



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

2009

2009

2009

EZB EKT EKP

2009

2009

2009

2009

2009

2009

2009

2009

2009

RAPPORTO ANNUALE
2009





BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA



RAPPORTO ANNUALE 2009

Nel 2010 tutte le pubblicazioni della BCE saranno caratterizzate da un motivo tratto dalla banconota da 500 euro.

© Banca Centrale Europea, 2010

Indirizzo

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main,
Germany

Indirizzo postale

Postfach 16 03 19
60066 Frankfurt am Main,
Germany

Telefono

+49 69 1344 0

Sito Internet

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

Fax

+49 69 1344 6000

Tutti i diritti riservati.

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

Fotografie:

ISOCHROM.com

Martin Joppen

KingAir Luftfoto

Robert Metsch

I dati contenuti in questo Rapporto sono
aggiornati al 26 febbraio 2010.

ISSN 1561-4530 (stampa)

ISSN 1725-2903 (online)

INDICE

PREFAZIONE	9	3 LE BANCONOTE E LE MONETE	121
CAPITOLO I		3.1 La circolazione e la gestione delle banconote e delle monete	121
L'EVOLUZIONE ECONOMICA E LA POLITICA MONETARIA		3.2 La contraffazione delle banconote in euro e i relativi deterrenti	122
I DECISIONI DI POLITICA MONETARIA	16	3.3 La produzione e l'emissione di banconote	124
2 GLI ANDAMENTI MONETARI FINANZIARI ED ECONOMICI	24	4 LE STATISTICHE	126
2.1 Il contesto macroeconomico internazionale	24	4.1 Statistiche nuove o più esaustive	126
2.2 Gli andamenti monetari e finanziari	32	4.2 Altri sviluppi in ambito statistico	127
2.3 Prezzi e costi	58	4.3 Esigenze statistiche derivanti dalla crisi finanziaria	128
2.4 La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	67	5 LA RICERCA ECONOMICA	129
2.5 La finanza pubblica	77	5.1 Le priorità della ricerca e i risultati conseguiti	129
2.6 I tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti	87	5.2 La divulgazione della ricerca: pubblicazioni e conferenze	131
3 L'EVOLUZIONE ECONOMICA E MONETARIA NEGLI STATI MEMBRI DELL'UE NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO	92	6 ALTRI COMPITI E ATTIVITÀ	132
CAPITOLO 2		6.1 Il rispetto dei divieti concernenti il finanziamento monetario e l'accesso privilegiato	132
LE OPERAZIONI E LE ATTIVITÀ DI BANCA CENTRALE		6.2 Funzioni consultive	132
I LE OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA, LE OPERAZIONI IN CAMBI E LE ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO	104	6.3 La gestione delle operazioni di indebitamento e prestito per conto dell'Unione europea	137
1.1 Le operazioni di mercato aperto e le operazioni attivabili su iniziativa delle controparti	104	6.4 Servizi di gestione delle riserve offerti dall'Eurosistema	137
1.2 Le operazioni sul mercato dei cambi e le operazioni con altre banche centrali	111	CAPITOLO 3	
1.3 Il programma di acquisto di obbligazioni garantite	112	LA STABILITÀ FINANZIARIA E L'INTEGRAZIONE	
1.4 Le attività di investimento	113	I LA STABILITÀ FINANZIARIA	140
2 I SISTEMI DI PAGAMENTO E DI REGOLAMENTO DELLE TRANSAZIONI IN TITOLI	115	1.1 Il monitoraggio della stabilità finanziaria	140
2.1 Il sistema Target2	115	1.2 Gli accordi per la stabilità finanziaria	142
2.2 Target2-Securities	117	2 LA REGOLAMENTAZIONE E LA VIGILANZA FINANZIARIA	144
2.3 Le procedure di regolamento per le garanzie	119	2.1 Aspetti generali	144
		2.2 Il settore bancario	146
		2.3 Il settore dei valori mobiliari	147
		2.4 I principi contabili	148
		3 L'INTEGRAZIONE FINANZIARIA	150

4 LA SORVEGLIANZA SULL'INFRASTRUTTURA DI MERCATO E SUI SISTEMI DI PAGAMENTO	155	CAPITOLO 7 L'ASSETTO ISTITUZIONALE, L'ORGANIZZAZIONE E IL BILANCIO	
4.1 I sistemi di pagamento di importo rilevante e i fornitori di servizi di infrastruttura	155	I GLI ORGANI DECISIONALI E LA GOVERNANCE INTERNA DELLA BCE	188
4.2 I sistemi e gli strumenti di pagamento al dettaglio	157	1.1 L'Eurosistema e il Sistema europeo di banche centrali	188
4.3 La compensazione e il regolamento delle transazioni in titoli e in strumenti derivati	158	1.2 Il Consiglio direttivo	189
4.4 Altre attività	161	1.3 Il Comitato esecutivo	192
		1.4 Il Consiglio generale	194
		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	195
CAPITOLO 4 LE RELAZIONI EUROPEE E INTERNAZIONALI		1.6 La <i>governance</i> interna	196
I LE TEMATICHE EUROPEE	164	2 GLI SVILUPPI ORGANIZZATIVI	200
1.1 Le tematiche relative alle politiche economiche	164	2.1 La gestione delle risorse umane	200
1.2 Le problematiche istituzionali	167	2.2 Le relazioni tra il personale e il dialogo sociale	202
1.3 Gli andamenti nei paesi candidati all'adesione all'UE e le relazioni con gli stessi	168	2.3 La nuova sede della BCE	202
2 LE TEMATICHE INTERNAZIONALI	169	2.4 L'Ufficio di coordinamento degli acquisti dell'Eurosistema	202
2.1 I principali sviluppi nel sistema monetario e finanziario internazionale	169	2.5 Le tematiche ambientali	203
2.2 La cooperazione con i paesi esterni all'UE	173	2.6 I servizi di <i>Information technology</i>	203
CAPITOLO 5 LA RESPONSABILITÀ PER IL PROPRIO OPERATO		3 LA CONFERENZA PER LE RISORSE UMANE	204
I LA RESPONSABILITÀ PER IL PROPRIO OPERATO NEI CONFRONTI DEI CITTADINI E DEL PARLAMENTO EUROPEO	178	4 IL DIALOGO SOCIALE NELL'AMBITO DEL SEBC	205
2 QUESTIONI SPECIFICHE SOLLEVATE DURANTE GLI INCONTRI CON IL PARLAMENTO EUROPEO	179	5 IL BILANCIO DELLA BCE	206
		Relazione sulla gestione per l'esercizio terminato il 31 dicembre 2009	207
CAPITOLO 6 L'ATTIVITÀ DI COMUNICAZIONE ESTERNA		Stato patrimoniale al 31 dicembre 2009	212
I LA POLITICA DI COMUNICAZIONE	182	Conto economico per l'esercizio terminato il 31 dicembre 2009	214
2 L'ATTIVITÀ DI COMUNICAZIONE	183	Criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio	215
		Note allo stato patrimoniale	221
		Note al conto economico	235
		Relazione del revisore indipendente	239
		Nota sulla distribuzione degli utili/ripartizione delle perdite	243

6 STATO PATRIMONIALE CONSOLIDATO DELL'EUROSISTEMA AL 31 DICEMBRE 2009	244	4 Valutazione della trasmissione dei tassi di interesse di riferimento della BCE ai principali tassi sui prestiti bancari al dettaglio nell'area dell'euro	52
ALLEGATI		Figura A Tassi a breve termine sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni e sui prestiti alle società non finanziarie ed Euribor a tre mesi	53
STRUMENTI GIURIDICI ADOTTATI DALLA BCE	248	Figura B Tassi a lungo termine sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni e sui prestiti alle società non finanziarie e tasso <i>swap</i> a sette anni	53
PARERI ADOTTATI DALLA BCE	251	Tavola Trasmissione dei tassi di riferimento ai tassi sui prestiti delle IFM, in base a un modello a correzione di errore	54
CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA	259	Figura C Variazioni cumulate effettive e previste dei tassi sui prestiti delle IFM fra ottobre del 2008 e dicembre del 2009	55
SINTESI DELLE COMUNICAZIONI DELLA BCE SULL'EROGAZIONE DELLA LIQUIDITÀ IN EURO	263	5 Andamento dell'occupazione nell'area dell'euro nel 2009	74
DOCUMENTI PUBBLICATI DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA DAL 2009	268	Figura A Crescita del PIL e dell'occupazione nell'area dell'euro	74
GLOSSARIO	274	Figura B Crescita dell'occupazione nell'area dell'euro e contributi settoriali	75
ELENCO DEI RIQUADRI		Figura C Crescita dell'occupazione di alcuni gruppi specifici	75
1 Le misure di maggiore sostegno al credito nel periodo delle turbolenze finanziarie	17	Figura D Crescita delle ore lavorate nell'area dell'euro e relativi contributi	75
2 Il rallentamento del commercio internazionale	25	6 Il sostegno dei governi al settore bancario durante la crisi finanziaria del 2008-2009 e l'impatto sulle finanze pubbliche dell'area dell'euro	80
Figura A Commercio e attività economica a livello mondiale ed esportazioni di beni dell'area dell'euro	26	Figura Cumulata delle operazioni di stabilizzazione del settore finanziario: impatto sul debito e sulle passività eventuali delle amministrazioni pubbliche	81
Figura B Indicatore dell'integrazione verticale dell'offerta mondiale	27		
Figura C Esportazioni di beni all'esterno dell'area dell'euro per prodotto	27		
Figura D Esportazioni di beni all'esterno dell'area dell'euro per destinazione	28		
3 Gli andamenti recenti dei bilanci bancari e le loro implicazioni per il credito al settore privato	38		
Figura A Principali attività detenute dalle IFM dell'area dell'euro, per settore della controparte (al netto di azioni e altri titoli di capitale)	39		
Figura B Credito ai residenti nell'area dell'euro (al netto di azioni e altri titoli di capitale)	40		

7	Andamenti delle emissioni e dei differenziali di rendimento dei titoli di debito delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro	82	11	Strategia ufficiale di politica monetaria degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro	100
	Tavola A Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro	83	12	Pagamenti gestiti da Target	116
	Tavola B Struttura delle consistenze di titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro	83	13	L'assegnazione della produzione di banconote in euro nel 2009	124
	Figura A Composizione della variazione dei pagamenti per interessi nel periodo 1999-2009	84	ELENCO DELLE FIGURE		
	Figura B Differenziali di rendimenti di alcune obbligazioni sovrane nei confronti dei titoli di Stato tedeschi	84	1	Tassi di interesse della BCE e tassi di mercato monetario	16
8	L'istituzione del Comitato europeo per il rischio sistemico e le relative implicazioni per la BCE	145	2	Principali andamenti delle maggiori economie industrializzate	24
			3	Principali andamenti dei mercati delle materie prime	32
			4	M3 e prestiti al settore privato	33
			5	Principali componenti di M3	34
			6	Tassi di interesse delle IFM sui depositi a breve termine e tassi di interesse del mercato monetario	34
			7	Depositi per settore	35
			8	Contropartite di M3	36
			9	Tassi di interesse del mercato monetario su operazioni prive di garanzia	42
			10	Euribor, Eurepo e OIS a tre mesi	42
			11	Tassi di interesse della BCE e tasso di interesse <i>overnight</i>	43
			12	Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine	44
			13	Inflazione di pareggio, ricavata da rendimenti <i>zero coupon</i> nell'area dell'euro	46
			14	Principali indici dei corsi azionari	47
			15	Volatilità implicita dei mercati azionari	47
			16	Prestiti delle IFM alle famiglie	49
			17	Tassi di interesse sui prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie	50
			18	Debito e pagamenti per interessi delle famiglie	50
			19	Costo in termini reali del finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro	51
			20	Scomposizione del tasso di crescita reale sul periodo corrispondente del finanziamento esterno alle società non finanziarie	56
ELENCO DELLE TAVOLE					
1	Andamenti dei prezzi	59			
2	Indicatori del costo del lavoro	63			
3	Crescita del PIL in termini reali e sue componenti	67			
4	Andamenti del mercato del lavoro	73			
5	Situazione delle finanze pubbliche nell'area dell'euro	78			
6	Procedure per disavanzi eccessivi nei paesi dell'area dell'euro	79			
7	Crescita del PIL in termini reali negli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e nell'area dell'euro	92			
8	Inflazione misurata sullo IAPC negli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e nell'area dell'euro	93			
9	Situazione delle finanze pubbliche negli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e nell'area dell'euro	94			
10	Bilancia dei pagamenti degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e dell'area dell'euro	96			

21 Indicatori di redditività delle società non finanziarie quotate dell'area dell'euro	56	46 Determinanti della posizione di liquidità nell'area dell'euro nel 2009	105
22 Fabbisogno finanziario delle società non finanziarie e sue componenti principali	58	47 Volume delle operazioni di politica monetaria in essere	106
23 Indici di indebitamento delle società non finanziarie	58	48 Garanzie idonee per tipologia di attività	109
24 Dinamica delle principali componenti dello IAPC	59	49 Garanzie stanziata nelle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema e credito in essere nelle operazioni di politica monetaria	109
25 Contributi alla crescita dello IAPC: principali componenti	61	50 Scomposizione per tipologia delle attività, compresi i crediti, costituite in garanzia	110
26 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria	62	51 Differenziale fra il rendimento delle obbligazioni garantite e i tassi <i>swap</i> e fra i rendimenti delle obbligazioni bancarie <i>senior</i> non garantite e i tassi <i>swap</i>	112
27 Redditi per occupato per settore	64	52 Numero delle banconote in euro in circolazione nel periodo 2002-2009	121
28 Costo del lavoro nell'area dell'euro	65	53 Valore delle banconote in euro in circolazione nel periodo 2002-2009	121
29 Scomposizione del deflatore del PIL	65	54 Numero delle banconote in euro in circolazione nel periodo 2002-2009 per taglio	122
30 Andamenti dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro	66	55 Numero di banconote in euro contraffatte ritirate dalla circolazione nel periodo 2002-2009	123
31 Contributi alla crescita trimestrale del PIL in termini reali	68	56 Distribuzione per taglio delle banconote in euro contraffatte nel 2009	123
32 Indicatori del clima di fiducia	69	57 Errori e omissioni nella bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro	126
33 Scorte nei settori manifatturiero e del commercio al dettaglio (indagini PMI)	70		
34 Crescita della produzione nell'industria e relativi contributi	72		
35 Disoccupazione	73		
36 Andamento delle finanze pubbliche nell'area dell'euro	86		
37 Evoluzione dei tassi di cambio e volatilità implicite	88		
38 Tassi di cambio effettivi dell'euro (TCE) nominali e reali	88		
39 Saldo di conto corrente e sue componenti	90		
40 Volumi delle esportazioni dell'area dell'euro verso alcuni partner commerciali	90		
41 Investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro	91		
42 Principali componenti del conto finanziario	91		
43 Andamenti delle valute dei paesi UE che aderiscono agli AEC II	97		
44 Andamenti rispetto all'euro delle valute dei paesi che non aderiscono agli AEC II	98		
45 Tassi di interesse di riferimento della BCE ed Eonia	104		

SIGLARIO

PAESI

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

ALTRE SIGLE

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

Secondo la consuetudine 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



Nel 2009 la Banca centrale europea (BCE) ha continuato ad agire come ancora della stabilità e della fiducia, in un contesto reso difficile dagli effetti della crisi finanziaria mondiale. Dopo il forte intensificarsi delle tensioni finanziarie nell'autunno del 2008, il 2009 si è aperto con una caduta repentina e sincronizzata dell'attività economica su scala mondiale. Nel corso dell'anno è quindi seguita una ripresa molto graduale, mentre l'inflazione si è attestata su livelli assai modesti. Nella media del 2009, nel complesso dell'area dell'euro il PIL ha registrato una contrazione del 4,0 per cento, mentre il tasso di inflazione si è collocato allo 0,3 per cento. Al contempo, le aspettative di inflazione a medio-lungo termine sono rimaste saldamente ancorate in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere l'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo. Tale evoluzione riflette l'elevata credibilità della politica monetaria della BCE.

In questo contesto e in risposta al perdurare di pressioni inflazionistiche contenute, nei primi mesi del 2009 il Consiglio direttivo ha ridotto di

ulteriori 150 punti base il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali, che si è quindi portato all'1 per cento, un livello mai osservato nella storia recente dei paesi dell'area dell'euro. Il Consiglio direttivo ha lasciato invariati i tassi d'interesse di riferimento della BCE nella rimanente parte dell'anno.

Inoltre, con l'obiettivo di assicurare l'adeguata trasmissione degli impulsi di politica monetaria in un momento in cui il funzionamento del sistema finanziario era fortemente compromesso, il Consiglio direttivo ha portato avanti la propria linea di maggiore sostegno al credito. Questa si basa su misure volte a favorire condizioni di finanziamento migliori e l'afflusso di credito all'economia, in aggiunta a quanto si sarebbe potuto conseguire con la sola riduzione dei tassi d'interesse di riferimento della BCE. Tali misure sono state concepite in funzione delle caratteristiche specifiche della struttura finanziaria dell'economia dell'area dell'euro, in cui le banche rivestono un ruolo preminente nel finanziamento di famiglie e imprese, e hanno contribuito a mantenere il flusso di credito all'economia.

In particolare, la BCE ha continuato a erogare liquidità mediante procedure d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi in tutte le operazioni di rifinanziamento e ne ha ulteriormente prolungato la durata massima. Nel 2009 ha condotto tre operazioni con scadenza a 12 mesi. Di conseguenza, nell'area dell'euro le condizioni di finanziamento sono considerevolmente migliorate nel corso dell'anno, come dimostrano soprattutto la riduzione dei differenziali a termine dei tassi di interesse del mercato monetario e la significativa diminuzione della volatilità complessiva dei mercati finanziari.

Nel corso del 2009 si sono registrati crescenti segnali di stabilizzazione dell'attività economica nell'area dell'euro e fuori dai suoi confini. Il contestuale miglioramento delle condizioni nei mercati finanziari ha ridotto l'esigenza di un ruolo di intermediazione straordinario da parte dell'Eurosistema. Alla luce di questi

miglioramenti, nel dicembre 2009 il Consiglio direttivo ha avviato il graduale rientro delle misure non convenzionali che non risultavano più necessarie. Questa decisione tempestiva è stata adottata per evitare distorsioni connesse al mantenimento di tali misure per un periodo eccessivo e per fornire incentivi alle banche affinché continuassero ad apportare i necessari aggiustamenti ai propri bilanci. Al tempo stesso la linea di maggiore sostegno al credito dell'Eurosistema continua ad assicurare l'erogazione di liquidità al sistema bancario dell'area dell'euro, agevolando l'offerta di credito a favore dell'economia dell'area e fornendo un ulteriore stimolo alla ripresa.

Per quanto riguarda i conti pubblici, nel 2009 nei paesi dell'area dell'euro, come in altre economie avanzate, le posizioni di bilancio hanno registrato un peggioramento molto significativo, riconducibile alla forte contrazione economica e all'orientamento espansivo delle politiche di bilancio, con l'adozione di misure di stimolo fiscale e interventi pubblici a sostegno del settore finanziario. Le previsioni economiche di autunno della Commissione europea, pubblicate lo scorso novembre, indicano che nella media del 2009 il rapporto fra il disavanzo pubblico e il PIL dell'area dell'euro è aumentato al 6,4 per cento, dal 2,0 del 2008. Alla luce di ciò è quindi della massima importanza che l'aggiornamento del programma di stabilità di ciascun paese dell'area poggia su misure correttive ben definite in linea con le rispettive procedure per i disavanzi eccessivi e stabilisca con chiarezza strategie di uscita dalle misure di stimolo fiscale e strategie di risanamento dei conti per il prossimo futuro, ponendo in primo piano le riforme della spesa.

Per promuovere una crescita sostenibile e la creazione di posti di lavoro, la sfida fondamentale consiste nell'accelerare le riforme strutturali. Queste risultano particolarmente urgenti in ambito finanziario, dove un'adeguata ristrutturazione del settore bancario dovrebbe rivestire un ruolo importante. Situazioni patrimoniali sane, un'efficace gestione del rischio e l'adozione di modelli imprenditoriali solidi e trasparenti sono essenziali per potenziare

la capacità di tenuta delle banche agli shock, gettando così le basi per una crescita sostenibile e la stabilità finanziaria. Nel caso dei mercati dei beni e servizi occorre sviluppare politiche di stimolo all'innovazione per imprimere slancio al processo di ristrutturazione e agli investimenti e creare nuove opportunità imprenditoriali. Nel mercato del lavoro sono necessari moderazione salariale, incentivi efficaci al lavoro e una sufficiente flessibilità, per impedire che la disoccupazione strutturale raggiunga livelli significativamente più elevati nei prossimi anni.

* * *

Nel 2009 in risposta alla crisi finanziaria hanno acquisito slancio gli interventi sul piano della regolamentazione e delle politiche, con una serie di proposte concrete tese al rafforzamento del quadro per la stabilità finanziaria a livello europeo e mondiale.

Il rapporto del gruppo di alto livello presieduto da Jacques de Larosière, che è stato pubblicato nel febbraio 2009, avanzava una serie di raccomandazioni per un nuovo quadro istituzionale di vigilanza all'interno dell'UE. In settembre la Commissione europea ha dato seguito a tali raccomandazioni formulando proposte di disposizioni legislative al Consiglio dell'UE e al Parlamento europeo. Queste riguardano in primo luogo l'istituzione di un Comitato europeo per il rischio sistemico (*European Systemic Risk Board*, ESRB), al quale affidare la sorveglianza macroprudenziale, e in secondo luogo la creazione di un Sistema europeo delle autorità di vigilanza finanziaria (una rete formata da tre autorità europee e dagli organismi nazionali competenti in materia), per la conduzione della vigilanza microprudenziale. Nei suoi pareri formali la BCE si è espressa complessivamente a favore delle proposte della Commissione.

I principali compiti dell'ESRB in ambito macroprudenziale consisteranno nell'individuazione e valutazione dei rischi per la stabilità del sistema finanziario dell'UE,

nella segnalazione dei casi significativi e, ove opportuno, nella formulazione di raccomandazioni per l'adozione di misure correttive. È prevedibile che l'assolvimento di questi compiti, con l'ausilio di una base di informazioni esaustiva e di strumenti macroprudenziali efficaci, contribuisca in misura significativa alla stabilità finanziaria nell'Unione europea. La BCE, in quanto istituzione dell'UE, è pronta a intraprendere una stretta collaborazione con le 27 banche centrali nazionali del SEBC e con le autorità di vigilanza competenti per sostenere l'ESRB nello svolgimento dei suoi compiti.

A livello mondiale, il vertice dei capi di Stato o di governo del G20 che si è tenuto a Londra nell'aprile 2009 rappresenta una pietra miliare. In tale sede è stato istituito il Comitato per la stabilità finanziaria (*Financial Stability Board*, FSB), che è subentrato al Forum per la stabilità finanziaria, con una base di partecipazione più ampia e un mandato più forte a salvaguardia della stabilità finanziaria. La BCE fa parte dell'FSB e contribuisce attivamente all'assolvimento della missione a esso affidata, anche in qualità di membro del suo organo direttivo (*Steering Committee*).

Il vertice del G20 ha impresso slancio verso una riforma di ampio respiro della regolamentazione, a cui stanno dando seguito gli organismi che definiscono gli standard internazionali e anche la Commissione europea. La BCE ha appoggiato la riforma e vi ha contribuito partecipando ai consessi rilevanti, nonché prestando consulenza a livello mondiale e dell'UE in ambiti quali la revisione dei requisiti patrimoniali delle banche, l'affinamento delle norme contabili e i meccanismi di gestione e risoluzione delle crisi finanziarie.

* * *

Nel corso del 2009 la BCE ha continuato a promuovere attivamente iniziative tese al rafforzamento della stabilità e dell'integrazione delle infrastrutture dei mercati finanziari. In febbraio ha pubblicato un quadro di

riferimento per le politiche di sorveglianza dell'Eurosistema (*Eurosystem oversight policy framework*), che descrive il ruolo svolto da quest'ultimo nel settore della sorveglianza, i metodi e gli strumenti di cui si avvale a tal fine e la ripartizione delle competenze al suo interno. Per accrescere ulteriormente la sicurezza, la solidità e l'efficienza del settore della post-negoziazione in Europa, il SEBC e il Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (*Committee of European Securities Regulators*, CESR) hanno predisposto raccomandazioni concernenti i sistemi di regolamento delle operazioni in titoli e le controparti centrali nell'UE.

La BCE ha inoltre seguito a svolgere un ruolo di catalizzatore per le attività del settore privato agevolando l'azione collettiva. La seconda importante tappa nella realizzazione dell'Area unica dei pagamenti in euro (*Single Euro Payments Area*, SEPA), che la BCE ha fortemente sostenuto sin dagli esordi, è stata segnata nel novembre 2009, con l'introduzione dell'addebito diretto SEPA. È ora disponibile, per la prima volta, un servizio di pagamento mediante addebito diretto autenticamente europeo.

Per quanto riguarda i servizi di banca centrale, la piattaforma unica di Target2, predisposta dall'Eurosistema per i pagamenti di importo rilevante, consente ora a 23 banche centrali dell'UE e alle rispettive comunità di utenti di beneficiare dei medesimi servizi di regolamento lordo in tempo reale completi e avanzati. Sono stati inoltre compiuti progressi nell'istituzione di un servizio comune e neutrale per il regolamento delle operazioni in titoli, denominato *Target2-Securities* (T2S). Al febbraio 2010 un totale di 29 sistemi di deposito accentrato aveva sottoscritto un protocollo d'intesa con l'Eurosistema per l'utilizzo di T2S una volta entrato in funzione. Inoltre, le banche centrali di Danimarca, Svezia e Norvegia, con il sostegno dei rispettivi mercati nazionali, si sono dichiarate interessate al regolamento in T2S delle operazioni in titoli nelle rispettive valute nazionali.

Nel corso di tutto il 2009 si è anche continuato a lavorare all'istituzione di una piattaforma unica condivisibile (CCBM2) per la movimentazione delle garanzie nell'Eurosistema. Quest'ultimo, attraverso il CCBM2, potrà offrire alle proprie controparti una gestione delle garanzie efficiente e ottimizzata in termini di costo, nonché servizi di gestione della liquidità più sofisticati.

* * *

Per quanto concerne l'organizzazione interna, il personale in organico della BCE alla fine del 2009 era pari a 1.385,5 unità equivalenti a tempo pieno, rispetto a 1.357,5 alla fine del 2008. L'incremento è principalmente riconducibile ai nuovi compiti assegnati alla BCE in relazione al programma T2S. I membri del personale della BCE, provenienti da tutti i 27 paesi dell'Unione europea, sono assunti mediante campagne di selezione aperte, per coprire posizioni vacanti annunciate nel sito Internet della Banca. Nel 2009, in linea con la politica di mobilità della BCE, 196 membri del personale si sono ricollocati internamente in una diversa posizione lavorativa mentre 21 sono stati distaccati presso altre organizzazioni per un'esperienza professionale esterna; a 31 sono stati concessi periodi di congedo non retribuito, richiesti a fini di studio, per un'opportunità di impiego presso un'altra organizzazione o per motivazioni personali. La continua acquisizione e lo sviluppo di capacità e competenze da parte di tutti i membri del personale, inclusi i dirigenti, resta un cardine della strategia per le risorse umane della BCE.

Nel 2009 la BCE ha completato la riforma del piano pensionistico offerto al proprio personale per assicurare la sostenibilità finanziaria nel lungo periodo. A tutela dei diritti acquisiti, il piano vigente è stato congelato fino al 31 maggio 2009 e il nuovo schema pensionistico è stato introdotto il 1° giugno 2009.

Nel 2009 è stata approvata la realizzazione della nuova sede della BCE. In seguito all'adozione di una nuova strategia di aggiudicazione dei lavori sono state condotte in totale 44 gare

pubbliche di appalto, che hanno richiamato oltre 400 imprese di costruzioni. Alla fine del 2009 la BCE aveva ricevuto offerte vincolanti per l'esecuzione dei lavori equivalenti all'80 per cento dei costi di costruzione calcolati. Soprattutto grazie all'elevata concorrenza, l'ammontare complessivo delle offerte si colloca entro i limiti di bilancio previsti. Alla luce di questo esito positivo, nel dicembre 2009 il Consiglio direttivo ha deciso di perfezionare i contratti, di avviare i lavori nella primavera del 2010 e di bandire le gare di appalto per i filoni di attività e i lotti rimanenti nel corso dell'anno. Il completamento dell'edificio è previsto per la fine del 2013.

Nel 2009 la BCE ha registrato un risultato lordo di 2,22 miliardi di euro, rispetto a 2,66 miliardi nell'esercizio precedente. Il Consiglio direttivo ha deciso di utilizzare, al 31 dicembre 2009, il fondo di accantonamento a fronte dei rischi di cambio, di tasso di interesse, di credito e di prezzo dell'oro per un importo di 0,03 miliardi di euro, così da rispettare il limite massimo consentito, che corrisponde al valore della quota di capitale della BCE versata dalle BCN dell'area dell'euro. Il fondo di accantonamento, la cui entità è soggetta a riesame annuale, ammonta attualmente a 4,02 miliardi di euro. In seguito all'utilizzo del fondo, la BCE ha chiuso con un utile netto di 2,25 miliardi di euro per l'esercizio 2009. L'importo è stato ripartito fra le BCN dei paesi dell'area dell'euro in misura proporzionale alle quote rispettivamente versate del capitale della BCE.

Francoforte sul Meno, marzo 2010



Jean-Claude Trichet



La nuova sede della BCE, progettata da COOP HIMMELB(L)AU, dovrà essere completata entro il 2013. Il complesso sarà costituito da tre elementi architettonici principali: il grattacielo, la Grossmarkthalle e l'edificio di ingresso.

CAPITOLO I

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

I DECISIONI DI POLITICA MONETARIA

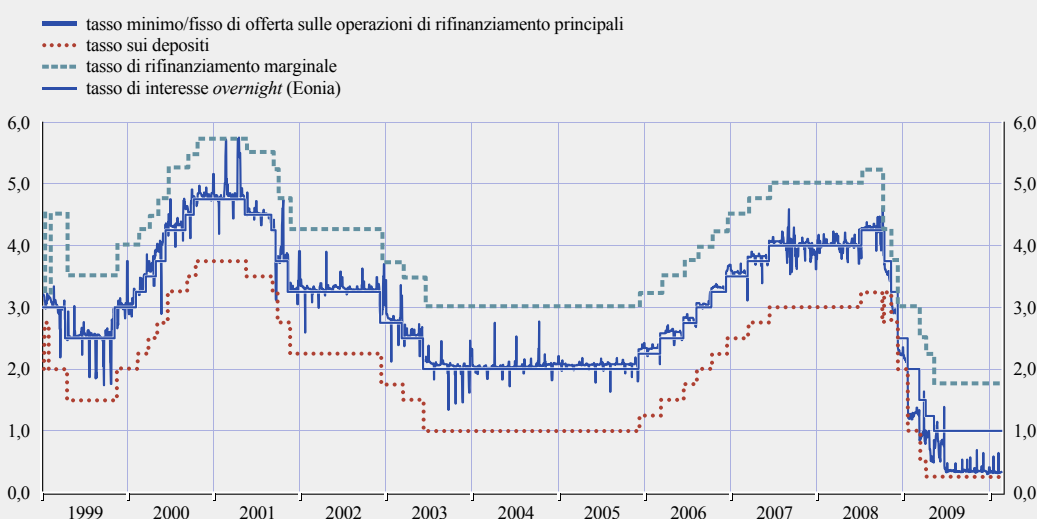
Nel 2009, di seguito all'intensificarsi della crisi finanziaria nell'autunno del 2008, l'Eurosistema ha continuato a operare in un contesto impegnativo. In risposta a pressioni inflazionistiche modeste a fronte di un forte rallentamento dell'economia nell'area dell'euro e in altre regioni, il Consiglio direttivo ha ulteriormente ridotto in misura notevole i tassi di riferimento della BCE. Il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali, che era stato ridotto di complessivi 175 punti base nel quarto trimestre del 2008, è stato abbassato di ulteriori 150 punti base tra gennaio e maggio del 2009, scendendo a un livello non osservato nella storia recente dei paesi dell'area dell'euro. Successivamente, il Consiglio direttivo ha lasciato i tassi di interesse ufficiali invariati, all'1,0 per cento quello sulle operazioni di rifinanziamento principali, allo 0,25 per cento quello sui depositi presso la banca centrale e all'1,75 per cento quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale.

Nel contempo, dato che il funzionamento del sistema finanziario risultava gravemente compromesso, il Consiglio direttivo ha adottato misure non convenzionali supplementari

nel 2009, fronteggiando in tal maniera le disfunzioni del mercato monetario e agevolando la trasmissione dei più bassi tassi di riferimento ai tassi del mercato monetario e a quelli sui prestiti bancari (cfr. riquadro 1). Ci si prefiggeva di riflesso di promuovere condizioni di finanziamento più favorevoli facilitando il flusso di credito a famiglie e imprese. Tali misure andavano al di là di quanto sarebbe stato conseguibile con il solo ricorso alla riduzione dei tassi di riferimento. L'approccio scelto teneva inoltre conto del ruolo fondamentale che le banche svolgono nell'area dell'euro nel fornire finanziamento all'economia reale. Il risultato è stato un netto miglioramento delle condizioni di finanziamento, come indicato in particolare dalla riduzione dei differenziali di interesse del mercato monetario a termine e dalla sensibile attenuazione della volatilità complessiva dei mercati finanziari. Tutte le misure non convenzionali adottate dal Consiglio direttivo erano di natura temporanea ed erano state concepite per mantenere la stabilità dei prezzi nel medio periodo sia direttamente sia indirettamente assicurando un saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione su livelli in linea con la definizione di stabilità dei prezzi.

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

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



LE MISURE DI MAGGIORE SOSTEGNO AL CREDITO NEL PERIODO DELLE TURBOLENZE FINANZIARIE

Il maggiore sostegno al credito fornito dalla BCE è consistito in una serie di misure non convenzionali atte a sostenere le condizioni di finanziamento e i flussi di credito in modo più ampio e incisivo che con la sola riduzione dei tassi di interesse di riferimento. Questo approccio, elaborato in funzione della specifica struttura finanziaria dell'economia dell'area dell'euro e delle particolari circostanze emerse con la crisi finanziaria mondiale, è stato incentrato sul sistema bancario in quanto fonte primaria di finanziamento per l'economia reale dell'area dell'euro. Il piano di maggiore sostegno al credito della BCE¹ consisteva delle seguenti cinque misure:

- offerta illimitata di liquidità a tasso fisso alle banche dell'area in tutte le operazioni di rifinanziamento a fronte di garanzie adeguate;
- allungamento della scadenza massima delle operazioni di rifinanziamento: dodici mesi invece dei tre del periodo precedente la crisi;
- ampliamento dell'elenco delle attività stanziabili in garanzia;
- immissione di liquidità in valuta estera (in particolare dollari statunitensi);
- acquisti definitivi di obbligazioni garantite (*covered bond*).

Concepite in modo da poter essere revocate una volta che la situazione fosse tornata alla normalità, le misure non convenzionali adottate erano finalizzate principalmente ad attenuare gli effetti avversi che le disfunzioni dei mercati monetari stavano avendo sulla situazione di liquidità delle banche solvibili dell'area. Erano inoltre volte a sostenere i flussi di credito alle imprese e alle famiglie. Il programma di acquisti a titolo definitivo di obbligazioni garantite è stato varato per sostenere tale segmento del mercato finanziario, che in Europa ha grande importanza e costituisce una fonte di finanziamento primaria per le banche.

In un contesto caratterizzato da spinte inflazionistiche contenute e da un grave rallentamento dell'economia dell'area, le misure non convenzionali della BCE hanno agevolato l'accesso alla liquidità da parte del settore bancario e sostenuto la ripresa economica dell'area. Hanno inoltre contribuito a migliorare le condizioni di finanziamento nell'area e a sostenere i flussi di credito all'economia. Gli acquisti di obbligazioni garantite hanno incoraggiato l'attività di emissione sul mercato primario e ridotto i differenziali particolarmente elevati in questo comparto. L'effetto congiunto delle misure di maggiore sostegno al credito e della decisa riduzione dei tassi di interesse di riferimento della BCE fra ottobre 2008 e maggio 2009 è stato quello di diminuire significativamente i tassi di interesse del mercato monetario, i differenziali di interesse su questo mercato e i tassi applicati ai prestiti bancari. Il maggiore sostegno al credito ha portato a un notevole miglioramento della liquidità di mercato e contribuito ad attenuare i rischi del finanziamento.

Come conseguenza del miglioramento delle condizioni del mercato finanziario nel corso del 2009, a inizio dicembre il Consiglio direttivo ha annunciato che avrebbe progressivamente revocato le misure non convenzionali non più necessarie. Dal primo trimestre del 2010, il numero e la frequenza delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine sono stati gradualmente ridotti. L'ultima operazione con scadenza a dodici mesi è stata condotta in dicembre, mentre

¹ Ulteriori dettagli sono reperibili nei numeri di giugno e dicembre 2009 del Bollettino mensile e nei connessi comunicati stampa (disponibili sul sito Internet della BCE).

l'ultima operazione a sei mesi ha avuto luogo a marzo del 2010; nel primo trimestre del 2010 è stata inoltre decisa la riduzione del numero di operazioni a tre mesi. A inizio marzo il Consiglio direttivo ha deciso di ritornare a procedure d'asta a tasso variabile nelle ordinarie operazioni di rifinanziamento a più lungo termine a tre mesi, a partire dall'operazione in aggiudicazione il 28 aprile del 2010. Inoltre, è stata annunciata una ulteriore operazione di *fine tuning* a sei giorni, al fine di attenuare l'effetto di liquidità dell'operazione di rifinanziamento a più lungo termine a dodici mesi in scadenza il 1° luglio 2010.

Il Consiglio direttivo ha anche deciso di mantenere sia nelle operazioni di rifinanziamento principali sia in quelle speciali a un periodo di mantenimento procedure d'asta a tasso fisso e con piena aggiudicazione degli importi per tutto il tempo che si renda necessario, e almeno fino a ottobre 2010.

Quale esito di queste decisioni, l'Eurosistema continua a fornire un sostegno di liquidità al sistema bancario dell'area dell'euro a condizioni molto favorevoli, facilitando pertanto l'estensione di credito all'area dell'euro. Al contempo la graduale rimozione delle misure non convenzionali della BCE aiuta ad assicurare condizioni regolari sui mercati monetari e a evitare distorsioni associate con il mantenimento delle misure non convenzionali più a lungo di quanto necessario. Il miglioramento delle condizioni finanziarie consente alle banche di cominciare a svolgere parte della loro "normale" funzione nel mercato monetario, diminuendo pertanto il bisogno di svolgere estesamente un ruolo di intermediazione da parte dell'Eurosistema. Mantenere più del dovuto l'insieme delle misure non convenzionali comporterebbe in particolare un eccessivo affidamento sulla liquidità straordinaria offerta dalla banca centrale e connessi problemi di *moral hazard*. Indebolirebbe inoltre gli incentivi per le banche a proseguire nel necessario processo di ristrutturazione dei propri bilanci.

In prospettiva, il Consiglio direttivo continuerà a rimuovere gradualmente quelle misure di liquidità straordinarie che non siano più necessarie, sulla base degli sviluppi economici e finanziari. L'assetto operativo dell'Eurosistema continuerà ad assistere la politica monetaria nell'assolvimento del suo mandato di preservare la stabilità dei prezzi. Da questo punto di vista, se dovessero configurarsi rischi verso l'alto per quest'ultima, l'azione dell'Eurosistema sarà opportuna e tempestiva.

Il rallentamento ciclico dell'area dell'euro iniziato nel 2007 ha assunto i tratti di una recessione nella prima metà del 2008, e di una brusca contrazione nell'inverno successivo sulla scorta dell'acuirsi delle turbolenze finanziarie a seguito del dissesto di Lehman Brothers (settembre 2008). Da ciò è scaturito un calo senza precedenti della fiducia delle imprese e dei consumatori. In un contesto di severo rallentamento dell'economia mondiale, nel primo trimestre del 2009 il PIL in termini reali dell'area dell'euro è diminuito del 2,5 per cento sul periodo precedente. La crescita del PIL è poi tornata positiva nella seconda metà dell'anno, nel contesto di un miglioramento delle condizioni

economiche e dei mercati finanziari risultante dal deciso stimolo fiscale e monetario. Nel 2009 il PIL reale dell'area dell'euro si è contratto complessivamente del 4,0 per cento, dopo essere cresciuto dello 0,5 per cento nel 2008.

Il 2009 è stato un anno di scarse pressioni inflazionistiche. Dopo aver toccato un massimo storico nel 2008, al 3,3 per cento, nel 2009 il tasso di inflazione medio annuo è sceso allo 0,3 per cento, il livello più basso dall'introduzione dell'euro nel gennaio del 1999. L'inflazione armonizzata sui dodici mesi è diminuita dall'1,1 per cento in gennaio a -0,7 per cento in luglio, per poi risalire allo 0,9 per cento in dicembre.

Le ampie oscillazioni che hanno caratterizzato l'inflazione al consumo nel 2009 vanno ricondotte principalmente all'andamento dei prezzi delle materie prime, e in particolare di quelle energetiche, che hanno invertito i rialzi del 2008, e ai connessi effetti base. Sebbene l'inflazione si sia collocata in territorio negativo per alcuni mesi, le misure delle aspettative di inflazione di lungo periodo basate sulle indagini sono rimaste saldamente ancorate a livelli coerenti con l'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere i tassi di inflazione al disotto ma prossimi al 2 per cento nel medio termine.

L'espansione monetaria di fondo nell'area dell'euro è diminuita nel corso del 2009, e i tassi di crescita dell'aggregato monetario ampio e del credito sono scesi ai minimi storici dall'avvio dell'Unione monetaria. I risultati dell'analisi monetaria hanno quindi confermato l'esiguità delle pressioni inflazionistiche.

RIDUZIONE DEI TASSI DI INTERESSE ED ESTENSIONE DELLE MISURE DI MAGGIORE SOSTEGNO AL CREDITO DURANTE IL RALLENTAMENTO ECONOMICO

Analizzando più nel dettaglio le decisioni di politica monetaria nel 2009, i dati disponibili all'inizio dell'anno confermavano un generale rallentamento economico globale al volgere dell'anno. L'intensificarsi delle tensioni finanziarie aveva portato a una pronunciata volatilità in tutti i segmenti del mercato finanziario, a bassi livelli di liquidità in una serie di comparti e a incisivi interventi da parte di governi e banche centrali. Le turbolenze finanziarie avevano inoltre determinato un considerevole incremento dell'incertezza e dell'avversione al rischio degli investitori, come indicato ad esempio dal sensibile ampliamento dei differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie e sovrane verso la fine del 2008. A sua volta ciò aveva esercitato un considerevole impatto negativo sull'economia mondiale. In linea con gli andamenti internazionali, il prodotto dell'area dell'euro ha fatto registrare un calo significativo. In un clima di accresciuta incertezza, alla forte contrazione del volume degli scambi mondiali si è accompagnato un

calo pronunciato della domanda interna dell'area dell'euro.

Nei primi mesi del 2009 sono notevolmente diminuite sia l'inflazione complessiva, sia le spinte inflazionistiche di fondo. Il tasso di inflazione armonizzata sui 12 mesi è sceso, dall'1,1 per cento in gennaio allo 0,0 per cento in maggio, a causa in particolare di precedenti forti diminuzioni nei prezzi delle materie prime. In quel momento si prevedeva che, date le attese di persistente debolezza della domanda mondiale e dell'area dell'euro, le pressioni su prezzi, costi e salari nell'area dell'euro si sarebbero moderate. Tenuto conto degli effetti base connessi agli elevati prezzi dell'energia a metà del 2008, ci si attendeva che i tassi di inflazione sarebbero risultati negativi per un paio di mesi intorno alla metà del 2009 per poi riportarsi su valori positivi verso la fine dell'anno. La verifica incrociata con i risultati dell'analisi monetaria, che confermavano la perdurante decelerazione della moneta e i flussi modesti di prestiti a famiglie e società non finanziarie, ha corroborato la valutazione di una diminuzione delle pressioni inflazionistiche e dei rischi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo.

In questo contesto, fra gennaio e maggio del 2009 il Consiglio direttivo è intervenuto in quattro occasioni per ridurre di complessivi 150 punti base il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali, all'1 per cento, portando a 325 punti base la riduzione totale del tasso dall'8 ottobre 2008. In maggio il Consiglio direttivo ha inoltre deciso di abbassare di 50 punti base il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, all'1,75 per cento, lasciando invariato allo 0,25 per cento il tasso sui depositi presso la banca centrale, riducendo così il differenziale fra i due tassi da 200 a 150 punti base.

Oltre a diminuire i tassi di interesse, il Consiglio direttivo ha espanso le misure di maggiore sostegno al credito. In linea con le operazioni effettuate da ottobre del 2008, a maggio del 2009 il Consiglio direttivo ha deciso che avrebbe

condotto tre operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) con scadenza a 12 mesi, rispettivamente in giugno, settembre e dicembre. Queste misure hanno esercitato una significativa pressione al ribasso sui tassi del mercato monetario, poiché hanno assicurato che le banche avessero ampio e pieno accesso alla liquidità su un orizzonte più esteso, aumentando pertanto la loro capacità di erogare credito all'economia reale ed esercitando pressioni al ribasso sui tassi bancari attivi. Il Consiglio direttivo ha inoltre deciso l'acquisto da parte dell'Eurosistema di obbligazioni garantite denominate in euro emesse all'interno dell'area per un importo totale di 60 miliardi di euro su un periodo di 12 mesi a partire da luglio del 2009. Scopo di questa misura era sostenere il mercato delle obbligazioni garantite, segmento molto importante del mercato finanziario nell'area dell'euro e fonte di finanziamento primaria per le banche.

La decisione di estendere il maggiore sostegno al credito teneva conto delle aspettative relative al fatto che la dinamica dei prezzi avrebbe continuato a essere frenata, oltre che dai precedenti cali pronunciati dei corsi delle materie prime, anche dal marcato indebolimento dell'attività economica dell'area e mondiale. Dopo un primo trimestre molto più debole del previsto, i dati economici e i risultati delle indagini disponibili mostravano timidi segnali di stabilizzazione dell'attività su livelli molto bassi. Ciò risultava coerente con le revisioni al ribasso delle proiezioni macroeconomiche elaborate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE relativamente all'attività economica e all'inflazione nell'area dell'euro nella prima metà dell'anno. Secondo le attese, l'economia mondiale, compresa quella dell'area dell'euro, sarebbe rimasta debole per tutto il 2009 prima di segnare un graduale recupero nel corso del 2010, mentre le spinte inflazionistiche nell'area sarebbero rimaste contenute.

Considerata l'abbondante liquidità che l'Eurosistema ha continuato a fornire e il numero limitato di operazioni di regolazione puntuale destinate all'assorbimento di liquidità, i tassi di interesse *overnight* si sono mantenuti

prossimi al tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale, come era stato dall'adozione della procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi nell'ottobre del 2008. Il nuovo livello del tasso *overnight* veniva considerato accettabile, date le circostanze eccezionali, quale strumento per contribuire a controbilanciare il dissestato funzionamento del mercato monetario e, in particolare, l'anormale ampiezza dei differenziali di interesse del mercato monetario a termine, ad esempio quelli fra l'Euribor e i tassi *swap* sull'indice *overnight*. Le misure di maggiore sostegno al credito hanno pertanto contribuito anche a un contesto di tassi di interesse di mercato più bassi e di condizioni di finanziamento favorevoli. In particolare, nella prima ORLT con scadenza a 12 mesi condotta il 24 giugno 2009 è stato erogato al sistema bancario dell'area un importo record di 442 miliardi di euro al tasso fisso dell'1 per cento, portando il volume totale delle operazioni di rifinanziamento in essere a quasi 900 miliardi di euro e contribuendo a una diminuzione dei tassi del mercato monetario anche sulle scadenze più lunghe.

PERDURANTE SOSTEGNO DELLA POLITICA MONETARIA IN UN CONTESTO DI GRADUALE RIPRESA ECONOMICA

Mentre manteneva invariati i propri tassi di interesse di riferimento da maggio del 2009, il Consiglio direttivo nella seconda metà dell'anno proseguiva nel maggiore sostegno al credito, dati gli effetti positivi di tali misure sul funzionamento del mercato monetario dell'area e sulla trasmissione degli impulsi di politica monetaria in presenza di spinte inflazionistiche moderate. Tale orientamento molto accomodante della politica monetaria risultava coerente con il mandato della BCE di mantenere la stabilità dei prezzi e contribuiva alla graduale ripresa dell'economia dell'area.

Nella seconda metà del 2009 sono emersi segnali di stabilizzazione dell'attività economica sia nell'area dell'euro che altrove. Nell'area le prime indicazioni di stabilizzazione provenivano dai risultati delle indagini e dalla diminuzione

dell'avversione al rischio nei mercati finanziari, tradottasi in un recupero degli indici rispetto ai minimi toccati nel periodo fra il dissesto di Lehman Brothers e la fine del primo trimestre del 2009. La graduale ripresa è stata successivamente confermata dagli indicatori dell'economia reale. Nel complesso l'attività è rimasta debole, ma i tassi di crescita trimestrali sono divenuti positivi nel terzo e nel quarto trimestre, dopo cinque trimestri consecutivi di valori negativi. Al tempo stesso hanno continuato a concretizzarsi effetti avversi ritardati del marcato rallentamento economico, quali il basso grado di utilizzo della capacità produttiva e l'aumento del tasso di disoccupazione.

Le previsioni e le proiezioni macroeconomiche, comprese quelle degli esperti dell'Eurosistema per l'area dell'euro, sono state riviste lievemente al rialzo durante la seconda metà dell'anno, riflettendo principalmente gli andamenti più positivi e i dati che si sono resi progressivamente disponibili. Secondo le proiezioni dell'Eurosistema di dicembre 2009, la crescita annua del PIL in termini reali si sarebbe situata fra lo 0,1 e l'1,5 per cento nel 2010 e fra lo 0,2 e il 2,2 per cento nel 2011. In linea con tali proiezioni, il Consiglio direttivo si attendeva che nel 2010 l'economia dell'area sarebbe cresciuta a un ritmo moderato, riconoscendo che probabilmente il processo di recupero sarebbe stato non uniforme e che le prospettive restavano soggette a elevata incertezza. I rischi per questo scenario venivano considerati sostanzialmente bilanciati. Quelli verso l'alto erano connessi a effetti di stimolo più forti del previsto indotti dalle ampie misure macroeconomiche, a miglioramenti del clima di fiducia e alla ripresa del commercio con l'estero. Quanto ai rischi verso il basso, persistevano timori di interazioni negative più intense del previsto fra l'economia reale e il settore finanziario, nonché di nuovi rincari del petrolio e di altre materie prime, dell'intensificarsi delle spinte protezionistiche e di possibili correzioni disordinate degli squilibri globali.

Per quanto riguarda la dinamica dei prezzi, l'inflazione armonizzata sui 12 mesi ha assunto valori negativi tra giugno e ottobre del

2009, toccando il minimo del -0,7 per cento a luglio; si è poi riportata su livelli positivi a novembre, collocandosi allo 0,9 per cento in dicembre. Tale andamento è risultato in linea con le attese e ha riflesso principalmente effetti temporanei, in particolare effetti base al ribasso connessi con il forte rialzo dei prezzi delle materie prime verso la metà del 2008 e la loro successiva flessione fino alla fine di quell'anno. In base alle attese, l'inflazione sarebbe rimasta moderata nell'orizzonte temporale rilevante per la politica monetaria, a fronte di dinamiche complessivamente contenute dei prezzi, dei costi e dei salari nel contesto di lenta ripresa della domanda nell'area dell'euro e in altre regioni. Al tempo stesso, le aspettative di inflazione a medio-lungo termine sono rimaste saldamente ancorate in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere l'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo.

Gli esercizi previsivi di settembre e di dicembre del 2009 hanno prodotto prospettive sostanzialmente analoghe per l'inflazione: nelle proiezioni degli esperti dell'Eurosistema di dicembre il tasso di inflazione si situava fra lo 0,9 e l'1,7 per cento nel 2010 e fra lo 0,8 e il 2,0 per cento nel 2011. I rischi per questo scenario, considerati sostanzialmente bilanciati, erano connessi in particolare alle prospettive dell'attività economica e all'evoluzione dei prezzi delle materie prime. Si riteneva inoltre che, data l'esigenza di risanare i bilanci nei prossimi anni, l'imposizione indiretta e i prezzi amministrati sarebbero potuti aumentare più del previsto.

I risultati dell'analisi monetaria confermavano la valutazione di spinte inflazionistiche contenute nel medio termine, di riflesso al protrarsi del rallentamento della moneta e del credito nella seconda metà del 2009. Verso la fine dell'anno, i tassi di crescita sui 12 mesi di M3 e dei prestiti al settore privato si collocavano in territorio negativo. I livelli modesti della produzione e degli scambi, nonché la persistente incertezza circa le prospettive per l'attività delle imprese hanno in particolare continuato

a frenare la domanda di finanziamenti bancari da parte di queste ultime. In una certa misura, anche fattori di offerta hanno avuto un'incidenza, come indicato dall'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro condotta dall'Eurosistema. Il calo dei tassi di crescita sui 12 mesi dei prestiti alle società non finanziarie è stato particolarmente pronunciato per le scadenze più brevi, mentre i tassi relativi ai prestiti a più lungo termine sono rimasti positivi. Allo stesso tempo, dopo alcuni mesi in territorio negativo, verso la fine del 2009 la crescita sui 12 mesi dei prestiti alle famiglie è tornata su livelli positivi. Questo profilo è coerente con le regolarità del ciclo economico, le quali indicano che l'espansione dei prestiti alle società non finanziarie avviene normalmente con qualche ritardo rispetto al ciclo dell'attività economica.

Il protrarsi degli effetti del maggiore sostegno al credito ha continuato a promuovere sia l'accesso alla liquidità da parte del settore bancario sia la ripresa economica dell'area dell'euro, contribuendo così alla normalizzazione del quadro economico e finanziario. In particolare, le misure poste in essere dall'Eurosistema hanno sostenuto il flusso di credito all'economia tramite fattori di offerta (soprattutto attenuando le difficoltà di reperimento di fondi per le banche), nonché tramite fattori di domanda (grazie al livello molto basso dei tassi di interesse). Infine l'Eurosistema, evidenziando il suo fermo impegno nei confronti della stabilità dei prezzi e la sua capacità di azione tempestiva, ha svolto un ruolo di ancora di stabilità in tempi di accresciuta incertezza. Ciò è stato determinante per migliorare il clima di fiducia in un contesto caratterizzato da attese di una ripresa graduale dell'attività economica.

Tenuto conto dello sfasamento temporale con cui la politica monetaria esplica la propria azione, gli effetti degli interventi dell'Eurosistema si sono trasmessi progressivamente all'economia, fornendo un sostegno concreto a famiglie e società. Le condizioni di finanziamento hanno continuato a migliorare. Il funzionamento dei mercati monetari è migliorato e i differenziali

di interesse sui mercati monetari si sono notevolmente ridotti rispetto agli elevati livelli di inizio anno. I tassi bancari attivi, scesi su livelli molto bassi, hanno riflesso sempre di più le riduzioni dei tassi di riferimento operate dalla BCE, a indicazione del corretto funzionamento del processo di trasmissione della politica monetaria. Nel complesso, verso la fine del 2009 e gli inizi del 2010 sono stati osservati un miglioramento delle condizioni del mercato finanziario e una graduale espansione dell'attività economica dell'area dell'euro in un contesto di continuo forte sostegno al suo settore bancario.

Tenuto conto del progressivo miglioramento delle condizioni del mercato finanziario e della necessità di evitare distorsioni connesse al mantenimento delle misure non convenzionali oltre il tempo necessario, a dicembre il Consiglio direttivo ha deciso di protrarre il maggiore sostegno al credito avviando tuttavia, dal primo trimestre del 2010, un graduale rientro delle misure non convenzionali non più necessarie. È stato deciso che le operazioni di rifinanziamento principali sarebbero state condotte mediante aste a tasso fisso e piena aggiudicazione degli importi fintanto che ciò risultasse necessario, mentre venivano ridotti il numero e la durata delle ORLT. In particolare, la ORLT di dicembre con scadenza a 12 mesi sarebbe stata l'ultima con questa durata e sarebbe stata condotta al tasso minimo di offerta medio delle operazioni di rifinanziamento principali nell'arco della sua durata, mentre una sola ulteriore operazione con scadenza a 6 mesi veniva programmata per marzo del 2010. Il Consiglio direttivo ha inoltre deciso che le restanti ORLT del primo trimestre del 2010 sarebbero state condotte mediante asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi. L'adozione di queste decisioni comportava che l'Eurosistema avrebbe continuato a fornire un sostegno alla liquidità del sistema bancario dell'area per un periodo di tempo prolungato e a condizioni assai vantaggiose, agevolando quindi l'erogazione di credito all'economia dell'area.

Agli inizi del 2010, il Consiglio direttivo continuava a considerare adeguato il livello dei tassi di riferimento della BCE. Sulla scorta delle informazioni e delle analisi resesi disponibili, si è continuato a ritenere che l'evoluzione dei prezzi sarebbe rimasta contenuta nell'orizzonte temporale rilevante per la politica monetaria. Le evidenze disponibili hanno inoltre confermato il protrarsi della crescita dell'economia dell'area dell'euro, nonostante taluni fattori di sostegno, in particolare il ciclo delle scorte e le misure di politica economica adottate a livello mondiale, fossero di natura temporanea. Nel complesso, le attese del Consiglio direttivo per l'economia dell'area nel 2010 andavano nel senso di un ritmo di crescita modesto e del permanere di incertezze riguardo alle prospettive future. Al tempo stesso, le aspettative di inflazione rimanevano saldamente ancorate in linea con la stabilità dei prezzi. La verifica incrociata dei risultati dell'analisi economica con le indicazioni dell'analisi monetaria confermava la valutazione di spinte inflazionistiche modeste, dato il parallelo rallentamento della moneta e del credito.

2 GLI ANDAMENTI MONETARI, FINANZIARI ED ECONOMICI

2.1 IL CONTESTO MACROECONOMICO INTERNAZIONALE

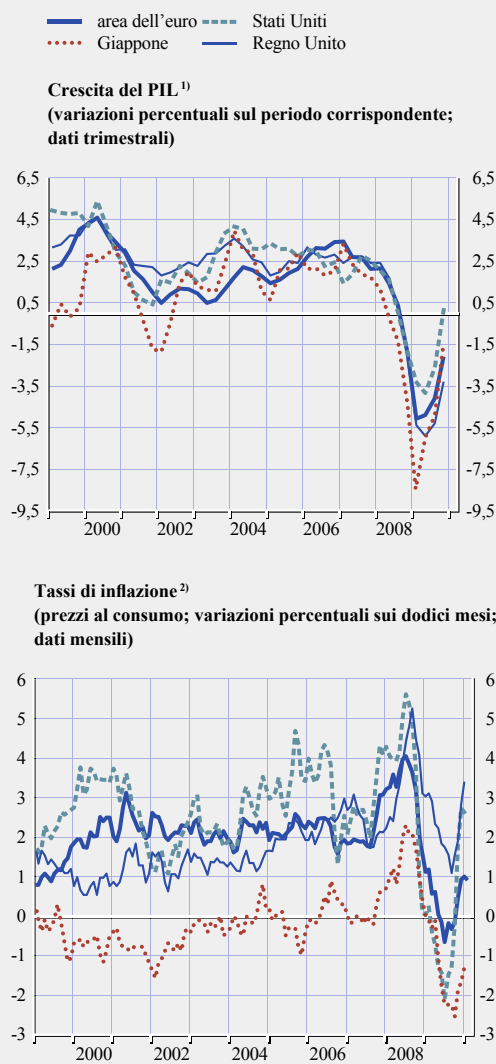
GRAVI RIPERCUSSIONI DELLE TENSIONI NEI MERCATI FINANZIARI SULL'ATTIVITÀ MONDIALE

A seguito dell'intensificazione delle turbolenze finanziarie che ha accompagnato il tracollo di Lehman Brothers nel settembre 2008, l'incertezza percepita in tutte le classi di attività è salita a massimi storici ed è rimasta persistentemente elevata in tutto il primo trimestre 2009. In questo periodo i mercati finanziari hanno continuato a evidenziare disfunzioni, mentre i livelli generalmente alti di incertezza hanno alimentato un forte calo degli indicatori del clima di fiducia delle imprese e dei consumatori, che si sono portati su livelli estremamente bassi in termini storici. Come anticipato dalla flessione netta e generalizzata dell'indice mondiale dei responsabili degli acquisti (PMI) nel settore manifatturiero (portatosi su livelli ben inferiori al valore soglia tra espansione e contrazione dell'economia), oltre che dal peggioramento del clima di fiducia delle imprese e dei consumatori menzionato precedentemente, l'attività mondiale è rimasta molto debole dopo essersi contratta bruscamente in tutte le aree economiche principali nell'ultimo trimestre 2008. Nonostante le misure importanti e senza precedenti adottate dai governi e dalle banche centrali in tutto il mondo per contenere i rischi sistemici e ripristinare la stabilità finanziaria, l'attività mondiale è stata indebolita in particolare dall'esigenza per le imprese e le famiglie di correggere i propri bilanci; questo, assieme agli effetti ricchezza negativi, ha intensificato il peggioramento del clima di fiducia. Inoltre, a differenza di quanto era avvenuto per gran parte del 2008, i mercati emergenti hanno iniziato a risentire del rallentamento nelle economie avanzate in presenza di un calo inedito e sincronizzato dell'interscambio mondiale a cavallo tra il 2008 e il 2009 (quest'ultimo andamento è descritto in dettaglio nel riquadro 2).

La crescita dell'economia mondiale è tornata in territorio positivo nel secondo trimestre 2009 (cfr. la parte superiore della figura 2) allorché

le misure di politica monetaria e fiscale adottate in numerosi paesi hanno iniziato a esplicare maggiori effetti e, assieme ai provvedimenti intesi a stabilizzare il settore finanziario, hanno concorso a migliorare le condizioni nei mercati finanziari, ridurre le incertezze e riassorbire in certa misura la perdita di fiducia degli operatori economici. Nel contempo anche l'interscambio

Figura 2 Principali andamenti delle maggiori economie industrializzate



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

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

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

mondiale ha iniziato a stabilizzarsi e successivamente è tornato a crescere dopo il primo trimestre 2009, anche se da livelli molto bassi. La ripresa mondiale si è intensificata nella seconda metà dell'anno e il tasso di variazione del PIL si è riportato in territorio positivo in gran parte dei paesi nel terzo trimestre. Il principale contributo a questo andamento è provenuto dal settore manifatturiero, sebbene anche quello dei servizi abbia ripreso vigore dopo alcune incertezze. Un importante tratto distintivo della fase di ripresa è costituito dal suo andamento difforme nelle varie economie, che potrebbe riflettere tra l'altro la differente natura delle misure di politica economica adottate nei singoli paesi oltre che la diversa forza dei fondamentali delle varie economie. Ciò contrasta con l'elevata sincronia del rallentamento e potrebbe evidenziare la misura in cui le turbolenze finanziarie hanno concorso ad amplificare gli andamenti avversi nell'economia reale. Risulta altresì degno di nota il fatto che il ritmo della ripresa è molto più sostenuto nelle economie emergenti, la cui esposizione diretta alla crisi finanziaria era stata limitata. Nonostante i segnali favorevoli, permangono timori per le prospettive di crescita dell'economia mondiale. Essi sono collegati, in particolar modo, ai dubbi circa la possibilità che la graduale rimozione delle misure straordinarie di politica monetaria e fiscale sia accompagnata da un recupero della domanda del settore privato, tenuto conto della

verosimile correzione significativa dei bilanci delle famiglie in molti paesi oltre che del possibile perdurare di vincoli finanziari per le imprese.

L'inflazione complessiva nei paesi dell'OCSE, che a luglio 2008 era salita a un massimo del 4,8 per cento per effetto dei rincari dei beni alimentari ed energetici, ha iniziato a scendere rapidamente e nella primavera del 2009 (cfr. la parte inferiore della figura 2) era pari a circa lo 0,5 per cento. Quest'ultimo andamento ha riflesso la forte correzione al ribasso dei corsi delle materie prime, oltre che il minor grado di utilizzo della capacità produttiva conseguente alla flessione dell'attività economica mondiale. A metà dell'anno l'inflazione è di fatto diventata lievemente negativa, per i significativi effetti base connessi ai prezzi delle materie prime. Tuttavia, questi tassi inferiori allo zero sono stati considerati per lo più come un fenomeno transitorio: lo evidenziano gli indicatori delle aspettative di inflazione a lungo termine, che sono rimasti in territorio positivo. Nell'ottobre 2009, per il venir meno dei suddetti effetti base e per il rialzo dei prezzi delle materie prime, l'inflazione complessiva si è riportata al di sopra dello zero e in dicembre era pari all'1,9 per cento sui 12 mesi (contro il 3,6 dell'anno precedente). Il tasso calcolato al netto delle componenti alimentare ed energetica è stato pari all'1,6 per cento.

Riquadro 2

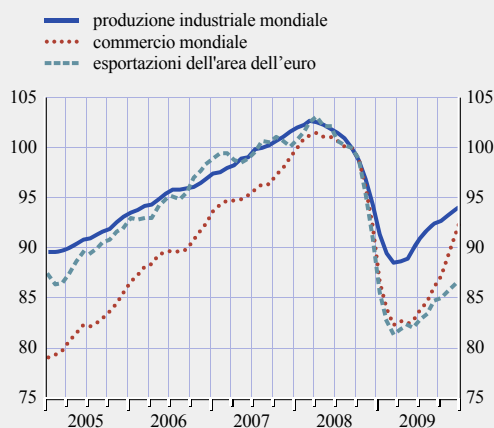
IL RALLENTAMENTO DEL COMMERCIO INTERNAZIONALE

Il commercio internazionale si è fortemente ridotto nei due trimestri a cavallo tra il 2008 e il 2009 dopo l'intensificarsi della crisi finanziaria nel settembre 2008 e il connesso calo dell'attività economica mondiale. La riduzione non trova precedenti storici per velocità, entità e grado di sincronia tra paesi. Questo riquadro ne esamina le determinanti principali e considera le prospettive per l'interscambio internazionale.

All'intensificarsi delle turbolenze finanziarie nell'autunno 2008, l'attività economica mondiale ha subito un brusco calo. Ne è conseguita una forte diminuzione del commercio internazionale di beni, che è tornato sui livelli del 2005 (cfr. figura A). Oltre che consistente e rapida

Figura A Commercio e attività economica a livello mondiale ed esportazioni di beni dell'area dell'euro

(indice: settembre 2008 = 100; dati destagionalizzati; media mobile a tre mesi)



Fonte: CPB.

Nota: le esportazioni dell'area dell'euro si riferiscono all'interscambio sia all'interno sia con l'esterno dell'area. L'ultima osservazione è relativa a dicembre 2009.

(quasi il 17 per cento tra settembre 2008 e febbraio 2009), la diminuzione è stata anche estremamente sincronizzata tra le diverse regioni¹.

La principale determinante del crollo degli scambi è costituita dal netto ridimensionamento della domanda mondiale, amplificato da una serie di fattori speciali (ad esempio i vincoli ai prestiti commerciali). L'attività economica mondiale si è bruscamente ridotta: il prodotto è diminuito dell'1,2 per cento nel quarto trimestre del 2008 e dell'1,4 per cento nel primo del 2009. Tuttavia, data l'entità della riduzione complessiva della domanda finale, il volume degli scambi ha subito un calo di gran lunga superiore rispetto a quanto previsto. Tale risultato si spiega in parte con una serie di fattori.

In primo luogo, la composizione dello shock che ha colpito la domanda mondiale ha contribuito in misura significativa al calo sproporzionatamente ampio del commercio rispetto al prodotto. All'intensificarsi delle turbolenze finanziarie l'attività si è ridotta notevolmente nel settore manifatturiero, mentre ha risentito molto meno in quello dei servizi. La diminuzione della domanda mondiale ha quindi influito principalmente sull'interscambio di beni, la cui incidenza sul commercio totale è superiore a quella sul PIL. Poiché il settore manifatturiero produce e consuma elevati volumi di prodotti intermedi, vi è stato anche un effetto di amplificazione attraverso gli scambi di tali prodotti. A ciò si aggiunge che la recessione ha determinato un allontanamento dalle componenti del PIL ad alta intensità di scambi (ad esempio gli investimenti) a vantaggio di altre componenti quali i consumi pubblici e che il calo delle esportazioni ha esacerbato quello del commercio poiché entrambi presentano un alto contenuto di importazioni. La crisi finanziaria e il concomitante shock di fiducia hanno inoltre indotto le imprese a ridurre bruscamente le scorte e la spesa per beni di investimento. Di conseguenza, l'interscambio di beni intermedi e di investimento è calato molto di più di quello di beni di consumo e ciò ha dato origine agli andamenti difformi del commercio rispetto al PIL.

In secondo luogo la maggiore reattività dell'interscambio alle oscillazioni della domanda può essere anche spiegata in parte dalle modifiche strutturali connesse al processo di globalizzazione. L'evidenza empirica mostra che l'elasticità del commercio mondiale al reddito internazionale è aumentata negli ultimi decenni. Si ritiene inoltre che la reazione dell'interscambio sia ancora più elevata nelle fasi di rallentamento mondiale². Ciò è in parte riconducibile al fatto che la tendenza verso la globalizzazione ha accelerato negli ultimi anni e in particolare che

1 Secondo la banca dati del CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, agli inizi del 2009 oltre il 90 per cento dei paesi ha segnalato un calo delle esportazioni in termini di valore superiore al 5 per cento sul trimestre precedente, mentre quasi il 15 per cento ha dichiarato una flessione superiore al 20 per cento.

2 Cfr. Freund, C. (2009), "The trade response to global downturns: historical evidence", *World Bank Policy Research Working Paper*, n. 5015.

è cresciuto il ruolo delle catene produttive mondiali nel commercio internazionale. La globalizzazione dei processi produttivi – agevolata dalla riduzione complessiva delle barriere agli scambi e dei costi di trasporto – ha fatto crescere notevolmente negli ultimi anni l'integrazione verticale della produzione (cfr. figura B)³, che si ritiene che abbia rappresentato circa un terzo della crescita totale delle esportazioni negli ultimi 20-30 anni⁴. Ciò vuol dire che i beni sono oggi prodotti attraverso reti internazionali complesse, con imprese in paesi diversi che lavorano alle varie fasi di produzione di un medesimo bene in una catena produttiva internazionale. Queste catene sempre più complesse potrebbero avere agito da ulteriore meccanismo di propagazione, se non addirittura di amplificazione, del recente calo del commercio. Ciò sarebbe altresì coerente con la forte caduta degli scambi di beni intermedi menzionata in precedenza. Tuttavia, per l'assenza di statistiche tempestive, non è ancora completamente chiaro il modo in cui le catene produttive transfrontaliere si sono evolute in risposta alla crisi finanziaria e quale potrebbe essere stato il loro contributo relativo al crollo degli scambi.

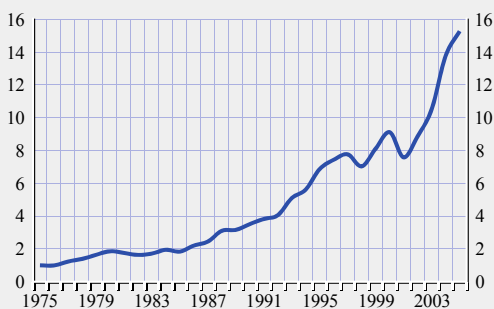
Infine, esistono diversi altri fattori che verosimilmente hanno svolto un ruolo di rilievo. Ad esempio, il rapido inasprimento dei criteri per l'erogazione dei prestiti a seguito delle turbolenze finanziarie ha generato una carenza di crediti commerciali che potrebbe avere depresso ulteriormente gli scambi. Ciò potrebbe a sua volta avere creato strozzature nelle catene produttive internazionali, aggravando la flessione del commercio. La Banca mondiale stima che il forte ridimensionamento dei prestiti commerciali potrebbe essere all'origine di circa il 10-15 per cento del calo dell'interscambio mondiale dalla seconda metà del 2008. Tuttavia, le indagini congiunturali recenti indicano altresì che la flessione dei prestiti commerciali è connessa sia alle turbative dal lato dell'offerta sia alla minore domanda di tali prestiti, in relazione a un calo dell'attività di scambio.

3 Cfr. Amador, J. e S. Cabral (dicembre 2009), "Vertical specialisation across the world: a relative measure", *North American Journal of Economics and Finance*, 20 (3), pagg. 267-280.

4 Cfr. D. Hummels et al. (2001), "The nature and growth of vertical specialisation in world trade", *Journal of International Economics*, 54 (1), pagg. 75-96.

Figura B Indicatore dell'integrazione verticale dell'offerta mondiale

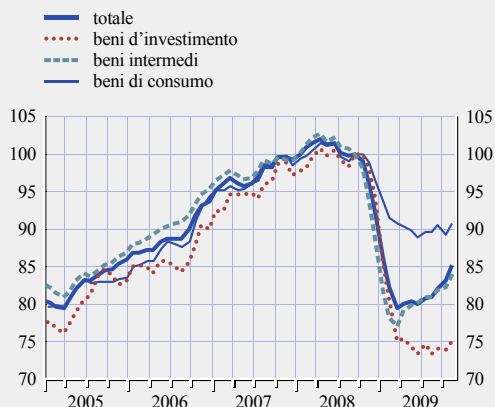
(indice: 1975=1)



Fonte: Amador e Cabral (cfr. la nota 3 del riquadro).

Figura C Esportazioni di beni all'esterno dell'area dell'euro per prodotto

(indici in volume: settembre 2008 = 100; dati destagionalizzati; media mobile a tre mesi)



Fonti: Eurostat, esperti della BCE.
Nota: l'ultima rilevazione si riferisce a novembre 2009.

In linea con gli andamenti dell'interscambio mondiale, anche nell'area dell'euro i flussi commerciali sono diminuiti notevolmente all'intensificarsi delle turbolenze finanziarie. Le esportazioni di beni verso l'esterno dell'area sono scese di circa il 19 per cento tra settembre 2008 e febbraio 2009. Il calo è stato più pronunciato nei confronti degli altri Stati membri dell'UE e delle economie avanzate e più tardivo nel caso delle economie emergenti. In termini di composizione, le esportazioni di beni di investimento e intermedi sono diminuite entrambe di oltre il 20 per cento mentre quelle di beni di consumo (anche durevoli) hanno perso l'11 per cento circa (cfr. figura C).

Situazione attuale e prospettive future

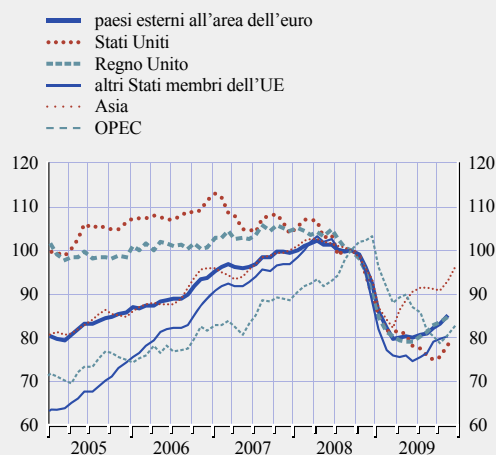
Dopo la forte contrazione nel periodo a cavallo tra il 2008 e il 2009, l'interscambio mondiale evidenzia crescenti segnali di stabilizzazione. Nel terzo trimestre del 2009 il commercio internazionale di beni è aumentato del 4 per cento, contro un calo di circa l'11 per cento nel primo trimestre dello stesso anno. Tale risultato è ascrivibile all'impatto fortemente positivo di fattori temporanei quali i piani di stimolo macroeconomico, che hanno favorito la domanda di beni durevoli e in particolare di autovetture. Anche il ciclo favorevole delle scorte dopo la ripresa dell'attività manifatturiera e la graduale riattivazione delle catene produttive mondiali hanno contribuito alla ripresa dell'interscambio internazionale.

Il recupero dei flussi commerciali è stato trainato principalmente dall'Asia e, più in particolare, dalla forte ripresa della domanda della Cina, probabilmente connessa in larga parte alle azioni di stimolo fiscale. Le esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro hanno altresì tratto beneficio dalla maggiore domanda proveniente dall'Asia, che ha in parte compensato la perdurante debolezza della domanda di gran parte delle economie avanzate (cfr. figura D). La scomposizione per categoria merceologica mostra che il miglioramento è stato più pronunciato nel segmento dei beni intermedi, grazie in parte all'inversione del ciclo delle scorte al di fuori dell'area dell'euro.

In linea con gli andamenti recenti, le prospettive per l'interscambio mondiale e le esportazioni dell'area dell'euro sono migliorate notevolmente negli ultimi tempi. È possibile che le catene produttive a livello mondiale contribuiscano ad amplificare la ripresa del commercio attraverso i medesimi meccanismi che ne hanno apparentemente esacerbato la contrazione. Tuttavia, la natura temporanea di alcuni dei fattori alla base di questo recupero dell'attività economica segnala la possibilità che questo andamento – e di conseguenza anche la ripresa dell'interscambio – perda slancio nei prossimi trimestri. In un'ottica di più lungo periodo, la ripresa del commercio mondiale dipenderà in larga misura dall'entità di quella della domanda internazionale e dalla composizione della spesa. In questo senso, una

Figura D Esportazioni di beni all'esterno dell'area dell'euro per destinazione

(indici in volume: settembre 2008 = 100; dati destagionalizzati; media mobile a tre mesi)



Fonti: Eurostat, esperti della BCE.

Nota: l'ultima rilevazione si riferisce a dicembre 2009, tranne che per i paesi esterni all'area dell'euro, per il Regno Unito e per gli altri Stati membri dell'UE (novembre 2009).

recrudescenza delle spinte protezionistiche in tutto il mondo rischia di peggiorare le prospettive per l'interscambio mondiale. Date le implicazioni destabilizzanti per l'economia mondiale, come è apparso evidente durante la Grande Depressione, occorre evitare con fermezza l'adozione di misure protezionistiche. Tali misure, oltre a pregiudicare in modo significativo il processo di ripresa su scala internazionale, ostacolando ulteriormente i flussi commerciali e la domanda mondiale, ridurrebbero anche il potenziale di crescita globale nel lungo periodo⁵.

5 Cfr. il riquadro 1, *I rischi del protezionismo*, nel numero di settembre 2009 del Bollettino mensile.

STATI UNITI

L'attività economica è stata debole negli Stati Uniti e nell'insieme del 2009 si è ridotta del 2,4 per cento, contro una crescita dello 0,4 per cento nel 2008. Il tasso di variazione del PIL in termini reali sul periodo precedente è stato negativo nei primi due trimestri dell'anno, dopo il brusco rallentamento della seconda metà del 2008. La graduale stabilizzazione delle condizioni nei mercati finanziari, le consistenti misure di stimolo monetario e fiscale e l'inversione del ciclo delle scorte nel corso del 2009 hanno tuttavia determinato un ritorno a tassi di crescita economica positivi nella seconda metà dell'anno. La spesa interna del settore privato è rimasta contenuta nella prima metà del 2009 in un contesto caratterizzato da condizioni di credito restrittive, da famiglie che fanno fatica a ricostituire la ricchezza netta e ridurre il debito accumulato negli anni precedenti nonché da un peggioramento delle condizioni sul mercato del lavoro (nel 2008 e 2009 il numero di posti di lavoro si è ridotto di oltre 8,4 milioni di unità). Le azioni di stimolo del governo hanno fornito un sostegno temporaneo alla domanda privata, soprattutto nel settore automobilistico e in quello delle abitazioni. Le imprese hanno continuato a ridimensionare gli investimenti fissi in presenza di condizioni creditizie tese, di un ridotto tasso di utilizzo della capacità produttiva e di prospettive economiche incerte. L'attività nel mercato delle abitazioni ha iniziato a riprendersi alla metà del 2009 grazie alle azioni di stimolo del governo, ma la ripresa è stata ancora frenata da sostanziali influssi negativi. Le esportazioni sono state deboli agli inizi del 2009, per il rallentamento dell'attività economica negli altri paesi. Ciò nonostante,

il commercio estero ha fornito un contributo positivo alla crescita poiché le importazioni sono diminuite più delle esportazioni. Tuttavia, sia le esportazioni sia le importazioni hanno recuperato nella seconda parte dell'anno. Il disavanzo del conto corrente si è nel complesso ridotto fortemente, dal 4,9 per cento del PIL nel 2008 al 2,9 per cento nella media dei primi tre trimestri del 2009, principalmente come risultato del calo della domanda interna e dei corsi petroliferi.

Per quanto riguarda i prezzi, il tasso di variazione dell'indice dei prezzi al consumo (IPC) è sceso a una media di -0,4 per cento per l'insieme del 2009 (dal 3,8 per cento del 2008). L'inflazione complessiva misurata sull'IPC è passata in territorio negativo agli inizi dell'anno, di riflesso ai forti effetti base derivanti dai ribassi delle materie prime, per poi riportarsi al di sopra dello zero nell'ultima parte del 2009 dato l'aumento dei corsi delle materie prime e l'inversione degli effetti base. Il minor grado di utilizzo della capacità produttiva ha contenuto le spinte al rialzo sui prezzi. Anche il tasso di inflazione calcolato al netto dei prodotti alimentari ed energetici ha subito un calo moderato nel 2009, ma è rimasto in territorio positivo a una media dell'1,7 per cento nell'insieme dell'anno (contro il 2,3 per cento del 2008).

Il Federal Open Market Committee del Federal Reserve System ha mantenuto inalterato l'obiettivo per il tasso sui Federal Fund entro un intervallo compreso tra lo zero e lo 0,25 per cento per tutto l'anno e ha ribadito che ciò anticipava condizioni economiche che avrebbero probabilmente giustificato livelli straordinariamente bassi del tasso ufficiale per un

periodo prolungato. Inoltre la Federal Reserve ha esteso il ricorso a misure non convenzionali per promuovere i flussi di credito al settore privato e ha varato programmi di acquisto di titoli a più lunga scadenza per sostenere il funzionamento dei mercati creditizi.

Con riferimento alla politica di bilancio, durante l'esercizio finanziario 2009 (terminato nel settembre 2009) il disavanzo federale è salito a circa il 10 per cento del PIL (dal 3,2 per cento dell'anno precedente). Ciò ha riflesso il forte calo delle entrate dovuto al minore gettito tributario e al sostanziale incremento della spesa come conseguenza di politiche fiscali volte a sostenere il sistema finanziario e l'economia.

GIAPPONE

In Giappone l'attività economica si è significativamente deteriorata nel primo trimestre del 2009, per poi riprendersi nel secondo. La fase congiunturale negativa è stata connessa in larga misura al calo inedito delle esportazioni e della produzione. Il successivo miglioramento è stato trainato soprattutto dal recupero delle esportazioni, che ha riflesso in parte la robusta ripresa di altre economie asiatiche e l'inversione del ciclo delle scorte. Ha inoltre tratto sostegno dai pacchetti di stimolo fiscale interni ed esterni.

Il clima di fiducia delle imprese è moderatamente migliorato a partire dal secondo trimestre del 2009, ma gli utili societari sono rimasti bassi e il reddito dei lavoratori salariati è diminuito sostanzialmente. In aggiunta, il tasso di disoccupazione ha raggiunto un massimo storico al 5,7 per cento in luglio, per poi scendere lievemente.

L'inflazione al consumo sui 12 mesi è passata in territorio negativo a febbraio 2009, raggiungendo un minimo a -2,5 per cento in ottobre. Gli andamenti dei prezzi hanno riflesso in larga parte gli effetti base connessi ai prodotti petroliferi e il livello persistentemente elevato di capacità inutilizzata. A dicembre la Banca del Giappone ha annunciato che considerava la deflazione una "sfida di importanza cruciale".

Da dicembre 2008 e per tutto il 2009 la Banca del Giappone ha mantenuto invariato allo 0,1 per cento il *call rate* sui depositi *overnight* non garantiti da collaterale. Per stimolare l'economia, ha continuato a ricorrere a misure non convenzionali di politica monetaria quali gli acquisti in via definitiva di titoli di Stato giapponesi e l'estensione dell'elenco di attività stanziabili.

PAESI EMERGENTI DELL'ASIA

Nel 2009 i paesi emergenti dell'Asia hanno evidenziato una notevole tenuta di fronte al rallentamento mondiale. Durante il primo trimestre il crollo del commercio estero ha determinato tassi di variazione del PIL in termini reali negativi nelle economie orientate alle esportazioni di Hong Kong, Corea, Malesia, Singapore, Taiwan e Thailandia. Nello stesso periodo Cina, India e Indonesia hanno invece registrato una crescita più modesta ma ancora positiva. Sostenuti dai consistenti pacchetti di stimolo fiscale e da politiche monetarie espansive, i paesi emergenti dell'Asia hanno iniziato a riprendersi nel secondo trimestre registrando una crescita annua del PIL in termini reali pari al 5,7 per cento.

Nel 2009 l'inflazione al consumo è diminuita considerevolmente in gran parte dei paesi emergenti dell'Asia. Solo l'India ha registrato un'ascesa dei prezzi dei beni alimentari verso la fine dell'anno, che ha provocato un sensibile movimento al rialzo dell'indice dei prezzi all'ingrosso utilizzato come misura dei prezzi preferita dalla Reserve Bank of India. Grazie al pronunciato miglioramento del quadro macroeconomico dei paesi emergenti dell'Asia a partire dal secondo trimestre 2009 e al graduale aumento della propensione al rischio degli investitori, i capitali esteri (soprattutto investimenti di portafoglio) hanno iniziato a riaffluire in queste economie in marzo determinando una costante ripresa nei mercati obbligazionari e azionari locali. In molti paesi, i maggiori afflussi di capitali hanno coinciso con sostanziali avanzi di conto corrente, che hanno dato origine a forti spinte al rialzo sui tassi di cambio.

In Cina l'espansione del PIL in termini reali si è ridotta solo lievemente, dal 9,6 per cento nel 2008 all'8,7 nel 2009. La tenuta della crescita a fronte del rallentamento dell'economia mondiale si spiega con diversi fattori. In primo luogo, le autorità cinesi hanno reagito in modo tempestivo alla crisi. Il pacchetto di stimolo fiscale da 4.000 miliardi di renminbi e i maggiori incentivi al consumo, assieme a una politica monetaria espansiva e a una forte crescita del credito, hanno concorso alla crescita degli investimenti in infrastrutture – pari al 90 per cento nel 2009 – e alla tenuta dei consumi privati. In secondo luogo, per il livello relativamente basso del contenuto di valore aggiunto delle esportazioni cinesi (il contenuto in termini di beni importati delle esportazioni cinesi è, infatti, relativamente elevato), l'impatto diretto del rallentamento delle esportazioni su scala mondiale è stato meno forte. Nel 2009 l'avanzo commerciale ha registrato un calo (in dollari) del 33 per cento rispetto al 2008, principalmente come risultato di fattori temporanei. Infine, date le restrizioni vigenti ai flussi in entrata e in uscita per investimenti di portafoglio, i bilanci bancari non sono stati colpiti in misura sostanziale e i deflussi di capitale sono rimasti limitati mitigando di conseguenza gli effetti sugli investimenti e i consumi interni. L'inflazione al consumo sui 12 mesi è stata negativa tra febbraio e ottobre 2009 a causa di effetti base, in presenza di pressioni di fondo sui prezzi ancora moderate. Dal secondo trimestre del 2009 gli afflussi di capitali sono tornati sui livelli antecedenti la crisi e le riserve valutarie hanno continuato a crescere rapidamente, raggiungendo 2.400 miliardi di dollari statunitensi a fine anno.

AMERICA LATINA

In America latina l'attività economica ha subito una netta contrazione nella prima metà del 2009, seguendo un profilo molto simile a quello dell'economia mondiale. Il PIL in termini reali per il complesso della regione ha registrato un calo del 2,8 per cento sul periodo corrispondente nel primo trimestre del 2009 e del 3,9 nel secondo (anche se è cresciuto dello 0,4 per cento rispetto al periodo precedente nel secondo trimestre). Nella regione nel suo insieme, la

flessione dell'attività economica nella prima metà del 2009 è stata la più netta dal 1980 (anno di inizio della rilevazione delle statistiche trimestrali), anche se molti singoli paesi hanno registrato recessioni di maggiore gravità nel corso degli ultimi tre decenni. Contrariamente a quanto osservato per gli episodi passati, tuttavia, la forte correzione in termini reali non ha determinato una crisi finanziaria nella regione.

Nel corso del secondo trimestre 2009 l'aumento dei prezzi delle materie prime e della domanda – assieme alle politiche di stimolo fiscale e monetario – ha iniziato a sostenere la ripresa, seppur a ritmi lievemente eterogenei nelle diverse economie. In Brasile il recupero è stato particolarmente rapido, grazie in parte alla relativa solidità del mercato del lavoro, alle azioni di stimolo fiscale e al riuscito allentamento delle condizioni creditizie restrittive conseguenti alla crisi finanziaria internazionale. In Messico la serie di shock che ha colpito il paese (tra cui il calo delle rimesse e l'influenza suina), la maggiore esposizione agli Stati Uniti, il deciso deterioramento del mercato del lavoro e la relativa vischiosità dell'inflazione contribuiscono per contro a spiegare la maggiore intensità e durata della correzione. Al tempo stesso, le spinte inflazionistiche hanno continuato ad attenuarsi nell'insieme dell'America latina e questo ha indotto le banche centrali della regione ad allentare le condizioni monetarie per tutta la prima metà dell'anno. Inoltre l'FMI ha approvato l'accesso di Messico e Colombia alla nuova *Flexible Credit Line*, rispettivamente per 31,6 e 7 miliardi di DSP. In presenza di un graduale miglioramento delle condizioni finanziarie mondiali e di un ritorno della propensione al rischio, i differenziali sui *credit default swap* sul debito sovrano dell'America latina si sono ristretti, i corsi azionari sono notevolmente aumentati e i flussi finanziari hanno registrato una ripresa. Ciò ha determinato un apprezzamento delle monete della regione, che in alcuni casi è stato tuttavia limitato per l'intervento delle rispettive banche centrali. Allo stesso tempo paesi quali il Brasile e il Perù hanno introdotto alcune forme di controllo sui capitali.

RIPRESA DEI CORSI DELLE MATERIE PRIME NEL 2009

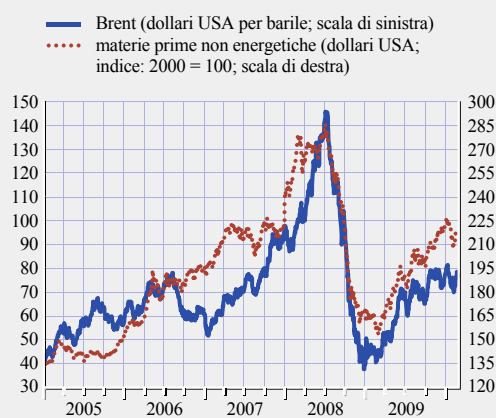
Dopo essere bruscamente diminuiti nella seconda metà del 2008, i corsi petroliferi si sono stabilizzati nel primo trimestre del 2009 e successivamente hanno iniziato a crescere. A fine 2009 il prezzo del greggio di qualità Brent era quotato a 77,8 dollari al barile. Misurato in euro, si tratta di un livello più o meno corrispondente a quello osservato agli inizi del 2006. Nell'insieme dell'anno il prezzo medio del greggio di qualità Brent è stato pari a 62,5 dollari al barile, inferiore del 36,4 per cento alla media del 2008.

Nel primo trimestre del 2009 le quotazioni petrolifere sono rimaste su livelli bassi per l'impatto della crisi finanziaria e il conseguente rallentamento economico, che ha avuto un effetto fortemente negativo sulle prospettive della domanda. Di fronte a una contrazione così massiccia di quest'ultima, l'OPEC ha reagito con prontezza riducendo notevolmente i suoi contingenti e i paesi membri hanno rispettato le riduzioni concordate. Sullo sfondo di questa sostanziale caduta dell'offerta e dell'atteggiamento meno pessimistico verso le prospettive per l'economia mondiale, nel secondo trimestre i corsi del petrolio hanno iniziato a riprendersi.

Il rallentamento economico ha dato origine a un netto deterioramento delle aspettative per la domanda di greggio nel 2009. La contrazione, pur forte (soprattutto nelle economie sviluppate), è risultata molto inferiore alle attese. Ciò vale in particolare per le economie emergenti, nelle quali gli stimoli fiscali hanno generalmente comportato un forte investimento in termini di risorse. Di conseguenza, a partire da maggio 2009, l'Agenzia internazionale per l'energia ha rivisto ripetutamente al rialzo le sue proiezioni per la domanda nel 2009 e 2010. Il miglioramento delle prospettive della domanda costituisce uno dei fattori alla base degli aumenti dei prezzi nel corso dell'anno.

Le quotazioni delle materie prime non energetiche hanno seguito un profilo analogo (cfr. figura 3). Quelle dei metalli, e in

Figura 3 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



Fonti: Bloomberg e Hamburg Institute of International Economics.

particolare del rame, hanno registrato aumenti significativi che sono stati altresì sorretti dagli acquisti connessi al massiccio pacchetto di stimolo, orientato alle infrastrutture, introdotto dal governo cinese. Anche i corsi delle derrate alimentari sono cresciuti, sebbene in misura inferiore, trainati in particolare dallo zucchero. In termini aggregati, nel 2009 i prezzi in dollari statunitensi delle materie prime non energetiche sono scesi in media del 22 per cento circa rispetto all'anno precedente.

2.2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

IL RITMO DELL'ESPANSIONE MONETARIA DI FONDO SI È RIDOTTO NEL CORSO DELL'ANNO

Il ritmo dell'espansione monetaria di fondo, che coglie l'andamento tendenziale dei dati monetari rilevanti ai fini della segnalazione dei rischi per la stabilità dei prezzi, si è ulteriormente ridotto nel corso del 2009¹. Tale evoluzione si è riflessa nei cali pressoché paralleli osservati nei tassi di crescita sui 12 mesi dell'aggregato monetario ampio M3 e dei prestiti delle IFM al settore privato: alla fine dell'anno questi si sono

¹ Per una spiegazione del concetto di "espansione monetaria di fondo", cfr. il riquadro *La dinamica monetaria di fondo: impianto concettuale e descrizione quantitativa* nel numero di maggio 2009 del Bollettino mensile.

collocati rispettivamente al -0,3 e al -0,1 per cento, su livelli notevolmente inferiori rispetto al 7,6 e al 5,7 per cento di fine 2008 e ai livelli di circa l'11 per cento circa rilevati a fine 2007 (cfr. figura 4).

La protratta diminuzione della crescita sui 12 mesi di M3 nel corso dell'anno ha rispecchiato in larga misura il marcato impatto al ribasso dell'inclinazione particolarmente accentuata della curva dei rendimenti, che ha favorito le riallocazioni da attività monetarie a favore di attività a più lungo termine non comprese in M3. Di conseguenza, l'andamento monetario complessivo nel 2009 ha sottostimato il ritmo dell'espansione monetaria di fondo. Si tratta sostanzialmente di un'inversione della situazione del 2008, quando l'impatto del profilo piatto della curva dei rendimenti ha mantenuto la crescita di M3 al di sopra del tasso di espansione tendenziale dell'aggregato monetario ampio.

Alla base del costante calo osservato nel 2009 dei tassi di incremento sui 12 mesi dell'aggregato monetario e di quello creditizio si cela il fatto che l'acuirsi delle tensioni nei mercati finanziari dopo il fallimento di Lehman Brothers a metà settembre 2008 è stato accompagnato da variazioni

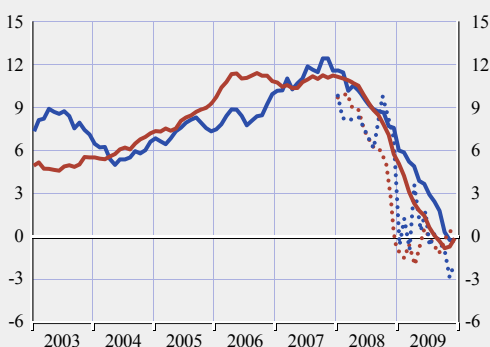
piuttosto brusche degli andamenti monetari. In seguito a tale evento, i tassi di crescita di più breve periodo (tassi di crescita a tre mesi espressi in ragione d'anno) di M3 e dei prestiti al settore privato hanno evidenziato oscillazioni piuttosto erratiche intorno allo zero per gran parte del 2009. Tuttavia, se si considerano le informazioni desunte dagli andamenti dei diversi settori e di ogni singola componente e contropartita di M3, sembra che alla brusca diminuzione osservata alla fine del 2008 e agli inizi del 2009 nella crescita di M3 e dei prestiti non abbia corrisposto un calo altrettanto netto dell'espansione monetaria di fondo.

Inoltre, i tassi negativi di variazione sui 12 mesi registrati nel 2009 per M3 e per i prestiti andrebbero considerati a fronte del contesto degli elevati livelli di liquidità monetaria e di indebitamento accumulatisi negli anni precedenti alle turbolenze finanziarie. Si deve pertanto reputare normale un certo riassorbimento di tali livelli. Tale riassorbimento potrebbe aver generato una discesa dei tassi di crescita di M3 e dei prestiti più marcata e prolungata rispetto a quanto atteso, ad esempio, sulla base degli andamenti dell'attività economica o dei tassi di interesse.

Figura 4 M3 e prestiti al settore privato

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

- M3 (tasso di crescita sui dodici mesi)
- M3 (tasso di crescita sui tre mesi espresso in ragione d'anno)
- prestiti al settore privato (tasso di crescita sui dodici mesi)
- prestiti al settore privato (tasso di crescita sui tre mesi espresso in ragione d'anno)



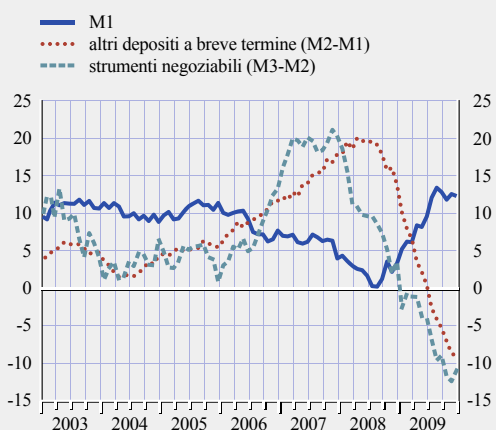
Fonte: BCE.

L'ANDAMENTO DELLE COMPONENTI DI M3 HA RISPINTO PRINCIPALMENTE DELL'ACCENTUATA INCLINAZIONE DELLA CURVA DEI RENDIMENTI

Il calo osservato nella crescita sui 12 mesi di M3 nel corso del 2009 ha celato un grado piuttosto elevato di eterogeneità fra le principali componenti (cfr. figura 5). La flessione è riconducibile soprattutto a tassi di incremento sempre più negativi per i depositi a breve termine diversi da quelli *overnight* (M2-M1) e per gli strumenti negoziabili (M3-M2), che in dicembre si sono collocati rispettivamente al -9,1 e al -11,0 per cento. Dall'altro lato, il tasso di crescita di M1 si è significativamente rafforzato per situarsi nello stesso mese su un livello molto elevato pari al 12,3 per cento. L'eterogeneità della crescita tra le varie componenti di M3 è dovuta al basso livello dei tassi di interesse e ai differenziali sempre più contenuti tra i tassi di interesse corrisposti sulle varie attività monetarie.

Figura 5 Principali componenti di M3

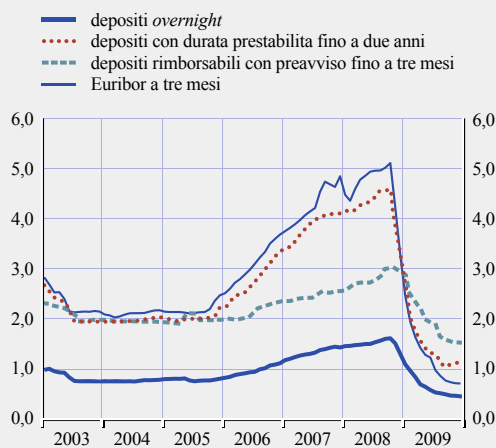
(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

Figura 6 Tassi di interesse delle IFM sui depositi a breve termine e tassi di interesse del mercato monetario

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

Di conseguenza, il costo opportunità di detenere attività più liquide era contenuto, determinando una riallocazione di fondi dai depositi a termine a breve scadenza (depositi con durata prestabilita fino a due anni) e dagli strumenti negoziabili a favore dei depositi *overnight*. Vi sono state però anche ricomposizioni a favore dei depositi a risparmio a breve termine (depositi rimborsabili con preavviso non superiore a tre mesi), poiché la loro remunerazione è rimasta in qualche misura migliore rispetto ai depositi a termine a breve scadenza (cfr. figura 6). Questa sostituzione all'interno di M3 si è sommata alle riallocazioni verso attività non comprese in M3 indotte dall'accentuata inclinazione della curva dei rendimenti.

La notevole riduzione apportata dalle banche a fine 2008 alla remunerazione dei depositi a breve termine e agli strumenti negoziabili riflette anche il fatto che esse hanno avuto accesso a ulteriori fonti di finanziamento. In particolare, le pressioni sul finanziamento di breve periodo sono state in larga misura attenuate dall'offerta da parte dell'Eurosistema di liquidità di banca centrale; gli istituti inoltre sono riusciti ad attrarre finanziamenti a più lungo termine nel contesto dell'accentuata inclinazione della curva dei rendimenti e a usufruire del sostegno offerto

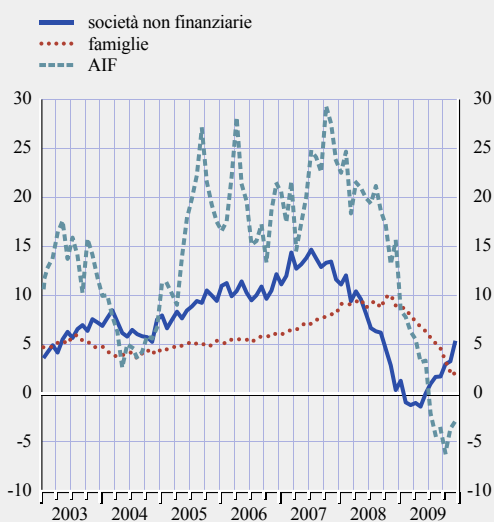
dalle garanzie statali a copertura dell'emissione di titoli di debito.

LE DISPONIBILITÀ MONETARIE PER SETTORE RIFLETTONO L'IMPATTO DEL CICLO ECONOMICO

Il calo osservato nella crescita sui 12 mesi di M3 ha altresì celato andamenti in parte divergenti delle disponibilità monetarie dei singoli settori. L'aggregazione più ampia delle componenti di M3 per cui vengono segnalate informazioni per settore è costituita dai depositi a breve termine e dalle operazioni pronti contro termine (in seguito denominati "depositi di M3"). Il tasso di incremento dei depositi di M3 delle famiglie è sceso nel corso dell'anno e a dicembre si è collocato all'1,9 per cento, dal 9,0 di fine 2008 (cfr. figura 7). Per contro, il tasso di variazione dei depositi di M3 delle società non finanziarie è diminuito solo fino a metà 2009 (diventando anche temporaneamente negativo in lieve misura), per poi rafforzarsi di nuovo durante la seconda metà dell'anno e situarsi al 5,4 per cento in dicembre. Questi andamenti divergenti sono stati in linea con l'evoluzione del ciclo economico. A questo riguardo, il calo relativamente graduale del tasso di crescita dei depositi di M3 delle famiglie (rispetto al rafforzamento osservato per le società non finanziarie) rispecchia il fatto che il reddito

Figura 7 Depositi per settore

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



Fonte: BCE.

disponibile delle famiglie è in genere più stabile dell'attività economica. Al contrario, i flussi di cassa delle imprese tendono a migliorare nelle fasi iniziali del ciclo economico e possono quindi essere impiegati per creare riserve di liquidità finalizzate al finanziamento della produzione e delle attività di investimento in previsione di un miglioramento del contesto economico.

La graduale diminuzione registrata nel 2009 del tasso di incremento sui 12 mesi dei depositi di M3 delle famiglie ha rispecchiato anche in maniera considerevole la maggiore inclinazione della curva dei rendimenti e i miglioramenti osservati nei mercati azionari, che hanno indotto le famiglie a trasferire fondi dai depositi di M3 ad attività di più lungo termine e forse più rischiose non comprese in M3. Queste riallocazioni potrebbero aver celato aumenti delle disponibilità monetarie detenute a scopo precauzionale sulla scorta dell'incertezza economica e finanziaria seguita al fallimento di Lehman Brothers. Tuttavia, dal momento che questa incertezza ha riguardato la situazione nel settore bancario e la sicurezza dei depositi bancari, molte di queste disponibilità aggiuntive

potrebbero aver assunto la forma di depositi a più lungo termine non compresi in M3 a seguito della concessione delle garanzie statali sui depositi bancari.

Il tasso di crescita sui 12 mesi dei depositi di M3 detenuti dagli intermediari finanziari non monetari diversi dalle società di assicurazione e dai fondi pensione (altri intermediari finanziari, AIF) è ulteriormente diminuito nel 2009, scendendo di oltre 18 punti percentuali e collocandosi a dicembre al -2,9 per cento. Si può spiegare questa marcata flessione con il fatto che in genere gli AIF reagiscono rapidamente alle variazioni del profilo dei tassi di interesse, nonché con la contrazione dell'attività di cartolarizzazione, che comporta la creazione di depositi detenuti dagli AIF presso le IFM che originano i prestiti cartolarizzati.

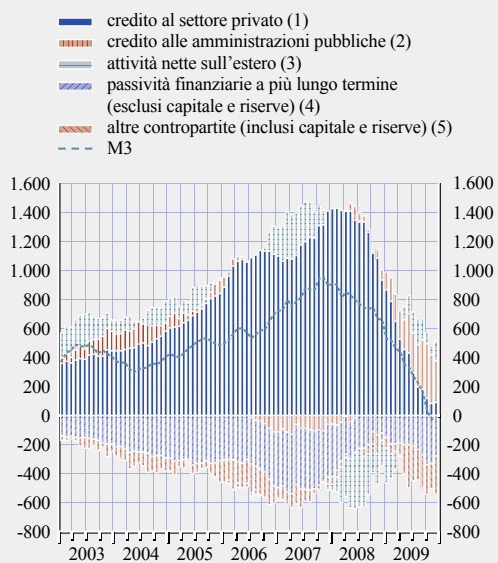
LA CRESCITA DEL CREDITO AL SETTORE PRIVATO È NETTAMENTE DIMINUITA

Dal lato delle contropartite di M3, il tasso di crescita sui 12 mesi del credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro è ulteriormente calato nel 2009, portandosi al 2,4 per cento in dicembre dal 6,9 di un anno prima (cfr. figura 8). L'andamento ha rispecchiato principalmente una flessione significativa del tasso di incremento del credito al settore privato, mentre l'espansione di quello erogato alle amministrazioni pubbliche è aumentata in misura considerevole.

L'accelerazione del credito alle amministrazioni pubbliche è riconducibile principalmente ai marcati aumenti nel corso dell'anno delle consistenze in titoli di Stato detenute dalle IFM. Dato l'attuale profilo dei tassi di interesse, i titoli di Stato sono stati considerati un'opportunità di investimento appetibile e liquida nel contesto di una debole domanda di prestiti da parte del settore privato e di un maggiore rischio di insolvenza dei prenditori percepito dalle banche. Questi titoli inoltre hanno costituito un'opportunità di investimento sicura, facilmente stanziabile a garanzia delle operazioni di liquidità dell'Eurosistema. Allo stesso tempo, l'emissione dei titoli di Stato è aumentata significativamente nel 2009.

Figura 8 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 riportata come riferimento ($M3=1+2+3-4+5$). 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.

Al contrario, il tasso di crescita sui 12 mesi del credito al settore privato è diminuito notevolmente nell'arco dell'anno, registrando un modesto 0,7 per cento in dicembre. L'andamento ha rispecchiato le flessioni registrate nei tassi di incremento dei titoli di debito emessi dal settore privato e dei prestiti concessi allo stesso comparto. Il tasso di incremento delle consistenze detenute dalle IFM in titoli del settore privato diversi da azioni è diminuito con il venir meno dell'effetto delle attività di autocartolarizzazione su vasta scala condotte alla fine del 2008 e agli inizi del 2009². Questa pratica ha acquisito una rilevanza particolare nel quarto trimestre del 2008, quando la BCE ha adottato, per le operazioni volte a offrire liquidità di banca centrale, la procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi. Nel 2009, a seguito di queste nuove consistenze in titoli e del significativo accumulo di titoli di Stato nel corso dell'anno, le IFM dell'area dell'euro non hanno sentito

l'esigenza di creare ulteriori garanzie e, pertanto, le attività di autocartolarizzazione sono diventate sempre meno frequenti.

Il tasso di incremento sul periodo corrispondente dei prestiti delle IFM al settore privato, principale componente del credito erogato a questo comparto, è ulteriormente diminuito nel 2009, diventando lievemente negativo nel quarto trimestre dell'anno. La dinamica a breve termine rivela che il costante calo del tasso di crescita sul periodo corrispondente osservato nel 2009 è ascrivibile alla marcata flessione osservata nel quarto trimestre del 2008 e ai flussi contenuti registrati durante l'intero 2009. In effetti, il tasso di incremento sui tre mesi espresso in ragione d'anno ha oscillato attorno al -0,5 per cento per tutto il 2009 (cfr. figura 4). Il quadro non cambia se si considera l'impatto al ribasso della rimozione dei prestiti dai bilanci nel contesto delle attività di cartolarizzazione, sebbene la correzione per questo effetto impedisca sia al tasso sul periodo corrispondente sia quello a breve termine di scendere al di sotto dello zero. Ciò nonostante, la differenza tra i tassi di crescita corretti e non corretti, benché significativa agli inizi del 2009, è costantemente diminuita nel corso dell'anno, rispecchiando il calo dell'attività di cartolarizzazione.

La decelerazione complessiva dei prestiti al settore privato ha riguardato tutti i vari settori debitori, pur celando anche una certa eterogeneità nei loro andamenti. Dopo essere diminuito marcatamente nel quarto trimestre del 2008, il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti alle famiglie è diminuito a un ritmo più moderato nel primo trimestre del 2009 e in seguito è rimasto sostanzialmente stabile su livelli prossimi allo zero, con un lieve incremento verso la fine dell'anno. Il miglioramento va ricondotto principalmente all'andamento dei mutui per l'acquisto di abitazioni. Al contrario, il tasso di incremento sui 12 mesi dei prestiti alle società non finanziarie è notevolmente diminuito per tutto l'anno, scendendo dal

² Per "autocartolarizzazione" si intende la pratica secondo la quale i titoli creati nel processo tradizionale di cartolarizzazione *pro soluto* sono riacquistati almeno in parte dall'IFM *originator*.

9,5 per cento del dicembre 2008 al -2,2 per cento del dicembre 2009. Il calo, seppur osservato per tutte le scadenze, è stato più evidente per le scadenze più brevi e solo la dinamica dei prestiti a lungo termine (con scadenza superiore a cinque anni) è rimasta positiva durante tutto l'anno. La contrazione registrata dalle consistenze in essere di prestiti a breve termine potrebbe rispecchiare la notevole riduzione dei volumi degli scambi e dei livelli delle scorte nel 2009. Inoltre, le società non finanziarie potrebbero, in parte, aver preferito prestiti bancari a lungo termine e a tasso fisso nell'intento di assicurarsi l'attuale basso livello dei tassi di interesse. Allo stesso tempo, in presenza di un'accresciuta incertezza, le imprese che hanno accesso al finanziamento sul mercato potrebbero aver deciso di ridurre la propria dipendenza dalle banche intensificando il ricorso al mercato, dati i differenziali contenuti tra i tassi sui titoli emessi dalle società non finanziarie e quelli sui prestiti delle IFM.

Gli andamenti dei prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie sarebbero in linea con l'esperienza storica. Le variazioni del tasso di crescita dei prestiti alle famiglie tendono a coincidere con i punti di svolta della crescita del PIL in termini reali, oppure ad anticiparli leggermente, mentre i prestiti alle società non finanziarie tendono a mostrare un ritardo di qualche trimestre rispetto all'andamento del PIL. Queste regolarità rispecchiano fattori diversi. Da un lato, sia i tassi di interesse sia i prezzi delle abitazioni tendono a diminuire durante le fasi di rallentamento economico, determinando una rinnovata domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni da parte di alcune famiglie. Dall'altro lato, poiché i flussi di cassa durante una fase di ripresa migliorano, le imprese in genere sfruttano i fondi interni e solo in una fase successiva si avvalgono del finanziamento esterno: si spiegherebbe così la tendenza dei prestiti alle società non finanziarie di mostrare uno sfasamento temporale rispetto al PIL. Peraltro, potrebbero aver rilievo anche alcuni fattori dal lato dell'offerta. Per esempio, negli stadi iniziali di una ripresa, le banche preferiscono accrescere l'attività di prestito a

favore delle famiglie anziché delle imprese, poiché i prestiti alle famiglie (soprattutto i mutui per l'acquisto di abitazioni) godono di migliori garanzie³. L'indagine sul credito bancario per l'area dell'euro indica che i criteri di concessione del credito sono stati inaspriti per tutto il 2009, benché il fenomeno si sia attenuato con il passare del tempo. Questo irrigidimento, pur avendo rispecchiato anche in qualche misura vincoli di bilancio delle banche, un loro accesso limitato al finanziamento esterno e limitazioni di liquidità, è stato determinato principalmente da variazioni del merito di credito dei prenditori, che tende a peggiorare nelle fasi di rallentamento economico e a migliorare in quelle di ripresa.

Il tasso di incremento dei prestiti delle IFM agli AIF ha continuato a diminuire, collocandosi al 4,3 per cento nel dicembre 2009 dal 10,1 del dicembre 2008. Questo marcato calo è probabilmente connesso al fatto che le preferenze degli investitori si sono modificate a netto favore dei prodotti finanziari più tradizionali, dando luogo al generale ridimensionamento delle attività degli AIF. La chiusura quasi totale del mercato delle cartolarizzazioni ha rappresentato uno sviluppo importante a questo riguardo.

Tra le altre contropartite di M3, il tasso di crescita sui 12 mesi delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (esclusi capitale e riserve) detenute dal settore detentore di moneta è aumentato considerevolmente nel corso dell'anno per collocarsi al 5,8 per cento in dicembre, dallo 0,6 per cento di fine 2008. Si è così conclusa la tendenza al ribasso osservata dal secondo trimestre del 2007. L'aumento ha rispecchiato principalmente un'espansione più vigorosa non solo dei depositi a più lungo termine (sia quelli rimborsabili con preavviso superiore a tre mesi sia quelli con durata prestabilita di oltre due anni), ma anche dei titoli di debito a più lungo termine (con scadenza superiore a due anni). Nel complesso, l'incremento delle passività a più

³ Cfr. il riquadro *I prestiti al settore privato non finanziario nell'arco del ciclo economico nell'area dell'euro* nel numero di ottobre 2009 del Bollettino mensile.

lungo termine osservato nel 2009 rispecchia una ricomposizione di portafoglio a favore di scadenze più lunghe alla luce della pronunciata inclinazione della curva dei rendimenti. È probabile che anche le garanzie statali e il miglioramento del clima di fiducia nei mercati abbiano concorso all'aumento dell'accumulo di titoli di debito a più lungo termine delle IFM da parte dei settori detentori di moneta.

Infine, quanto alla posizione sull'estero delle IFM dell'area dell'euro, sia le attività sia le passività sono diminuite nel 2009: si tratta della prima riduzione di volume in termini assoluti della posizione sull'estero delle IFM dell'area

dell'euro dal 1999. Tuttavia, l'andamento ha dato luogo a un incremento di 135 miliardi di euro della posizione netta sull'estero delle IFM dell'area dell'euro, poiché la riduzione delle passività è stata superiore a quella delle attività. Il calo sia delle attività che delle passività discende dal ridimensionamento delle posizioni interbancarie transfrontaliere nel contesto di un più ampio processo di riduzione della leva finanziaria nel bilancio delle IFM. Per un'analisi dettagliata dell'andamento del bilancio delle IFM nel corso del 2009 e delle relative implicazioni per i prestiti al settore privato, cfr. il riquadro 3.

Riquadro 3

GLI ANDAMENTI RECENTI DEI BILANCI BANCARI E LE LORO IMPLICAZIONI PER IL CREDITO AL SETTORE PRIVATO

A seguito dell'intensificarsi della turbolenza finanziaria negli ultimi mesi del 2008 le IFM di tutto il mondo hanno fronteggiato pressioni crescenti per ridimensionare i propri bilanci. Tali pressioni non hanno risparmiato le IFM dell'area dell'euro, che hanno ridotto, nel corso del 2009, le proprie attività principali¹ per 329 miliardi di euro (pari a un calo dell'1,1 per cento). Tale deflusso, che è stato il primo registrato dal 1999, ha abbassato in parte il forte grado di leva finanziaria accumulato fra il 2004 e la metà del 2008. Il presente riquadro esamina come tale processo di *deleveraging* abbia influito nel 2009 sui prestiti al settore privato, la principale fonte di finanziamento per le imprese e le famiglie.

Considerazioni riguardo la correzione dei bilanci bancari

Le pressioni sugli indici patrimoniali e sulle posizioni di finanziamento associate con la turbolenza finanziaria hanno posto le banche di fronte a un insieme complesso di considerazioni nel 2009 per quanto riguarda la correzione dei propri bilanci. Dal lato del finanziamento, le banche hanno risentito della crescente apprensione degli investitori e dei conseguenti aumenti del costo del finanziamento, che hanno ulteriormente esacerbato le tensioni prodotte sulle posizioni patrimoniali delle banche dal calo dei prezzi delle attività e dalle perdite sui crediti. In circostanze simili, una banca si trova costretta a ridurre il proprio indice di leva finanziaria raccogliendo capitale azionario addizionale o ridimensionando le proprie attività. In una situazione di turbolenza finanziaria questo processo di *deleveraging* avverrà soprattutto sotto forma di riduzione delle attività, poiché l'alternativa sarebbe la raccolta in breve tempo di volumi ingenti di capitale azionario in un contesto di accresciuta avversione al rischio, il che innalzerebbe ulteriormente il costo del capitale. Il ridimensionamento delle attività sarà di norma effettuato tramite la dismissione di quelle non caratteristiche per ottenere liquidità e mediante

¹ Le attività principali includono tutte le attività in bilancio escluse quelle fisse, le "attività rimanenti" e le quote/partecipazioni in fondi del mercato monetario.

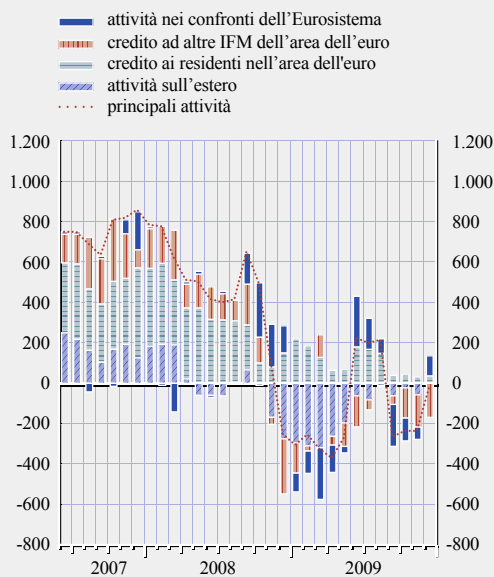
la riduzione dell'esposizione alle attività rischiose. Esiste una gerarchia naturale per quanto riguarda le varie fonti di liquidità. Di norma, la banca comincerà col liquidare le attività a breve termine, dopodiché quelle sull'estero e infine quelle a lungo termine². Pertanto, i prestiti alle imprese e alle famiglie, essendo attività a più lungo termine, si troverebbero alla fine dell'elenco. In generale, tali attività possono essere ridotte unicamente con l'imposizione di restrizioni ai nuovi prestiti e con il rimborso di quelli esistenti. Inoltre, i modelli di *business* basati su relazioni di clientela di lungo periodo, comuni nell'area dell'euro, forniscono ulteriori incentivi a non disfarsi dei prestiti. In pratica, data la complessità di queste considerazioni, è probabile che la suddetta gerarchia entri in gioco in modo leggermente eterogeneo all'interno del settore delle IFM. Considerazioni di natura strutturale (come un ricentrimento sulle attività caratteristiche o un ripiegò dalla finanza internazionale) potrebbero rafforzare la gerarchia al momento di ridimensionare il bilancio, mentre condizioni temporanee di finanziamento (come la possibilità di ottenere liquidità dalla banca centrale) potrebbero rendere essenziale aumentare le disponibilità in titoli una volta terminata la prima fase del processo di *deleveraging*.

La correzione è avvenuta in gran parte mediante la riduzione del credito interbancario

La contrazione del bilancio aggregato delle IFM nel 2009 non ha interessato tutte le classi di attività nella stessa misura. Il calo di 329 miliardi di euro delle attività principali delle IFM è riconducibile a considerevoli flessioni (di 440 e 366 miliardi di euro rispettivamente) delle attività sull'estero e dei prestiti alle IFM dell'area dell'euro, mentre il credito erogato ai residenti dell'area dell'euro (sia al settore privato sia alle amministrazioni pubbliche) è aumentato di 379 miliardi di euro (cfr. figura A). Una parte consistente del calo delle attività sull'estero è derivata dalla riduzione degli impieghi verso banche estere e riflette in particolare il ridimensionamento dei cospicui flussi di capitali diretti ai centri finanziari prima della turbolenza³. Nel complesso, pertanto, è stata l'attività interbancaria a sopportare il peso della correzione dei bilanci. Circa un terzo della flessione osservata nelle posizioni creditorie nei confronti delle IFM dell'area dell'euro è riconducibile alla riduzione delle attività verso l'Eurosistema, dovuta alla liquidazione delle considerevoli posizioni assunte in settembre e ottobre 2008 nell'ambito delle misure di maggiore sostegno al credito predisposte dalla BCE. La flessione è stata compensata, per un ulteriore terzo, da un aumento delle disponibilità di titoli emessi da IFM dell'area dell'euro.

Figura A Principali attività detenute dalle IFM dell'area dell'euro, per settore della controparte (al netto di azioni e altri titoli di capitale)

(flussi di tre mesi; in miliardi di euro; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

² Per maggiori dettagli sulla gerarchia di liquidazione delle attività, cfr. Allen F. e D. Gale (2000), "Financial contagion", *Journal of Political Economy*, vol. 108, n. 1, pagg. 1-33.

³ Cfr. il riquadro intitolato *Il ruolo delle attività e passività sull'estero delle IFM nell'ambito del recente processo di riduzione della leva finanziaria* nel numero di novembre 2009 del Bollettino mensile.

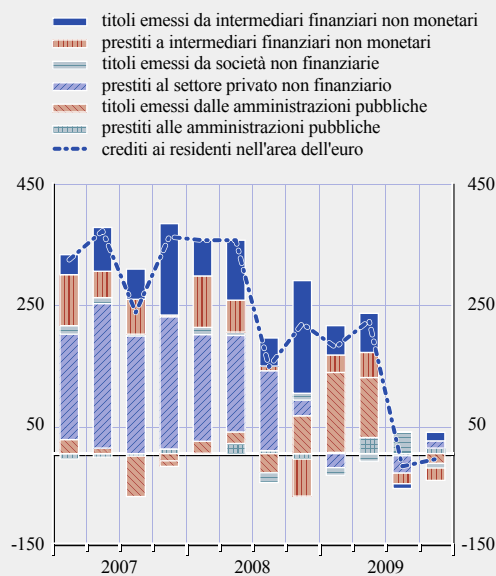
L'impatto sul credito al settore privato è stato minore

Da un esame del credito erogato ai residenti dell'area dell'euro emerge che gran parte dell'aumento osservato nel 2009 è stato collegato all'incremento considerevole (pari a 251 miliardi di euro) delle disponibilità di titoli delle amministrazioni pubbliche. Tale incremento è stato favorito dalla configurazione dei tassi di interesse nell'arco dell'anno, che ha fornito buone opportunità di profitto. L'investimento in titoli pubblici ha presentato inoltre altri vantaggi. In primo luogo, ha consentito alle banche di impiegare temporaneamente i fondi disponibili acquistando attività liquide e relativamente redditizie in un momento in cui la domanda di prestiti era limitata e il rischio di insolvenza dei mutuatari percepito dalle banche era aumentato. In secondo luogo, tali titoli hanno rappresentato un'alternativa di investimento sicura e conveniente, caratterizzata da un requisito patrimoniale basso in un momento in cui le banche stavano cercando di ridurre il livello medio di rischio dei propri portafogli. Il credito al settore privato non finanziario, che comprende il credito alle famiglie e alle imprese sotto forma di prestiti e titoli (escluse le azioni) e rappresenta la principale posta del bilancio delle IFM, ha registrato un calo pari a 72 miliardi di euro nel 2009 (cfr. figura B). Tale calo è risultato relativamente esiguo al confronto con la riduzione complessiva dei bilanci delle IFM dell'area dell'euro, per cui la quota del credito al settore privato non finanziario all'interno delle attività principali delle IFM è di fatto leggermente aumentata. Tuttavia, la flessione del credito al settore privato non finanziario, riconducibile alla diminuzione dei prestiti, è stata più che compensata dall'aumento (di 122 miliardi di euro) delle disponibilità di titoli emessi dagli intermediari finanziari non monetari diversi dalle società di assicurazione e dai fondi pensione. L'aumento dei titoli della specie detenuti dalle IFM riflette in gran parte l'attività di autocartolarizzazione nella prima metà dell'anno, mediante la quale i titoli creati a partire dai prestiti rimossi dai bilanci delle IFM sono stati riacquistati dalle IFM stesse, spesso per essere stanziati in garanzia nelle operazioni di liquidità dell'Eurosistema. Di conseguenza, la riduzione osservata nel credito al settore privato non finanziario non corrisponde a una contrazione effettiva, bensì alla riallocazione avvenuta fra le varie poste di bilancio.

In base alla scomposizione per strumenti, una caratteristica chiara e distintiva della correzione dei bilanci avvenuta nel 2009 appare essere la volontà delle banche di migliorare la propria situazione di liquidità accrescendo le posizioni in titoli di debito. L'acquisto di titoli pubblici, la sostituzione dei prestiti fra IFM con titoli emessi da IFM e la cartolarizzazione di parte dei portafogli prestiti (che insieme hanno totalizzato 387 miliardi di euro) hanno consentito alle banche di ottenere liquidità dall'Eurosistema.

Figura B Credito ai residenti nell'area dell'euro (al netto di azioni e altri titoli di capitale)

(flussi trimestrali; in miliardi di euro; dati non destagionalizzati)



Fonte: BCE.

Nel complesso, il ridimensionamento dei bilanci delle IFM dell'area dell'euro ha interessato soprattutto le posizioni fra IFM (che sono state ridotte sia sull'interno sia verso l'estero). Ciò sembra aver riflesso prevalentemente la liquidazione delle attività accumulate prima della turbolenza. Così come l'aumento di tali posizioni potrebbe aver favorito la consistente offerta di credito al resto dell'economia, la contrazione delle posizioni fra IFM potrebbe aver prodotto un impatto negativo sul credito bancario al settore privato. Nell'insieme, le variazioni contenute osservate per il credito a famiglie e imprese nel contesto di un significativo ridimensionamento dei bilanci delle IFM dell'area dell'euro indica nel 2009 che le banche si sono concentrate sull'attività di prestito.

LE CONDIZIONI NEL MERCATO MONETARIO SONO MIGLIORATE

Le tensioni nel mercato monetario dell'area dell'euro hanno continuato ad allentarsi nel corso del 2009 via via che le condizioni si sono normalizzate, dopo l'acuirsi della crisi finanziaria nel settembre 2008. Ciò si è rispecchiato in flessioni significative dei tassi e dei differenziali del mercato monetario. Più specificatamente, i differenziali tra i tassi sui depositi garantiti e quelli non garantiti sono diminuiti notevolmente dai picchi osservati nell'ottobre 2008, pur rimanendo elevati in termini storici.

Il miglioramento del mercato monetario dell'area dell'euro è imputabile principalmente allo straordinario sostegno di liquidità fornito dalla BCE alle banche dell'area dell'euro, alla considerevole riduzione dei tassi di interesse di riferimento della BCE in seguito all'acuirsi della crisi finanziaria nell'autunno 2008 e agli interventi dei governi dell'area dell'euro a favore delle istituzioni finanziarie in difficoltà. L'Eurosistema ha continuato a offrire al sistema finanziario abbondante liquidità per tutto il 2009, conducendo tutte le operazioni di rifinanziamento mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi. In particolare, le tre operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) con scadenza a un anno (condotte in giugno, settembre e dicembre 2009) hanno agito da catalizzatore migliorando le posizioni di liquidità delle banche nel più lungo termine, promuovendo quindi ulteriormente la riduzione dei differenziali per scadenza nel mercato monetario e favorendo nel contempo l'offerta di credito da parte delle banche all'economia reale.

I tassi di interesse del mercato monetario sui depositi garantiti e non garantiti sono diminuiti per l'intera gamma delle scadenze nel 2009. Il ritmo della flessione si è ridotto progressivamente e verso la fine dell'anno i tassi di interesse si sono avvicinati ai minimi storici. Sono stati osservati aumenti soltanto tra la fine di maggio e la prima ORLT a un anno, condotta il 24 giugno a tasso fisso e con piena aggiudicazione degli importi. Durante tale periodo la liquidità in eccesso, misurata dalla differenza tra la liquidità complessiva in essere e l'effettivo fabbisogno di liquidità del sistema, è diminuita in maniera significativa in vista dell'operazione a un anno, poiché le banche hanno preferito spostare il finanziamento presso la BCE alla scadenza più lunga pari a un anno, liberando quindi le garanzie stanziare per le operazioni a più breve termine in scadenza. Ciò ha dato luogo a temporanei aumenti dei tassi del mercato monetario, che sono stati più pronunciati per i tassi *swap* sull'indice *overnight* (*overnight interest swap*, OIS) e, in misura minore, per quelli sui depositi non garantiti a breve termine. In particolare, l'Eonia è aumentato di circa 25 punti base tra il 7 maggio, quando è stata annunciata la serie di ORLT con scadenza a un anno, e il 24 giugno, quando l'Eurosistema ha condotto la prima di queste operazioni. Anche l'Euribor a un mese è aumentato, ancorché con un ritardo e in misura più contenuta, salendo di circa 11 punti base tra il 19 maggio e il 23 giugno. Dopo l'aggiudicazione il 24 giugno di un importo considerevole pari a 442,2 miliardi di euro nella prima ORLT a un anno, l'eccedenza di liquidità è nuovamente cresciuta, registrando nuovi massimi storici. Di conseguenza, i tassi del mercato monetario sono tornati a diminuire

quasi immediatamente nei mercati dei depositi sia garantiti sia non garantiti. Hanno oltrepassato i valori dei primi di maggio, raggiungendo ben presto i livelli storicamente bassi che hanno poi mantenuto.

Più specificatamente, relativamente ai tassi a tre mesi sui depositi non garantiti, l'Euribor a tre mesi si è collocato in prossimità del 2,8 per cento agli inizi di gennaio 2009, livello di gran lunga inferiore rispetto al massimo del 5,4 per cento dell'ottobre 2008. È poi diminuito ulteriormente per situarsi appena al di sotto dello 0,7 per cento alla fine del febbraio scorso. L'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario, misurata dal differenziale fra i tassi Euribor a dodici mesi e a un mese, si è accentuata nel corso del 2009, nonostante una certa volatilità nel periodo. Tale differenziale è salito da un minimo di 41 punti base agli inizi del 2009 a un massimo di 83 punti base in luglio, agosto e nuovamente in ottobre, per poi ridursi marginalmente e collocarsi a 80 punti base circa alla fine del febbraio scorso (cfr. figura 9).

Per quanto riguarda il segmento dei depositi garantiti del mercato monetario, l'Eurepo a

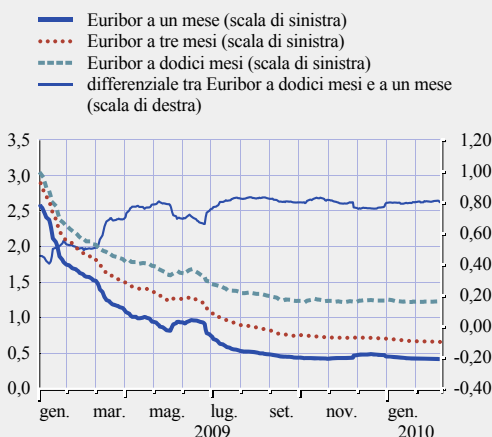
tre mesi si collocava attorno all'1,8 per cento agli inizi di gennaio 2009, anch'esso su un livello di gran lunga inferiore al massimo del 4,4 per cento di fine settembre 2008. È poi diminuito ulteriormente per situarsi appena al di sotto dello 0,4 per cento circa alla fine del febbraio scorso.

A seguito di questi andamenti, il differenziale tra i tassi del mercato monetario sui depositi garantiti e non garantiti è gradualmente calato nel corso dell'anno, malgrado una certa volatilità. Pur avendo raggiunto livelli piuttosto bassi rispetto ai differenziali osservati nella seconda metà del 2007 nelle fasi iniziali delle turbolenze finanziarie, è rimasto elevato in termini storici. Il differenziale tra l'Euribor e l'Eurepo a tre mesi è sceso dal picco di 109 punti base di inizio gennaio a 31 punti base alla fine dell'anno e a 29 alla fine del febbraio scorso (cfr. figura 10).

Quanto ai tassi del mercato monetario a brevissimo termine, l'andamento dell'Eonia rispecchia in larga misura il generoso sostegno alla liquidità fornito dall'Eurosistema alle banche dell'area dell'euro dall'ottobre 2008. Nella prima metà del 2009, fino alla prima ORLT a un

Figura 9 Tassi di interesse del mercato monetario su operazioni prive di garanzia

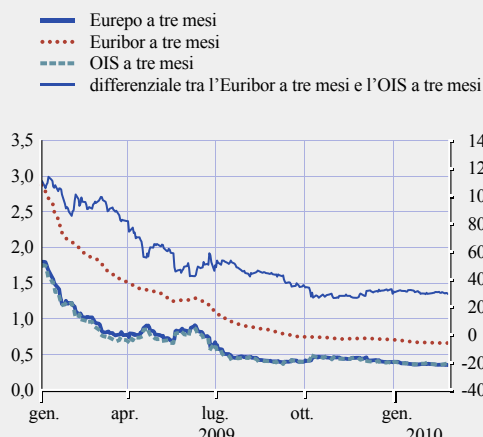
(valori percentuali in ragione d'anno; differenziale in punti percentuali; dati giornalieri)



Fonti: BCE e Reuters.

Figura 10 Euribor, Eurepo e OIS a tre mesi

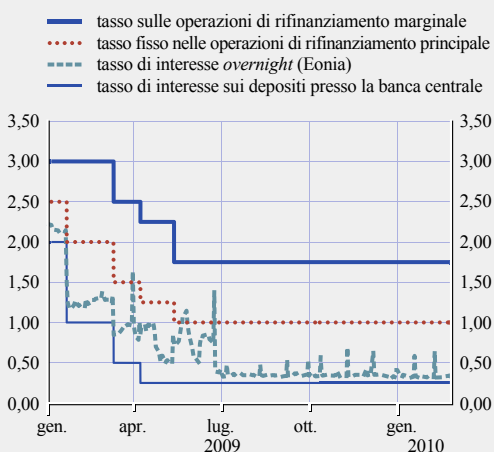
(valori percentuali in ragione d'anno; differenziale in punti percentuali; dati giornalieri)



Fonti: BCE, Bloomberg e Reuters.

Figura 11 Tassi di interesse della BCE e tasso di interesse overnight

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



Fonti: BCE, Bloomberg e Reuters.

anno alla fine di giugno, l'andamento dell'Eonia ha evidenziato tre tratti principali. In primo luogo, l'Eonia è diminuito in misura significativa dopo le ulteriori riduzioni dei tassi di politica monetaria della BCE nel periodo. In seguito, con rare eccezioni, è rimasto decisamente al di sotto del tasso fisso applicato alle ORP e alle ORLT dell'Eurosistema in ragione dell'eccesso di liquidità nel sistema: la liquidità è stata offerta mediante procedure d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi nelle ORP e nelle ORLT a uno, tre e sei mesi. In terzo luogo, l'Eonia è rimasto estremamente volatile in seguito alle costanti oscillazioni dell'ammontare della liquidità in eccesso disponibile nel sistema. Per contro, dopo l'aggiudicazione il 24 giugno di un importo pari a 442,2 miliardi di euro nell'ORLT a un anno, con la quale è stata assicurata un'abbondante eccedenza di liquidità per un lungo periodo a venire, l'Eonia si è stabilizzato su un livello medio di circa 10 punti base al di sopra del tasso sui depositi presso la banca centrale. È poi rimasto su questi valori fino alla fine di febbraio. Le uniche eccezioni sono state alcune modeste impennate nell'ultimo giorno di ciascun periodo di mantenimento delle riserve, quando sono state condotte operazioni di regolazione puntuale (*fine tuning*) volte all'assorbimento di liquidità. Le successive

ORLT a un anno di settembre e dicembre, nelle quali sono stati assegnati rispettivamente 75,2 e 96,9 miliardi di euro, hanno anche contribuito a mantenere l'Eonia relativamente stabile fino a febbraio 2010 (cfr. figura 11).

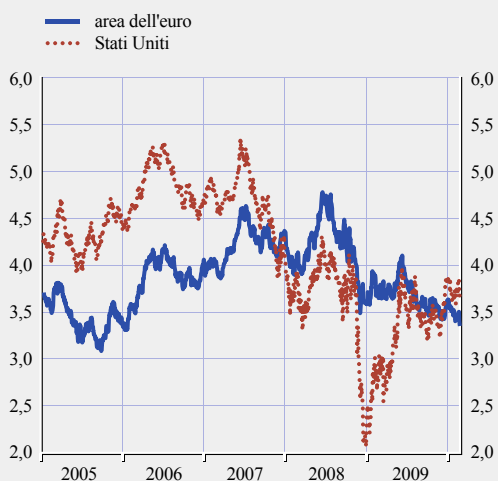
I RENDIMENTI DEI TITOLI DI STATO NELL'AREA DELL'EURO SI SONO MANTENUTI SU LIVELLI BASSI

Dopo variazioni moderate nel corso dell'anno, i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro hanno concluso il 2009 su livelli prossimi a quelli di fine 2008. L'andamento è in netto contrasto con gli Stati Uniti dove i rendimenti sono aumentati in misura significativa. Agli inizi del 2009 i rendimenti delle obbligazioni sovrane a 10 anni su entrambe le sponde dell'Atlantico si collocavano su livelli bassi rispetto alle medie storiche, in seguito alle considerevoli riduzioni dei tassi di politica monetaria, alle revisioni al ribasso dei rischi di inflazione e a un rilevante fenomeno di fuga verso la qualità da attività rischiose a favore di titoli di Stato. I rendimenti a lungo termine statunitensi avevano evidenziato una flessione particolarmente marcata verso la fine del 2008 e hanno quindi iniziato il 2009 dal livello più basso degli ultimi quarant'anni. A posteriori, si può ritenere che il calo dei rendimenti statunitensi nel quarto trimestre del 2008 abbia risentito di eccessivi timori di deflazione. Infatti, tali rendimenti hanno registrato una netta ripresa durante la prima metà del 2009. I rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro, che non avevano subito una flessione altrettanto marcata in precedenza, hanno mostrato un incremento molto più contenuto nel periodo in esame (cfr. figura 12). Dopo modeste diminuzioni dai valori massimi di metà giugno, a fine 2009 i rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni dell'area dell'euro e degli Stati Uniti si sono situati rispettivamente al 3,6 e al 3,9 per cento.

Il marcato incremento complessivo dei rendimenti statunitensi ha invertito il differenziale tra i rendimenti dell'area dell'euro e quelli degli Stati Uniti osservato a fine 2008, facendo risultare i rendimenti dei titoli decennali statunitensi a fine 2009 più elevati dei loro corrispondenti nell'area dell'euro.

Figura 12 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine

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



Fonti: Bloomberg, EuroMTS, Reuters, BCE.

Nota: prima di gennaio 2007, i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro si riferiscono a titoli a dieci anni o alla scadenza disponibile più vicina a dieci anni. A partire da gennaio 2007, il rendimento dei titoli a dieci anni dell'area dell'euro è rappresentato dal tasso di parità a dieci anni desunto dalla curva dei rendimenti dei titoli sovrani con rating AAA stimata dalla BCE. Per gli Stati Uniti, sono riportati i rendimenti dei titoli del Tesoro a dieci anni.

Nel complesso i differenziali tra le obbligazioni sovrane all'interno dell'area dell'euro si sono considerevolmente ristretti da marzo, dopo aver raggiunto nuovi massimi al principio dell'anno. Tuttavia, di fronte al riemergere di timori circa la sostenibilità dei conti pubblici di alcuni paesi, i differenziali sul debito sovrano sono risultati a fine anno notevolmente superiori a quelli precedenti la crisi.

Nel complesso, gli andamenti dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine possono essere interpretati come il risultato netto di due insiemi di determinanti. Da un lato, il lieve miglioramento delle prospettive macroeconomiche, nonché l'ingente volume della nuova offerta di debito sovrano sono stati fattori di rilievo nell'esercitare pressioni al rialzo sui rendimenti dei titoli di Stato. Le attese in merito all'offerta di debito sono state a loro volta sospinte dall'esigenza dei governi di finanziare i piani di salvataggio su vasta scala a favore delle istituzioni finanziarie

e i programmi di stimolo fiscale, nonché dalle attese di un gettito fiscale più modesto indotto dalla recessione e dalla corresponsione di sussidi di disoccupazione più elevati. A questi fattori si sono contrapposti, dall'altro lato, una domanda relativamente vivace di titoli di Stato da parte degli investitori del settore privato. Inoltre, nell'area dell'euro, i tassi di interesse ufficiali della BCE sono stati marcatamente ridotti tra gennaio e maggio. Infine, negli Stati Uniti il programma di acquisto su vasta scala di titoli di debito pubblici statunitensi a lungo termine da parte della Federal Reserve ha contribuito a contenere l'aumento dei rendimenti obbligazionari a lungo termine.

All'inizio del 2009 i principali mercati dei titoli di Stato, al pari di altri segmenti dei mercati finanziari, risultavano ancora largamente influenzati dai timori degli investitori e dall'incertezza in merito alla fragilità del settore finanziario, nonché all'entità e alla durata della recessione mondiale. Ci si attendeva che i tassi di politica monetaria su entrambe le sponde dell'Atlantico rimanessero su livelli bassi per un prolungato periodo di tempo, come indicavano i tassi sui contratti *future* e a termine. Il calo dei rendimenti dei titoli di Stato osservato nella seconda metà del 2008 si è tuttavia arrestato agli inizi del 2009. Sembra che in quel momento gli investitori del mercato obbligazionario abbiano ridotto o invertito le precedenti riallocazioni effettuate a favore di investimenti sicuri e ridimensionato i propri timori relativi a pressioni deflazionistiche. Gli investitori, inoltre, si sono sempre più resi conto che il fabbisogno finanziario futuro del settore pubblico sarebbe stato considerevole. Di fatto, l'esigenza di una futura spesa pubblica, presumibilmente ingente, era evidenziata dalle misure di sostegno al comparto bancario su entrambe le sponde dell'Atlantico.

Negli Stati Uniti i rendimenti decennali, una volta raggiunto a metà 2009 il valore massimo del 4 per cento, risultavano superiori di circa 175 punti base rispetto al livello di dicembre 2008. Questo recupero è stato interrotto dal forte ribasso in termini storici (pari a 48 punti base)

dei rendimenti obbligazionari statunitensi a lungo termine verificatosi tutto nella sola giornata del 18 marzo, dopo l'annuncio del programma di acquisto su vasta scala di titoli del Tesoro da parte della Federal Reserve. Tuttavia, i rendimenti statunitensi a lungo termine hanno ripreso ad aumentare poco dopo. Gli effetti del programma di acquisto e di altre misure di espansione quantitativa sono stati di fatto più che compensati dall'impatto delle attese degli investitori per l'offerta di ingenti volumi di titoli di Stato statunitensi e dall'inversione dei precedenti flussi riconducibili alla fuga verso titoli sicuri. È degno di nota il fatto che i marcati incrementi dei rendimenti dei titoli di Stato statunitensi a lungo termine abbiano controbilanciato il netto calo osservato alla fine dell'anno precedente.

I rendimenti obbligazionari dell'area dell'euro, invece, hanno mostrato un incremento più moderato nella prima metà dell'anno, salendo di circa 35 punti base a metà giugno. Le inversioni dei precedenti flussi verso investimenti sicuri sembrano essere state anche nell'area una determinante dei rendimenti obbligazionari, mentre la pressione al rialzo sui rendimenti derivante dal rischio sovrano si sarebbe lievemente allentata a partire da marzo. Infatti, i differenziali sulle obbligazioni sovrane (rispetto ai titoli di Stato tedeschi) e i rispettivi premi sui CDS (*credit default swaps*), dopo essere saliti a livelli massimi in febbraio e agli inizi di marzo, hanno mostrato in seguito una notevole correzione al ribasso, raggiungendo il livello minimo in agosto.

Nella seconda metà dell'anno i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine su entrambe le sponde dell'Atlantico hanno evidenziato un moderato calo tendenziale. Nel corso di dicembre, tuttavia, i rendimenti dei titoli di Stato statunitensi a lungo termine hanno registrato un notevole aumento di 60 punti base, probabilmente sulla scorta del completamento del programma di acquisto da parte della Federal Reserve. Nell'area dell'euro, a una sostenuta attività di emissione ha corrisposto una vivace domanda di attività sicure, rispecchiando

i ricorrenti timori degli operatori di mercato circa la fragilità della ripresa economica in atto. L'apprensione connessa al futuro fabbisogno finanziario degli emittenti sovrani si è ripresentata con vigore dopo la revisione del disavanzo pubblico da parte del governo greco agli inizi di ottobre e il successivo declassamento dei titoli di Stato greci da parte di tre importanti agenzie di *rating*. Tale situazione ha spinto i differenziali greci in prossimità dei valori massimi di inizio anno, mentre la maggior parte dei differenziali di rendimento sulle altre obbligazioni sovrane dell'area dell'euro ne ha risentito molto meno (cfr. il riquadro 7). Per i titoli di debito statale con *rating* AAA, i rendimenti decennali dell'area dell'euro hanno terminato l'anno al 3,6 per cento circa, un livello basso in termini storici. Contemporaneamente i livelli dei tassi a breve termine risultavano nettamente inferiori: l'inclinazione della curva dei rendimenti dell'area dell'euro era quindi particolarmente accentuata a fine anno.

A differenza dei tassi di interesse nominali a lungo termine, i rendimenti reali dei titoli di Stato nell'area dell'euro hanno mostrato una netta tendenza a diminuire nell'anno, scendendo rispettivamente di 100 e 45 punti base per le scadenze a cinque e dieci anni. Di conseguenza, il rendimento sulle obbligazioni indicizzate all'inflazione a cinque anni su un orizzonte quinquennale è rimasto sostanzialmente invariato. Stando all'interpretazione comune, questi profili avrebbero rispecchiato prospettive macroeconomiche sempre più deboli a breve termine e ancora meno confortanti a più lungo termine, secondo le percezioni degli investitori obbligazionari dell'area dell'euro. Gli andamenti dei mercati delle obbligazioni indicizzate durante il 2009 vanno però interpretati attentamente. La cautela si impone perché tali mercati avevano subito gravi turbative verso la fine del 2008, quando hanno segnalato rendimenti reali insolitamente elevati in un contesto di tensioni economiche. Nel 2009 le condizioni di liquidità sono lievemente migliorate per l'intera gamma di scadenze. Inoltre, gli squilibri fra domanda e offerta (soprattutto per le scadenze più lunghe) si sono ridotti. Dopo essere stata praticamente

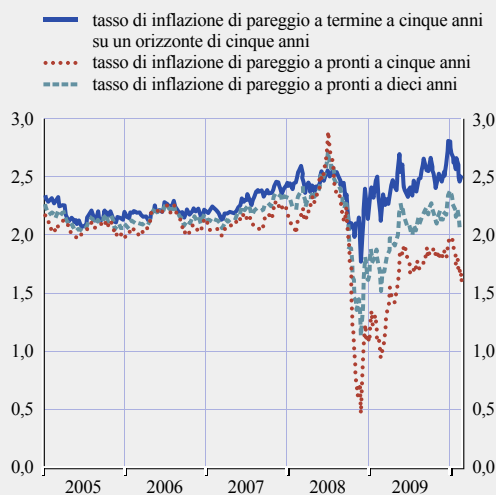
nulla nella prima metà del 2009, l'offerta di titoli di debito indicizzati a lungo termine ha successivamente riguadagnato terreno e ci si attende che aumenti ulteriormente nel 2010. Nonostante le condizioni dei mercati si siano in parte normalizzate, non può dirsi pienamente ripristinato il loro ordinato funzionamento.

Lo stesso principio di cautela va applicato anche all'interpretazione dell'andamento dei tassi di inflazione di pareggio (che corrispondono alla differenza tra rendimenti reali e nominali su obbligazioni con medesima scadenza). In condizioni di mercato normali essi rappresentano in larga misura le aspettative di inflazione degli investitori e i premi al rischio di inflazione associati. Tuttavia, i citati processi di correzione nei mercati delle obbligazioni indicizzate ostacolano questa interpretazione e indicano l'importanza di considerare fattori tecnici di mercato nell'analisi delle variazioni dei tassi di inflazione di pareggio. In conseguenza degli andamenti dei rendimenti nominali e reali delle obbligazioni, i tassi di inflazione di pareggio a pronti a cinque e dieci anni sono aumentati rispettivamente di 90 e 80 punti base nel 2009, collocandosi a fine anno a circa il 2,0 e il 2,4 per cento (cfr. figura 13). Parallelamente, il tasso di inflazione di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale è aumentato di 70 punti base, concludendo l'anno al 2,8 per cento. Data la volatilità ancora elevata dei tassi di inflazione di pareggio a pronti e a termine, questi dati non sono incoerenti con aspettative di inflazione a medio e lungo termine saldamente ancorate. Infatti, i tassi a termine corrispondenti ricavati dai contratti *swap*, che sono stati notevolmente meno volatili, hanno registrato un aumento di soli 15 punti base. Inoltre, anche le attese di inflazione desunte dalle indagini congiunturali su orizzonti di medio e lungo periodo (censite da Consensus Economics) sono rimaste notevolmente stabili all'1,9 per cento nel 2009.

L'incertezza riguardo ai futuri andamenti delle quotazioni obbligazionarie, rispecchiata dalla volatilità implicita nelle opzioni, è significativamente diminuita nel corso

Figura 13 Inflazione di pareggio, ricavata da rendimenti zero coupon nell'area dell'euro

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



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

dell'anno. Rispetto ai livelli straordinariamente elevati di fine 2008, la volatilità dei mercati obbligazionari si è all'incirca dimezzata su entrambe le sponde dell'Atlantico. Tuttavia, a causa dell'incertezza sull'entità del fabbisogno finanziario pubblico futuro e sul vigore della ripresa macroeconomica, i livelli di volatilità a fine anno erano ancora superiori a quelli osservati prima dell'avvio delle turbolenze finanziarie nel 2007.

Nei primi due mesi del 2010 i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro e degli Stati Uniti sono diminuiti di circa 25 punti base, collocandosi il 26 febbraio a circa il 3,4 e il 3,6 per cento, rispettivamente. Mentre i rendimenti relativi al debito sovrano con maggiore merito di credito nell'area sono calati moderatamente, le crescenti preoccupazioni di mercato relative alla sostenibilità dei conti pubblici di alcuni paesi hanno determinato aumenti consistenti nei rendimenti obbligazionari a lungo termine di tali emittenti sovrani. Di conseguenza, i differenziali sul debito sovrano si sono ulteriormente ampliati per alcuni paesi dell'area dell'euro. Il più notevole ampliamento di differenziale fra

fine dicembre 2009 e fine febbraio 2010 è stato registrato per i titoli di Stato a lungo termine greci, con un aumento di quasi 100 punti base rispetto agli analoghi titoli tedeschi. Nello stesso periodo i tassi di inflazione di pareggio a pronti a cinque e a dieci anni nell'area dell'euro sono diminuiti di circa 35 punti base, collocandosi rispettivamente a circa l'1,6 e il 2,0 per cento alla fine di febbraio. Parallelamente, il tasso di inflazione di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale si è ridotto a fine febbraio di 30 punti base, al 2,5 per cento.

I CORSI AZIONARI DELL'AREA DELL'EURO HANNO REGISTRATO UN VIGOROSO INCREMENTO

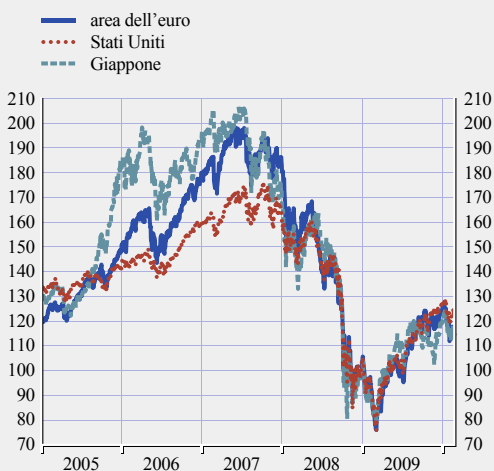
Dopo il protrarsi dei precedenti cali nei primi due mesi del 2009, l'anno è stato caratterizzato da un marcato recupero delle quotazioni azionarie a livello mondiale. L'andamento è riconducibile a una ripresa della fiducia e a un calo dell'avversione al rischio da parte degli investitori, determinati in larga misura dagli interventi di sostegno su vasta scala adottati dai governi e dalle banche centrali. Rispetto

ai livelli di fine 2008, i principali indici dei mercati azionari sono aumentati di circa il 23 per cento nell'area dell'euro e negli Stati Uniti e del 19 in Giappone. Gli incrementi delle quotazioni azionarie nell'area dell'euro sono stati particolarmente marcati per il settore finanziario, che ha recuperato da livelli molto bassi. L'impennata dei mercati azionari è stata sospinta da migliori prospettive per gli utili societari, favorevoli tassi di interesse reali nonché da un considerevole calo del premio per il rischio azionario (vale a dire il compenso richiesto dagli investitori per detenere azioni). La volatilità dei mercati azionari si è all'incirca dimezzata rispetto alla fine del 2008.

Durante i primi due mesi del 2009 i mercati azionari delle principali economie hanno proseguito il rallentamento dell'anno precedente (cfr. figura 14). L'avversione al rischio degli investitori è rimasta elevata e la volatilità dei mercati azionari si è attestata su livelli lievemente superiori rispetto a quelli registrati alla fine del 2008 (cfr. figura 15).

Figura 14 Principali indici dei corsi azionari

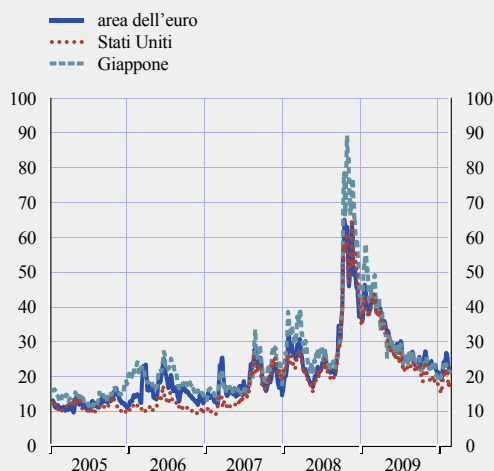
(indici: riportati in base 100 il 30 dicembre 2008; dati giornalieri)



Fonti: Reuters e Thomson Financial Datastream.
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.

Figura 15 Volatilità implicita dei mercati azionari

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



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

Il clima di fiducia nei mercati azionari è infine migliorato agli inizi di marzo, sospinto da notizie economiche positive e da una crescente fiducia nelle misure adottate da governi e banche centrali. I buoni risultati economici delle banche statunitensi sono stati tra le prime notizie di rilievo che hanno dato slancio ai mercati azionari. Le diverse iniziative per affrontare la crisi economica e finanziaria, discusse nella riunione di marzo del Consiglio Europeo a Bruxelles e nella riunione di aprile del G20 di Londra, sono state accolte con favore dagli operatori e hanno stimolato ulteriormente la fiducia degli investitori.

Nell'area dell'euro, notizie positive circa le attese dei consumatori e delle imprese (come il miglioramento del clima di fiducia rilevato in questi due comparti dall'indagine della Commissione europea) hanno ulteriormente sostenuto i corsi azionari nella prima metà del 2009. Tuttavia, l'incertezza circa le effettive condizioni del sistema finanziario è stato un importante fattore che ha contenuto l'euforia nei mercati azionari. Pertanto, gli interventi attesi delle banche centrali a sostegno del settore bancario sono stati accolti con favore dagli investitori sui mercati azionari.

L'aumento delle quotazioni azionarie si è protratto nel terzo trimestre del 2009 favorito da notizie economiche nel complesso positive e dal calo dell'avversione al rischio, ma ha perso in parte slancio nell'ultimo trimestre. Alla fine di novembre i mercati azionari hanno reagito negativamente all'annuncio da parte di una *holding* pubblica di Dubai di una richiesta di moratoria sul debito di sei mesi. Probabilmente l'impatto sui mercati azionari, sebbene di breve durata, ha riflesso i perduranti timori del mercato in merito alla fragilità dei bilanci pubblici e privati. Esaminando il mercato recupero dei corsi azionari nel 2009, va sottolineato che esso partiva da livelli assai bassi. Alla fine dell'anno i corsi azionari dell'area dell'euro e degli Stati Uniti si collocavano ancora su valori inferiori rispettivamente del 37 e del 26 per cento rispetto a quelli di fine giugno 2007. Anche la volatilità dei mercati azionari si è normalizzata considerevolmente nell'anno, sebbene sia su

livelli ancora lievemente superiori rispetto a quelli precedenti alla crisi.

Il rialzo dei corsi azionari è stato in parte favorito da aspettative di crescita degli utili nel breve termine. Per le società comprese nell'indice Dow Jones Euro Stoxx, il tasso di incremento sui 12 mesi degli utili per azione previsto sull'orizzonte a 12 mesi ha toccato un minimo storico pari a quasi il -4 per cento in primavera, ma poi è bruscamente salito per collocarsi al 30 per cento in dicembre. Tuttavia, anche queste prospettive positive per gli utili costituiscono solo un parziale recupero del crollo degli utili effettivi, scesi di circa il 35 per cento tra dicembre 2008 e lo stesso mese del 2009.

In una prospettiva settoriale, nell'area dell'euro i corsi azionari del comparto finanziario sono aumentati del 31 per cento, mentre quelli delle società non finanziarie sono aumentati solo del 19 per cento. Considerando il periodo a partire da marzo, anche negli Stati Uniti le azioni del settore finanziario hanno registrato risultati migliori di quelli del comparto non finanziario, sebbene nel complesso dell'anno le quotazioni azionarie delle società non finanziarie siano aumentate in misura maggiore rispetto a quelle delle istituzioni finanziarie (del 27 per cento contro il 14 per cento).

Nelle prime due settimane del 2010 è proseguita la tendenza al rialzo delle quotazioni azionarie. Successivamente, su entrambe le sponde dell'Atlantico, i corsi sono calati e la volatilità implicita è temporaneamente aumentata. Possibili fattori determinanti potrebbero essere stati i timori del mercato circa le condizioni delle finanze pubbliche e il conseguente calo della propensione al rischio degli investitori. Nel complesso, nei primi due mesi del 2010 le quotazioni sono diminuite di circa il 7 e l'1 per cento nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, rispettivamente.

L'INDEBITAMENTO DELLE FAMIGLIE È STATO CONTENUTO

L'indebitamento delle famiglie è rimasto moderato per tutto il 2009, rispecchiando un grado elevato di incertezza sulle prospettive

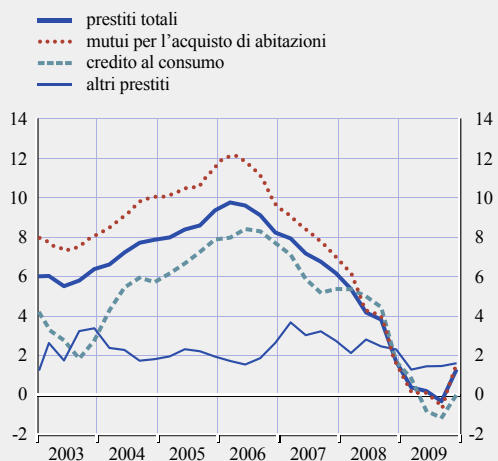
per il reddito e il mercato degli immobili residenziali, soprattutto nella prima metà dell'anno. Allo stesso tempo, le banche hanno proseguito nell'irrigidimento dei criteri di concessione del credito, sebbene in misura decrescente nell'arco dell'anno. I principali fattori alla base di tale irrigidimento sono state le attese relative all'attività economica in generale e le prospettive per il mercato degli immobili residenziali. Le banche hanno segnalato incrementi della domanda netta di mutui per l'acquisto di abitazioni, diventata positiva nel secondo trimestre dell'anno, mentre la domanda di altre tipologie di prestiti si è avvicinata a valori positivi verso la fine dell'anno.

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti delle IFM alle famiglie, principale fonte di indebitamento di questo settore, è diminuito per collocarsi all'1,3 per cento alla fine del 2009, dall'1,7 per cento a fine 2008. La flessione è stata più contenuta di quella osservata nel 2008, in quanto l'erogazione di prestiti alle famiglie ha lievemente riguadagnato terreno verso la fine dell'anno dai tassi di crescita negativi rilevati verso metà 2009. Il tasso di incremento dei prestiti alle famiglie da parte di istituzioni diverse dalle IFM (AIF, società di assicurazione e fondi pensione) ha continuato a essere superiore a quello relativo ai prestiti concessi alle famiglie dalle IFM. Ciò riflette in parte l'effetto delle attività di cartolarizzazione *pro soluto*, mediante le quali i prestiti sono sottoposti a *derecognition* (ossia rimossi dai bilanci delle IFM) e successivamente registrati come prestiti erogati dagli AIF. Sebbene di gran lunga inferiore a quello osservato nel 2008, il livello dell'attività di cartolarizzazione registrato nel 2009 è rimasto considerevole nella prima metà dell'anno.

La scomposizione per finalità dei prestiti delle IFM alle famiglie indica che l'indebitamento per l'acquisto di abitazioni ha continuato a costituire la principale determinante dei prestiti complessivi erogati al settore nel 2009. Il tasso di incremento sui 12 mesi dei mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni si è collocato all'1,5 per cento nel dicembre 2009, su un livello invariato rispetto allo stesso mese

Figura 16 Prestiti delle IFM alle famiglie

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



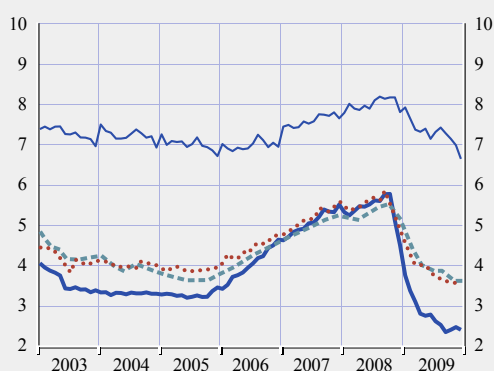
Fonte: BCE.

del 2008 (cfr. figura 16); l'andamento riflette un forte calo nella prima metà del 2009 e un moderato, ancorché costante, miglioramento nella seconda metà dell'anno. Queste dinamiche andrebbero considerate nel contesto del calo dei prezzi delle abitazioni e dell'attività nei mercati degli immobili residenziali verificatosi in numerose economie dell'area dell'euro. Allo stesso tempo l'evoluzione positiva osservata nella seconda metà dell'anno ha rispecchiato un aumento della domanda dovuto al ribasso dei prezzi delle abitazioni. La stabilizzazione del tasso di variazione sui 12 mesi dei mutui per l'acquisto di abitazioni è imputabile anche a tassi sui mutui ipotecari più contenuti, riconducibili alla trasmissione delle riduzioni apportate ai tassi di interesse di riferimento della BCE tra ottobre 2008 e maggio 2009. I tassi sui prestiti erogati dalle IFM per l'acquisto di abitazioni sono diminuiti di 151 punti base tra dicembre 2008 e dicembre 2009 (cfr. figura 17). La flessione è stata particolarmente evidente nei prestiti con periodo iniziale di determinazione del tasso fino a un anno, i cui tassi sono scesi di 238 punti base, mentre quelli applicati ai prestiti con periodo iniziale di determinazione del tasso superiore a dieci anni sono calati di 87 punti base.

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

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

- tassi a breve termine sui prestiti alle società non finanziarie
- tassi a lungo termine sui prestiti alle società non finanziarie
- - - tassi sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni
- tassi sul credito al consumo alle famiglie

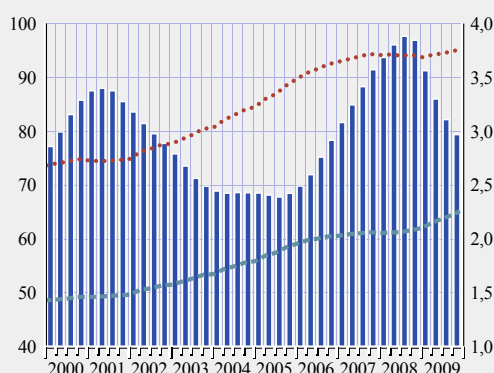


Fonte: BCE.

Figura 18 Debito e pagamenti per interessi delle famiglie

(valori percentuali)

- oneri per pagamento di interessi in percentuale del reddito lordo disponibile (scala di destra)
- rapporto fra debito delle famiglie e reddito lordo disponibile (scala di sinistra)
- - - rapporto fra debito delle famiglie e PIL (scala di sinistra)



Fonti: BCE ed Eurostat.

Nota: 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.

Il tasso di espansione sui 12 mesi del credito al consumo è stato dello 0,0 per cento nel dicembre 2009 dall'1,7 di fine 2008. Anche il credito al consumo ha osservato un andamento simile a quello dei prestiti per l'acquisto di abitazioni, sebbene il tasso di incremento sui dodici mesi sia diventato negativo nella parte centrale del 2009. Tale dinamica è riconducibile ai bassi livelli di fiducia dei consumatori durante l'anno. Nel 2009 i tassi di interesse applicati dalle IFM al credito al consumo si sono ridotti in media di 116 punti base.

L'ONERE PER INTERESSI DELLE FAMIGLIE È DIMINUITO

Poiché l'ammontare in essere del debito delle famiglie ha continuato ad aumentare moderatamente e il reddito disponibile del medesimo settore non ha reagito immediatamente alle variazioni della crescita economica, il rapporto tra il debito delle famiglie e il reddito disponibile è stato piuttosto stabile nel 2009. Nel quarto trimestre è stato stimato

al 95 per cento circa, livello appena superiore rispetto a quello osservato nel 2008 (cfr. figura 18). Per contro, secondo i dati ricavati dai conti integrati dell'area dell'euro, il rapporto tra debito delle famiglie e PIL è aumentato di oltre 2 punti percentuali durante l'anno, collocandosi sempre nel quarto trimestre al 65 per cento circa. Il calo osservato nei tassi applicati ai prestiti bancari ha notevolmente ridotto l'onere per interessi delle famiglie (misurato dai pagamenti per interessi in percentuale rispetto al reddito disponibile), situatosi nello stesso periodo al 3,0 per cento, in discesa dal picco del 3,9 per cento registrato nel terzo trimestre del 2008. È anche degno di nota il fatto che vi sia un'elevata eterogeneità nel livello del debito delle famiglie dell'area dell'euro. In particolare, in alcune zone dell'area, l'alto livello di debito coincide con una debole attività economica o con rimanenti segnali di sopravvalutazione nei mercati degli immobili residenziali. Inoltre, vi sono anche differenze tra paesi per quanto concerne il più diffuso periodo iniziale di

determinazione del tasso. A questo riguardo, il rischio di tasso di interesse è maggiore nei paesi in cui il finanziamento si è spostato più rapidamente verso prestiti a breve termine in reazione alle riduzioni dei tassi di interesse.

IL COSTO DEL FINANZIAMENTO ESTERNO È NETTAMENTE DIMINUITO

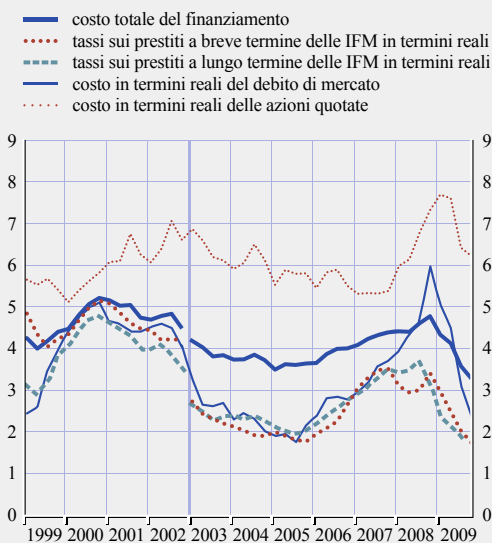
Il finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro, nonostante il significativo calo del costo durante tutto il 2009, ha evidenziato una netta riduzione, per effetto in larga misura di una domanda più contenuta di prestiti in un contesto economico negativo. La leva finanziaria del settore delle società non finanziarie dell'area dell'euro, tuttavia, è ulteriormente aumentata a causa di un peggioramento particolarmente accentuato della redditività delle imprese.

Dopo aver toccato un massimo storico nel novembre 2008, il costo in termini reali del finanziamento delle società non finanziarie è diminuito in maniera brusca e persistente per tutto il 2009 (cfr. figura 19), in ragione di una moderazione generalizzata dei costi relativi a tutte le fonti finanziamento. Alla fine dell'anno il costo complessivo in termini reali del finanziamento esterno aveva raggiunto il livello più basso dal 1999.

Per quanto concerne il costo del finanziamento mediante credito bancario, il calo dei tassi di interesse applicati dalle banche nel 2009 ha rispecchiato principalmente la graduale trasmissione alla clientela delle variazioni dei tassi di interesse di riferimento della BCE tra ottobre 2008 e maggio 2009. Nel complesso, gli andamenti suggeriscono che le banche dell'area dell'euro hanno continuato a trasmettere la riduzione dei tassi di politica monetaria, sostanzialmente in linea con i profili storici (cfr. il riquadro 4). L'andamento del costo dei prestiti bancari a breve termine risente principalmente delle variazioni dei tassi del mercato monetario a breve, mentre i tassi applicati dagli istituti sui prestiti a più lungo termine rispecchiano la dinamica dei rendimenti sui titoli di Stato.

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

(valori percentuali in ragione d'anno)



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

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

Tra la fine del 2008 e la fine del 2009, dal momento che l'Euribor a tre mesi è diminuito di quasi 260 punti base, i tassi di interesse bancari a breve termine nominali sui prestiti alle società non finanziarie sono scesi di 210 punti base. Di conseguenza, nonostante una modesta ripresa delle attese di inflazione dal maggio 2009, i tassi sui prestiti bancari a breve termine in termini reali sono calati di 158 punti base. Le variazioni dei tassi sui prestiti bancari a lungo termine sono state ancora più pronunciate di quelle dei rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine corrispondenti. I tassi di interesse nominali sui prestiti bancari a più lungo termine hanno segnato nel 2009 una riduzione di circa 120 punti base, nettamente superiore a quella di 65 punti base dei rendimenti dei titoli di Stato a 5 anni. Di conseguenza, i differenziali tra i tassi sui prestiti bancari a lungo termine e i tassi di mercato comparabili hanno mostrato la

tendenza a ridursi considerevolmente per tutto il 2009, invertendo il forte ampliamento registrato l'anno precedente. Nel complesso, i tassi reali sui prestiti bancari a lungo termine sono calati di 130 punti base tra fine 2008 e fine 2009.

Analogamente, il notevole calo del costo in termini reali del finanziamento tramite titoli di debito emessi sul mercato, pari a 389 punti base, registrato nello stesso periodo, ha rispecchiato non solo la riduzione dei rendimenti dei titoli di Stato, ma anche il restringimento dei differenziali sulle obbligazioni societarie (misurati dalla differenza tra i rendimenti delle obbligazioni societarie e quelli dei titoli di Stato). Questi differenziali hanno iniziato a restringersi agli inizi del 2009 per tutte le categorie di *rating*, portandosi su livelli addirittura inferiori a quelli registrati nell'agosto 2008 (ossia poco prima del loro ampliamento generalizzato dovuto all'acuirsi della crisi finanziaria). La graduale

diminuzione dei rischi percepiti e un parziale ritorno della propensione al rischio degli investitori nel corso del 2009 hanno indotto una flessione particolarmente pronunciata dei differenziali sulle obbligazioni con basso merito di credito e su quelle di qualità inferiore (*speculative grade*). Ad esempio, tra la fine del 2008 e la fine del 2009 i differenziali sulle obbligazioni a elevato rendimento dell'area dell'euro sono scesi di 1.500 punti base, rispetto a 100 punti base circa per le obbligazioni con *rating* AAA.

Infine, anche il costo reale dell'emissione di azioni quotate è notevolmente diminuito per tutto il 2009, portandosi a fine anno sulla media di lungo periodo. L'andamento è stato facilitato dalla forte ripresa dei corsi azionari determinata dal ripristino della fiducia e da una diminuzione dell'avversione al rischio da parte degli investitori.

Riquadro 4

VALUTAZIONE DELLA TRASMISSIONE DEI TASSI DI INTERESSE DI RIFERIMENTO DELLA BCE AI PRINCIPALI TASSI SUI PRESTITI BANCARI AL DETTAGLIO NELL'AREA DELL'EURO

La trasmissione dei tassi di politica monetaria a quelli di prestito applicati dalle banche forma parte integrante del canale dei tassi di interesse della politica monetaria. Nell'area dell'euro questo meccanismo di trasmissione dovrebbe essere visto come il principale meccanismo attraverso il quale la politica monetaria finisce per influire sull'attività economica reale e sull'inflazione, visto il ruolo predominante del settore bancario quale fonte di finanziamento del settore privato non finanziario¹. Una riduzione dei tassi ufficiali si traduce di norma in una variazione sostanzialmente analoga dei tassi di interesse di mercato, specie sulle scadenze brevi. I tassi di interesse bancari al dettaglio sono tipicamente determinati in relazione, e in alcuni casi in diretto collegamento, ai tassi di mercato con scadenze corrispondenti. Le variazioni del tasso ufficiale dovrebbero pertanto riflettersi in ampia misura sui costi di finanziamento applicati dalle banche alle famiglie e alle imprese. Fatte queste premesse, il presente riquadro valuta la misura in cui le banche dell'area dell'euro hanno trasmesso alla clientela al dettaglio le riduzioni consecutive dei tassi di politica monetaria avviate nel quarto trimestre 2008, coprendo il periodo fino a dicembre 2009².

1 Per una descrizione più dettagliata dei concetti alla base del meccanismo di trasmissione ai tassi di interesse bancari al dettaglio, cfr. l'articolo intitolato *La trasmissione della politica monetaria ai tassi bancari al dettaglio nell'area dell'euro: andamenti recenti*, nel numero di agosto 2009 del Bollettino mensile.

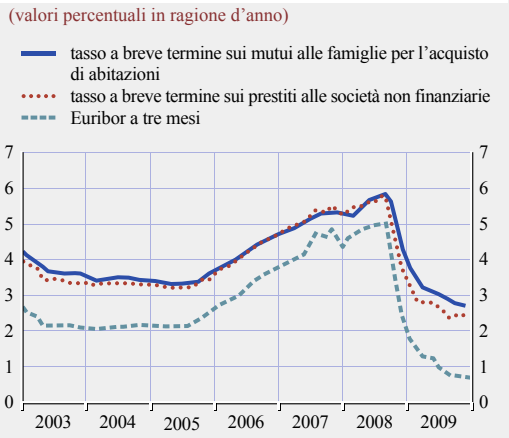
2 Questo riquadro è incentrato sugli andamenti recenti dei tassi di interesse applicati dalle IFM ai mutui erogati alle famiglie per l'acquisto di abitazioni e ai prestiti alle società non finanziarie, che rappresentano i principali prodotti creditizi dal lato dell'attivo del bilancio delle IFM. Nel terzo trimestre 2009, infatti, i mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni e i prestiti alle società non finanziarie costituivano rispettivamente il 16 e il 15 per cento delle attività totali delle IFM dell'area dell'euro (escluso l'Eurosistema).

Fra i mesi di ottobre 2008 e di maggio 2009 la BCE ha abbassato il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali dal 4,25 per cento al livello storicamente basso dell'1,00 per cento. Parallelamente alle riduzioni dei tassi ufficiali della BCE e alla straordinaria fornitura di liquidità da parte della banca centrale (e probabilmente a causa di tutto ciò), i tassi di mercato sia a breve sia a lungo termine sono calati marcatamente nel quarto trimestre 2008 e nell'arco dell'intero 2009. Ad esempio, tra la fine di settembre 2008 e dicembre 2009 l'Euribor a tre mesi è diminuito di 431 punti base, allo 0,71 per cento, mentre il tasso *swap* a sette anni si è ridotto di 156 punti base, al 3,09 per cento (cfr. figure A e B). Come mostrano le figure A e B, inoltre, sembra anche che le banche dell'area dell'euro abbiano trasmesso in misura considerevole alla clientela le riduzioni dei tassi di mercato osservate in questo periodo. Ad esempio, per quanto riguarda i prestiti con tassi a breve termine (ossia con tasso variabile e periodo iniziale di determinazione del tasso fino a un anno), i tassi di interesse bancari medi sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni e sui prestiti alle società non finanziarie sono calati rispettivamente di circa 309 e 336 punti base (cfr. figura A). Analogamente, nel caso dei tassi sui prestiti a lungo termine (con un periodo iniziale di determinazione superiore a un anno), i tassi bancari medi sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni e sui prestiti alle società non finanziarie si sono ridotti di 111 e 200 punti base (cfr. figura B)³.

Benché sia vero che complessivamente i tassi sui prestiti delle IFM sono calati in misura considerevole da quando la BCE ha iniziato a ridurre i tassi di interesse di riferimento, è altrettanto chiaro che, ad eccezione dei tassi sui prestiti a lungo termine alle imprese, le IFM hanno trasmesso finora solo una parte della riduzione. Tuttavia, ciò non contrasta necessariamente con gli andamenti storici, in base ai quali le banche trasmettono di solito solo gradualmente le variazioni dei tassi ufficiali e di mercato ai tassi praticati sui prestiti alla clientela. In altre parole, i tassi sui prestiti bancari presentano generalmente un certo grado di viscosità in risposta alle variazioni

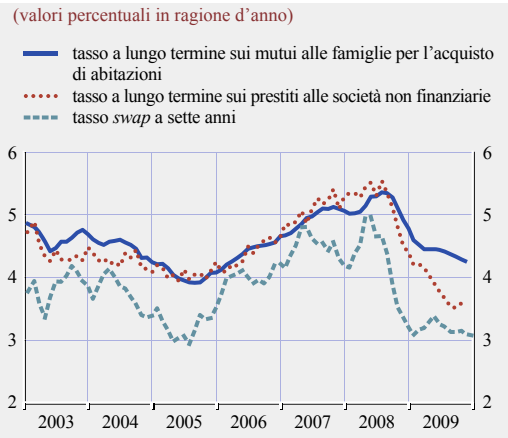
3 In particolare, nel dicembre 2009 vari tassi attivi delle IFM hanno raggiunto il livello più basso dall'inizio dell'armonizzazione delle statistiche sui tassi di interesse delle IFM nel gennaio 2003.

Figura A Tassi a breve termine sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni e sui prestiti alle società non finanziarie ed Euribor a tre mesi



Fonte: BCE.
 Nota: i tassi a breve termine si riferiscono ai prestiti con tasso variabile e periodo iniziale di determinazione del tasso fino a un anno.

Figura B Tassi a lungo termine sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni e sui prestiti alle società non finanziarie e tasso swap a sette anni



Fonte: BCE.
 Note: i tassi a lungo termine si riferiscono ai prestiti con periodo iniziale di determinazione del tasso superiore a un anno. Le diverse fasce di determinazione iniziale del tasso sono state ponderate in base ai volumi delle nuove operazioni.

della politica monetaria. Tali fattori di attrito risultano inoltre spesso asimmetrici, nel senso che i tassi bancari tendono ad adeguarsi più rapidamente in risposta a un aumento dei tassi ufficiali che non a una loro riduzione. L'entità e la rapidità della trasmissione ai tassi sui prestiti bancari sono spesso collegate al grado di concorrenza imperfetta nel settore bancario e alla presenza di costi di aggiustamento nominale di varia natura (*menu costs*). Questi elementi di attrito potrebbero dissuadere le banche dal rispondere sistematicamente alle variazioni dei tassi ufficiali e di mercato, preferendo rimandare l'aggiustamento dei tassi sui prestiti al momento in cui la variazione dei tassi di mercato superi una determinata soglia⁴. Oltre a ciò, altri fattori collegati all'intermediazione finanziaria potrebbero influire sugli andamenti dei differenziali fra i tassi sui prestiti bancari e i tassi di mercato, come ad esempio i costi relativi al rischio di tasso di interesse e al rischio di credito, il grado di avversione al rischio delle banche, i costi operativi per unità di prodotto, la liquidità bancaria e la diversificazione dei prodotti. Tali fattori addizionali non sono trattati in questa sede.

Secondo la letteratura in materia, la trasmissione dei tassi ufficiali di politica monetaria ai tassi di interesse applicati dalle banche, attraverso le variazioni dei tassi di mercato, può essere rappresentata utilizzando un modello a correzione di errore in cui le variazioni di un specifico tasso di interesse bancario vengono regredite sulle variazioni simultanee (e ritardate) di un corrispondente tasso di mercato e (possibilmente) sulle variazioni ritardate dello stesso tasso di interesse bancario, nonché su un termine di correzione dell'errore che riflette la misura in cui nel periodo precedente il tasso bancario si discostava dal suo rapporto di equilibrio di lungo periodo con il tasso di mercato. Utilizzando un modello standard a correzione di errore di questo tipo per la trasmissione delle variazioni nei tassi di mercato ai tassi sui prestiti delle IFM si rileva che, sebbene i tassi sui prestiti selezionati tendano ad aggiustarsi più o meno completamente nel lungo periodo, tale aggiustamento è tutt'altro che immediato e la velocità di aggiustamento verso l'equilibrio di lungo periodo risulta anch'essa relativamente modesta (cfr. tavola)⁵. Ad esempio, mentre il 91 per cento di un calo dei tassi di mercato finisce per trasmettersi ai prestiti a breve termine concessi alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, solo il 29 per cento del calo stesso si ripercuote su tali prestiti nel mese immediatamente successivo alla variazione del tasso di mercato. In generale i tassi sui prestiti alle imprese tendono ad adeguarsi alle variazioni dei tassi di mercato a ritmi leggermente più sostenuti di quanto avvenga per i mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni. Ad esempio, il 69 per cento del calo dei tassi di mercato si ripercuote sui tassi dei prestiti alle imprese nell'arco del primo mese, e anche la velocità dell'aggiustamento verso l'equilibrio di lungo periodo è maggiore. Ciò potrebbe riflettere, fra l'altro,

4 Per una descrizione più completa del comportamento delle banche in materia di determinazione dei tassi di interesse, cfr. l'articolo citato nella nota 1 e i riferimenti ivi contenuti.

5 La descrizione completa del modello è contenuta nell'articolo citato nella nota 1.

Trasmissione dei tassi di riferimento ai tassi sui prestiti delle IFM, in base a un modello a correzione di errore

	Trasmissione immediata	Trasmissione finale	Rapidità dell'aggiustamento	Corretto R ²	Tasso di mercato corrispondente
Mutui a breve termine alle famiglie per l'acquisto di abitazioni	0,29	0,91	-0,02	0,62	Euribor a 3 mesi
Mutui a lungo termine alle famiglie per l'acquisto di abitazioni	0,17	1,06	-0,12	0,76	tasso <i>swap</i> a 7 anni
Prestiti a breve termine alle società non finanziarie	0,69	0,86	-0,16	0,76	Euribor a 3 mesi
Prestiti a lungo termine alle società non finanziarie	0,32	1,02	-0,19	0,40	tasso <i>swap</i> a 7 anni

Fonte: BCE.

Nota: per una descrizione della metodologia di stima, cfr. l'articolo citato nella nota 1. Il campione copre il periodo da gennaio 1997 a settembre 2008. Tutti i coefficienti sono statisticamente significativi al 5 per cento.

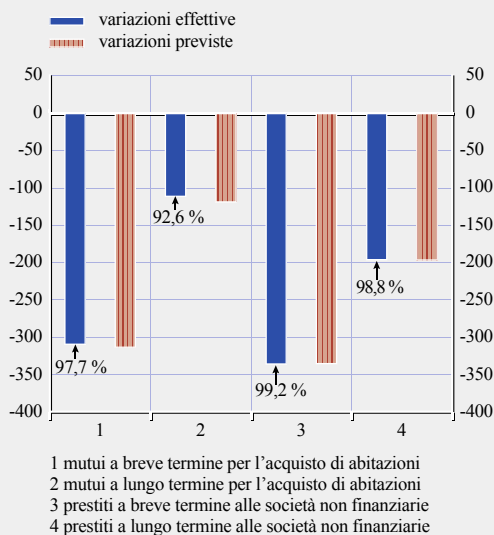
il maggior potere di negoziazione che le imprese (specie quelle di grandi dimensioni) hanno nei confronti delle banche rispetto alle famiglie⁶.

Al fine di determinare la misura in cui la trasmissione ai tassi sui prestiti delle IFM a partire dall'inizio dell'ultima tornata di riduzioni dei tassi di riferimento della BCE si è discostata dalle passate regolarità, è stato costruito un modello di previsione dei tassi sui prestiti delle IFM basandosi sugli andamenti dei tassi di mercato fra l'ottobre 2008 e il dicembre 2009. Sono state elaborate previsioni consecutive sui tassi sui prestiti delle IFM per l'orizzonte a un mese, i cui scostamenti cumulati rispetto al mese precedente sono riportati nella figura C, unitamente alle variazioni cumulate effettive dei tassi sui prestiti delle IFM. Nel complesso, i risultati indicano che i forti cali dei tassi di mercato sono stati trasmessi in misura sostanzialmente comparabile a quanto ci si sarebbe potuto attendere in base all'esperienza passata. In particolare, al dicembre 2009 la trasmissione per i tassi a breve termine ai mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni e per i tassi a breve e a lungo termine ai prestiti alle società non finanziarie risultava ampiamente in linea con la previsione⁷. Marginalmente, solo l'aggiustamento del tasso a lungo termine sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è stato lievemente inferiore a quanto prevedibile in base alle regolarità storiche.

Nel complesso, nonostante l'impatto prevalentemente negativo prodotto sui bilanci delle banche dell'area dell'euro dalla crisi finanziaria e dal generale rallentamento economico, nel 2009 le IFM dell'area dell'euro sembrano essere riuscite a trasmettere in misura analoga al passato le considerevoli riduzioni dei tassi di interesse di riferimento della BCE ai loro principali tassi sui prestiti. Pertanto, almeno per quanto riguarda il canale dei tassi di interesse bancari della trasmissione della politica monetaria, il sostanziale allentamento della politica monetaria della BCE a partire dal quarto trimestre 2008 sembra aver funzionato in modo soddisfacente, agevolando le decisioni di consumo e di investimento delle famiglie e delle società non finanziarie. Nondimeno, la soddisfacente trasmissione dei tassi di interesse non garantisce che l'offerta di prestiti non abbia risentito della crisi finanziaria. I risultati dell'indagine sul credito bancario condotta dall'Eurosistema, ad esempio, evidenziano un protratto irrigidimento netto dei criteri di concessione dei prestiti al settore privato durante l'intero 2009. Le persistenti vulnerabilità e incertezze relative alla solidità del settore bancario dell'area dell'euro rendono necessario anche nel 2010 un attento monitoraggio delle banche per quanto riguarda il loro comportamento di determinazione dei tassi sui prestiti e l'offerta generale di credito bancario ai settori non finanziari.

Figura C Variazioni cumulate effettive e previste dei tassi sui prestiti delle IFM fra ottobre del 2008 e dicembre del 2009

(in punti base)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: le previsioni sono stimate in base a un modello a correzione di errore per il campione gennaio 1997-settembre 2008 e agli andamenti dei tassi di mercato nel periodo ottobre 2008-dicembre 2009. I valori percentuali indicano la variazione effettiva cumulata dei tassi bancari al dettaglio in rapporto a quella prevista.

⁶ Ad esempio, le imprese di grandi dimensioni hanno accesso più facile ad altre fonti di finanziamento, come i mercati delle obbligazioni societarie o delle azioni quotate, e in alcuni casi possono anche ottenere finanziamenti sui mercati internazionali dei prestiti.

⁷ Per tutti e tre i tassi, il valore effettivo a dicembre 2009 era ampiamente all'interno dell'intervallo di confidenza del 95 per cento.

IL FINANZIAMENTO ESTERNO HA RALLENTATO

Nel 2009 il tasso di incremento del finanziamento esterno delle società non finanziarie, nonostante la generalizzata moderazione del suo costo reale, è costantemente diminuito (cfr. figura 20). Nel terzo trimestre si è collocato appena allo 0,1 per cento rispetto al periodo corrispondente, dal 2,6 dell'ultimo trimestre del 2008. L'andamento è interamente riconducibile al crollo del contributo dei prestiti concessi dalle IFM, diventato negativo nel terzo trimestre del 2009. Allo stesso tempo è notevolmente aumentato soprattutto il contributo dell'emissione di titoli di debito, utilizzata dalle imprese dell'area dell'euro come fonte alternativa di finanziamento.

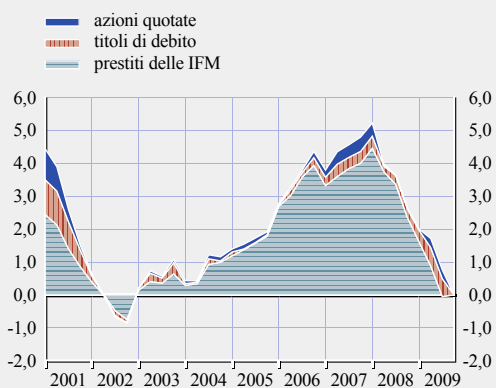
Una delle principali determinanti del rapido calo del fabbisogno di finanziamento esterno è stato il peggioramento del contesto economico e forse la necessità di una certa ristrutturazione dei bilanci. Il brusco rallentamento dell'attività economica ha avuto drastiche ripercussioni sugli utili societari e sulla disponibilità di fondi interni. Le informazioni sulla redditività delle imprese ricavate dai bilanci delle società quotate hanno mostrato qualche segnale di

ripresa dagli inizi del 2009; tuttavia gli indici di redditività non sono ritornati ai livelli registrati prima della crisi (cfr. figura 21). La maggior parte degli indicatori di redditività delle società dell'area dell'euro basati sui mercati azionari ha continuato a segnalare una protratta contrazione per gran parte del 2009. Ad esempio, il tasso di variazione sul periodo corrispondente degli utili per azione delle società non finanziarie quotate dell'area dell'euro ha mantenuto una tendenza al ribasso ed è rimasto in territorio negativo per tutto l'anno.

Anche l'indagine sul credito bancario condotta dall'Eurosistema suggerisce che nel 2009 fattori dal lato della domanda (come le prospettive economiche negative, i minori investimenti fissi da parte delle imprese e una modesta attività di fusione e acquisizione) hanno avuto un forte impatto negativo sulla domanda di prestiti da parte delle società non finanziarie dell'area dell'euro. Infatti, il tasso di crescita sui 12 mesi dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie ha continuato a diminuire costantemente per tutto l'anno, diventando negativo in settembre per la prima volta da quando è iniziata la rilevazione nel 1999. Seppur generalizzata per

Figura 20 Scomposizione del tasso di crescita reale sul periodo corrispondente del finanziamento esterno alle società non finanziarie¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

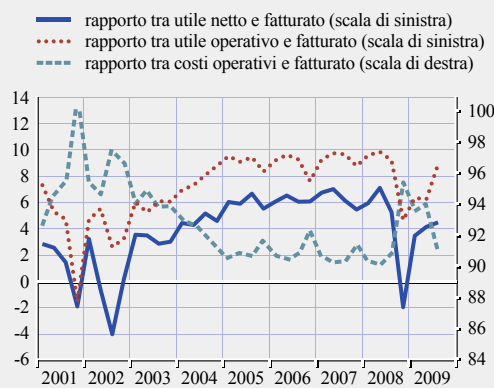


Fonte: BCE.

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

Figura 21 Indicatori di redditività delle società non finanziarie quotate dell'area dell'euro

(dati trimestrali; valori percentuali)



Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.

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

tutte le scadenze, la flessione del tasso di incremento dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie è stata particolarmente pronunciata per i prestiti con le scadenze più brevi, a indicazione di una parziale sostituzione da parte delle imprese dei prestiti a breve con quelli a più lungo termine. Nel complesso, questo protratto calo è sostanzialmente in linea con le regolarità del ciclo economico, considerate l'entità della recente contrazione della spesa in conto capitale e la perdurante incertezza che caratterizza le prospettive economiche. Inoltre, l'evidenza empirica suggerisce che i prestiti alle società non finanziarie tendono in genere a mostrare un notevole sfasamento temporale rispetto al ciclo economico⁴.

Allo stesso tempo, sebbene la domanda più contenuta sembri essere una determinante importante del rallentamento dei prestiti delle IFM, le indagini congiunturali suggeriscono che durante l'anno considerevoli punti di debolezza all'interno del sistema bancario potrebbero aver influito sull'offerta di credito. Nel 2009 l'indagine sul credito bancario condotta dall'Eurosistema ha continuato a rilevare un irrigidimento netto dei criteri per la concessione del credito, ancorché in calo nel corso dell'anno, e una quota non trascurabile di imprese dell'area dell'euro ha segnalato un peggioramento della disponibilità di prestiti bancari e della propensione delle banche a erogarli nella prima metà del 2009. Tuttavia, gli effetti dei vincoli dal lato dell'offerta sulla concessione dei prestiti bancari sono stati tendenzialmente posti in ombra nel 2009 dall'eccezionale deterioramento delle determinanti relative alla domanda.

Quando i prestiti bancari concessi alle società non finanziarie hanno iniziato a diminuire, le imprese dell'area dell'euro che necessitavano di finanziamenti hanno fatto crescente ricorso a fonti alternative di finanziamento. In particolare, il tasso di incremento sui 12 mesi dell'emissione di titoli di debito è salito dal 7,9 per cento di fine 2008 al 16,3 di fine 2009, mentre il contributo delle società non finanziarie all'emissione complessiva di titoli di debito è aumentato dal 10 per cento del periodo precedente alla crisi

finanziaria a oltre il 15 per cento a fine 2009. L'andamento è stato determinato da un rinnovato interesse nel mercato europeo delle obbligazioni societarie che, considerando la protratta debolezza dell'attività di fusione e acquisizione, può ricondursi principalmente a due fattori. Innanzitutto, la rapida flessione dei differenziali sulle obbligazioni societarie ha ridotto in misura considerevole il costo del finanziamento mediante il ricorso al mercato, che è sceso più di quanto si sia verificato per il finanziamento tramite il credito bancario. In secondo luogo, la sostituzione di quest'ultimo con il primo potrebbe essere stata favorita dall'irrigidimento dei criteri per l'erogazione del credito bancario. Come avvenuto per i prestiti bancari, l'attività di emissione dei titoli di debito è stata più vigorosa per le scadenze più lunghe. Il contributo dell'emissione di titoli di debito a breve termine al tasso di incremento complessivo ha iniziato a diminuire agli inizi del 2009 e ha continuato fino alla fine dell'anno. Ciò ha rispecchiato la brusca contrazione dell'emissione netta di titoli di debito a breve termine da parte delle società non finanziarie, forse connessa alle attività di rifinanziamento. Le società dell'area dell'euro hanno sfruttato le condizioni di mercato molto favorevoli per rifinanziare debito con scadenza a breve, dilazionandole nel tempo.

Sulla scorta della ripresa dei mercati azionari nel 2009, anche il tasso di incremento sui 12 mesi delle azioni quotate emesse dalle società non finanziarie ha segnato un recupero nell'anno, diventando positivo in marzo e crescendo sempre in seguito fino a quasi il 2,0 per cento in dicembre.

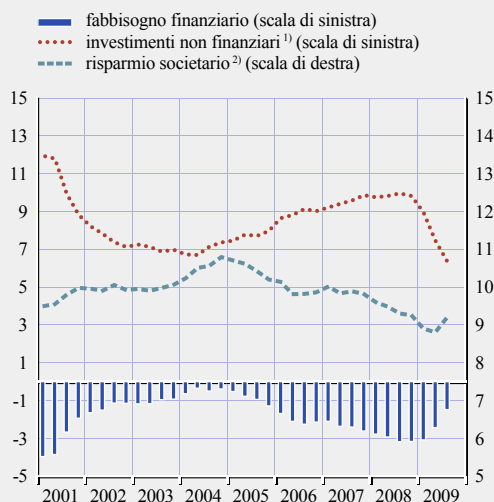
I TITOLI DI DEBITO SOCIETARI HANNO REGISTRATO UN'ULTERIORE ESPANSIONE

Per effetto di un calo più rapido degli investimenti rispetto al risparmio delle imprese in rapporto al PIL, il fabbisogno finanziario (in termini generali, la misura in cui le società non finanziarie devono ricorrere a fonti esterne di finanziamento per consentire gli

⁴ Cfr., ad esempio, Kok Sørensen C., D. Marqués Ibáñez e C. Rossi (2009), *Modelling loans to non-financial corporations in the euro area*, Working Paper della BCE, n. 989, gennaio.

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

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

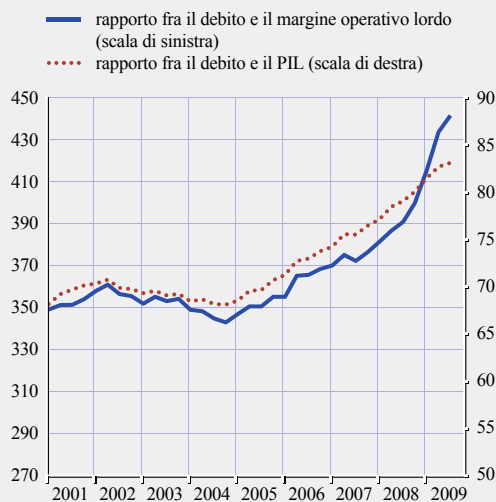


Fonte: BCE.

- 1) Comprende le scorte e l'accumulo di attività non finanziarie.
2) Include i trasferimenti netti di capitale.

Figura 23 Indici di indebitamento delle società non finanziarie

(valori percentuali)



Fonti: BCE, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: il debito è riportato sulla base dei conti trimestrali settoriali europei. Include i prestiti, i titoli di debito emessi e le riserve dei fondi pensione. I dati ricomprendono le rilevazioni fino al terzo trimestre del 2009.

investimenti) si è ridotto nel 2009, per la prima volta dalla metà del 2004 (cfr. figura 22). È rimasto tuttavia elevato, a indicare la necessità di un processo di ristrutturazione dei bilanci dato il peggioramento della redditività delle imprese.

I flussi di finanziamento esterno moderati, ma ancora positivi, in combinazione con il crollo del finanziamento interno hanno dato luogo a ulteriori aumenti degli indici di leva finanziaria delle società non finanziarie in termini di PIL e di margine operativo lordo (cfr. figura 23), che hanno toccato massimi storici. Nel terzo trimestre del 2009 il debito in rapporto al PIL e al margine operativo lordo è aumentato rispettivamente all'83,1 e al 441 per cento. Questo considerevole livello di leva finanziaria per il settore delle società non finanziarie potrebbe spiegare l'accresciuto numero di insolvenze delle imprese nel 2009. Allo stesso tempo le significative flessioni dei tassi di interesse hanno ridotto l'onere netto per interessi delle società non finanziarie nel corso del 2009. Nel complesso, il livello

elevato del debito e l'onere per interessi ad esso associato segnalano la chiara esigenza di un'ulteriore ristrutturazione dei bilanci nel settore delle società non finanziarie dell'area dell'euro.

2.3 PREZZI E COSTI

Nel 2009 l'inflazione misurata sullo IAPC è scesa allo 0,3 per cento in media, dopo aver raggiunto il 3,3 nel 2008 (cfr. tavola 1). Quest'oscillazione è in netto contrasto con gli andamenti degli anni precedenti, quando i tassi di inflazione si erano concentrati nell'intervallo fra il 2,1 e il 2,2 per cento. Nel periodo 1999-2009 l'inflazione media annua si è collocata al 2,0 per cento. Il livello molto basso di inflazione nel 2009 è ascrivibile principalmente all'impatto del forte calo dei prezzi del greggio e di altre materie prime rispetto agli elevati livelli dell'anno precedente, per cui lo shock inflazionistico del 2008 è stato annullato. Tuttavia, al contenimento hanno contribuito anche le minori spinte inflazionistiche in un contesto caratterizzato da

Tavola I Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2007	2008	2009	2008 4° trim.	2009 1° trim.	2009 2° trim.	2009 3° trim.	2009 4° trim.	2009 dic.	2010 gen.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti										
Indice complessivo	2,1	3,3	0,3	2,3	1,0	0,2	-0,4	0,4	0,9	1,0
Beni energetici	2,6	10,3	-8,1	2,1	-6,1	-10,7	-11,9	-3,2	1,8	4,0
Alimentari non trasformati	3,0	3,5	0,2	3,0	2,8	0,8	-1,2	-1,5	-1,6	-1,3
Alimentari trasformati	2,8	6,1	1,1	4,3	2,1	1,1	0,6	0,5	0,7	0,6
Beni industriali non energetici	1,0	0,8	0,6	0,9	0,7	0,7	0,5	0,3	0,4	0,1
Servizi	2,5	2,6	2,0	2,6	2,2	2,2	1,8	1,7	1,6	1,4
Altri indicatori di prezzi e costi										
Prezzi alla produzione nell'industria ¹⁾	2,7	6,1	-5,1	3,4	-2,0	-5,7	-7,8	-4,6	-2,9	.
Prezzo del petrolio (euro per barile) ²⁾	52,8	65,9	44,6	43,5	35,1	43,8	48,1	51,2	51,6	54,0
Prezzi delle materie prime ³⁾	7,5	2,1	-18,5	-9,9	-29,2	-24,5	-18,8	2,8	19,0	27,1

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

1) Escluse le costruzioni.

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

3) Esclusi i beni energetici; dati in euro.

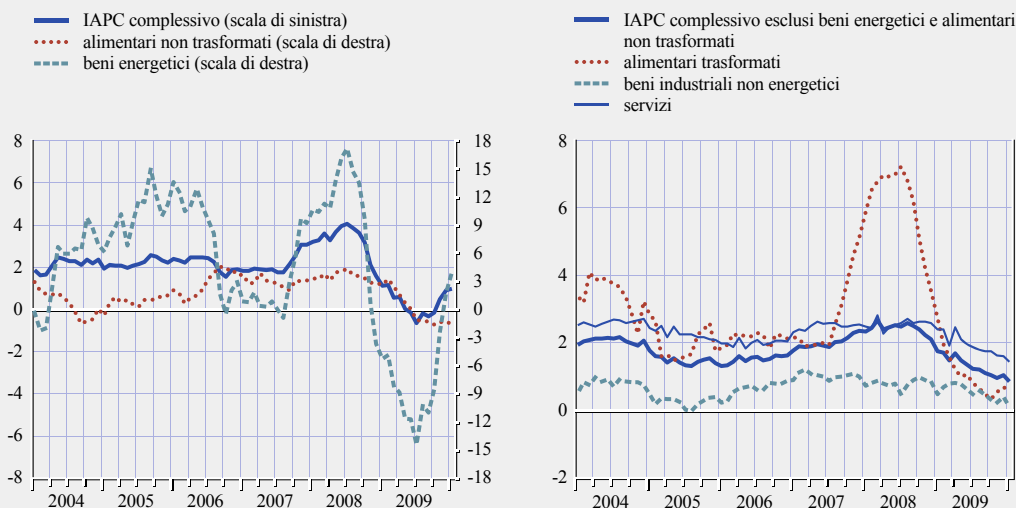
una grave contrazione dell'attività e dal rapido deterioramento delle condizioni del mercato del lavoro.

Nel 2009 l'inflazione complessiva inizialmente è calata, per poi divenire negativa a metà dell'anno e quindi risalire nel secondo semestre.

Tale andamento nettamente differenziato è stato dominato, come nel 2008, dalla dinamica dei prezzi delle materie prime, specialmente del petrolio, e dagli effetti base connessi (cfr. figura 24). La contrazione dell'economia mondiale nella seconda metà del 2008 ha spinto rapidamente le quotazioni delle

Figura 24 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

materie prime verso livelli generalmente bassi all'inizio del 2009, dai valori estremamente elevati raggiunti nell'estate del 2008. Pertanto, a partire dal dicembre 2008, quando il tasso è sceso bruscamente all'1,6 per cento dal picco del 4,0 toccato a metà del 2008, l'inflazione ha continuato a scendere nella prima parte del 2009, principalmente a causa di effetti base negativi, è entrata in territorio negativo per la prima volta in giugno, ha toccato il valore di -0,7 per cento in luglio ed è rimasta negativa fino a ottobre. Nell'ultimo trimestre dell'anno l'inflazione è risalita rapidamente dal valore minimo, a causa dell'effetto combinato dei rincari delle materie prime e di consistenti effetti base. Questi ultimi, nel frattempo, erano divenuti positivi, in quanto l'impatto del brusco calo dei prezzi delle materie prime nell'autunno 2008 ha cessato di rientrare nel calcolo dell'inflazione. Il tasso di inflazione tendenziale è tornato di segno positivo nel novembre 2009, collocandosi allo 0,9 per cento in dicembre.

Nel 2009 la dinamica salariale ha rallentato, allorché il rapido deteriorarsi delle condizioni del mercato del lavoro ha iniziato a esercitare spinte al ribasso sugli accordi salariali, dando così luogo a una moderazione delle retribuzioni e a una riduzione delle gratifiche. Inoltre, l'ampio ricorso a programmi di lavoro a orario ridotto ha contribuito a limitare l'aumento dei redditi per occupato. Nonostante la netta flessione della dinamica di tali redditi, allorché la produttività per occupato è calata, il costo del lavoro per unità di prodotto è bruscamente aumentato raggiungendo il valore massimo nel primo trimestre del 2009. I margini si sono pertanto contratti in seguito alla moderazione dei prezzi applicati dai produttori e sono di conseguenza calati gli utili, a causa sia degli effetti di volume sia degli effetti di margine.

La percezione dell'inflazione al consumo e le aspettative a breve termine, che avevano raggiunto il valore massimo nel 2008, sono peggiorate rapidamente fino a toccare livelli molto bassi nel 2009. Secondo le indagini, invece, le aspettative a lungo termine si sono

mantenute molto stabili, dimostrando di essere rimaste saldamente ancorate all'obiettivo della BCE, ossia il mantenimento dell'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento sul medio termine.

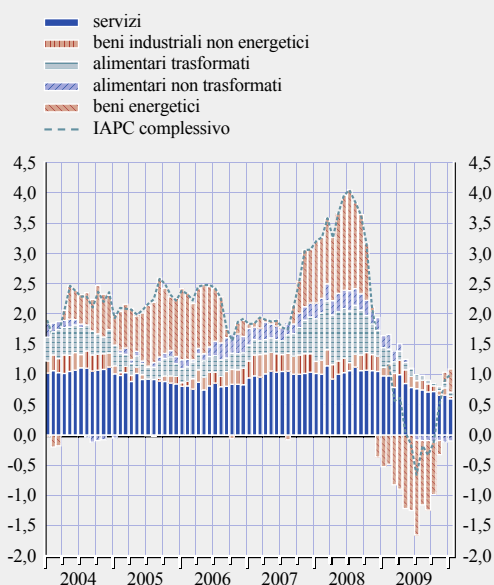
INFLAZIONE TEMPORANEAMENTE NEGATIVA A CAUSA DELLA DINAMICA DEI PREZZI DEI BENI ENERGETICI E ALIMENTARI

Le ampie oscillazioni dei prezzi delle materie prime sono state una delle principali determinanti dei marcati movimenti dell'inflazione nell'area dell'euro nel 2009. L'andamento dell'inflazione, che dal picco del 4,0 per cento nel luglio 2008 è scesa rapidamente al minimo di -0,7 nel luglio 2009 per poi risalire allo 0,9 in dicembre, è stato ampiamente influenzato dalla eccezionale volatilità dei prezzi mondiali nel 2008 e 2009. Le quotazioni delle materie prime energetiche, industriali e alimentari sono crollate dal valore massimo raggiunto nell'estate 2008 a un livello minimo nell'inverno 2008-2009, per poi risalire, in gran parte dei casi, verso la fine del 2009. Tuttavia, il calo generale dei tassi di inflazione nel 2009 è stato influenzato anche dal chiaro impatto disinflazionistico della contrazione dell'attività economica, dal momento che numerose componenti dello IAPC hanno mostrato una graduale moderazione (cfr. figura 25).

La dinamica sostenuta della componente energetica dello IAPC, che ha un peso del 9,6 per cento nell'indice complessivo, ha rispecchiato da vicino sia le variazioni dei prezzi dei beni energetici petroliferi (come benzina, gasolio e combustibili per riscaldamento), sospinte dalle quotazioni mondiali del petrolio, sia la risposta ritardata delle componenti energetiche non petrolifere (come l'elettricità e il gas) alla dinamica dei corsi del greggio. Le quotazioni del petrolio, calcolate in euro, hanno toccato un punto minimo nel dicembre 2008 dopo una discesa dal picco raggiunto nel giugno dello stesso anno, per poi risalire a un valore intermedio nel dicembre 2009. In tale contesto, e tenuto conto degli effetti ritardati risultanti dall'andamento delle quotazioni dei prodotti energetici non petroliferi, la dinamica dei prezzi

Figura 25 Contributi alla crescita dello IAPC: principali componenti

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



Fonte: Eurostat.

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

dei beni energetici ha toccato il valore minimo di -14,4 per cento nel luglio 2009, per il contributo di consistenti effetti base e la temporanea contrazione dei corsi energetici. In seguito ha recuperato terreno ed è tornata di segno positivo (all'1,8 per cento) nel dicembre 2009. Nella seconda metà dell'anno le quotazioni dei prodotti energetici non petroliferi hanno continuato a esercitare pressioni al ribasso.

Nel 2009 l'inflazione dei prodotti alimentari nell'area dell'euro ha rallentato costantemente ed è diventata negativa nella seconda metà dell'anno, toccando il livello minimo dall'inizio della serie nel 1990. Questo processo di disinflazione è stato sospinto dalle passate riduzioni dei prezzi delle materie prime alimentari, in un contesto caratterizzato dalla debolezza della domanda. La dinamica della componente degli alimentari trasformati, che nel luglio 2008 aveva raggiunto il valore massimo del 7,2 per cento (per effetto dell'accelerazione dei corsi mondiali delle

materie prime agricole come pane e cereali, prodotti caseari, oli e grassi), nel 2009 ha continuato l'andamento flettente fino a toccare lo 0,7 per cento alla fine dell'anno, dato che le quotazioni mondiali di queste materie prime si sono attenuate e si sono ridotti i costi di trasporto. Nel complesso, nel 2009 l'incremento dei prezzi degli alimentari trasformati è stato in media dell'1,1 per cento, a fronte dell'incremento del 6,1 per cento del 2008. Anche l'inflazione degli alimentari freschi ha registrato una brusca contrazione nella prima metà del 2009 ed è diventata negativa nel secondo semestre dell'anno. Questa flessione è attribuibile solo in parte all'andamento dei prezzi dei prodotti ortofrutticoli, influenzato dalle condizioni meteorologiche: essa è anche dovuta al rallentamento del tasso di inflazione dei prezzi delle carni, a seguito dell'inversione dei forti aumenti delle quotazioni mondiali dei mangimi nel 2008.

Al netto dei prezzi dei beni energetici e alimentari (trasformati e freschi), l'inflazione ha registrato una graduale flessione dalla metà del 2008. Ciò principalmente a causa dell'effetto frenante dei fattori interni – dato che i salari hanno rallentato e i margini di profitto si sono ridotti – ma anche, in certa misura, degli effetti connessi al calo delle quotazioni delle materie prime.

I prezzi dei beni industriali non energetici sono aumentati in media dello 0,6 per cento nel 2009, segnando un lieve calo rispetto allo 0,8 registrato nel 2008 e all'1 per cento nel 2007. Il rallentamento in atto dall'inizio del 2008 è divenuto più pronunciato nell'estate 2009 e in dicembre l'inflazione di tale componente si è collocata allo 0,4 per cento. Questa recente flessione dei tassi di crescita è ascrivibile a una gamma di voci più ampia che in passato. Oltre all'inflazione dei beni durevoli, che è scesa fino a toccare il minimo storico di -1,1 per cento nel settembre 2009 (in particolare, a seguito dei forti sconti praticati dai concessionari di autovetture), anche quella dei beni non durevoli ha iniziato a calare dalla seconda metà del 2009 in seguito alla riduzione

della capacità delle imprese di determinare i prezzi. Si è così invertita la tendenza al rialzo osservata in precedenza per oltre tre anni.

Anche l'inflazione nei servizi, la componente meno reattiva dell'indice, che era rimasta sostanzialmente stabile su livelli relativamente elevati intorno al 2,6 per cento per gran parte del 2008, ha iniziato a rallentare nel 2009 e ha raggiunto l'1,6 per cento alla fine dell'anno. Il contenimento dell'inflazione in questo settore è connesso alla debolezza della domanda e alla vigorosa concorrenza fra le imprese. A un livello più disaggregato, il calo dell'inflazione nei servizi è stato determinato in larga misura dal contributo dei servizi ricreativi (in particolare, ristoranti e bar, vacanze organizzate e servizi alberghieri che hanno registrato tassi negativi nella seconda metà dell'anno) e, in misura minore, dei servizi di trasporto. Per questi ultimi la quasi totalità del contributo è stata determinata dalla voce relativa al trasporto aereo passeggeri. Per contro, di recente si è attenuato il contributo negativo del calo dei prezzi dei servizi di comunicazione osservato per un lungo periodo.

I PREZZI ALLA PRODUZIONE SONO DIMINUITI NEL 2009

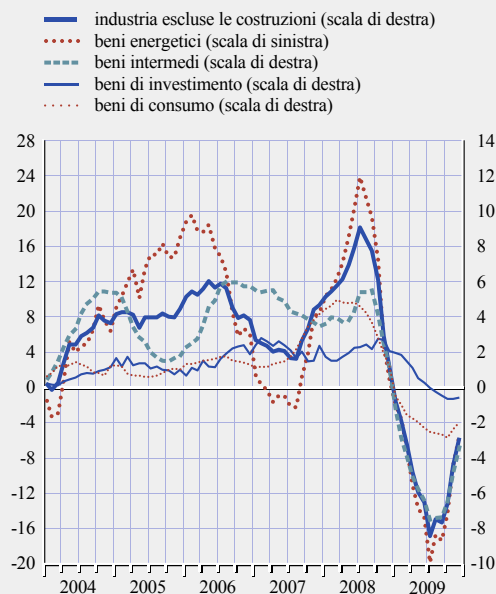
Nel contesto di una contrazione mondiale dell'attività e di un calo delle quotazioni delle materie prime, nella fase seguita al forte shock inflazionistico si sono manifestate vigorose spinte al ribasso sui prezzi lungo la filiera produttiva. Ciò ha determinato una flessione dei prezzi alla produzione per un'ampia gamma di prodotti, dapprima (alla fine del 2008) agli stadi iniziali della produzione e successivamente (nella seconda metà del 2009) in quelli finali. Questa netta inversione di tendenza rispetto all'elevato livello dei prezzi alla produzione osservato nell'estate del 2008 è avvenuta in un contesto caratterizzato dal calo dei corsi delle materie prime e dai bassi livelli di domanda per i fattori di produzione (capitale e lavoro). Tali spinte al ribasso sui prezzi si sono in parte attenuate verso la fine dell'anno, in considerazione del lieve recupero dell'attività e della ripresa delle quotazioni mondiali delle materie prime.

Nel 2009 la dinamica dei prezzi alla produzione nell'industria (al netto delle costruzioni) si è collocata in media a -5,1 per cento, segnando un'inversione rispetto all'incremento del 6,1 per cento registrato nel 2008. Dopo aver toccato il livello minimo di -8,4 per cento nel luglio 2009 (un'inversione quasi identica dal picco storico di 9,1 per cento registrato nel luglio 2008), l'inflazione alla produzione è risalita a -2,9 in dicembre, principalmente a causa della dinamica dei prezzi dei beni energetici che in luglio ha toccato il punto minimo a -20,0 per cento, per poi risalire a -5,1 in dicembre.

Al netto delle costruzioni e dell'energia, la dinamica dei prezzi alla produzione nell'industria, che aveva raggiunto il valore massimo del 4,3 per cento nel luglio 2008, è scesa a -2,3 nel dicembre 2009. Le variazioni sono state particolarmente pronunciate per i beni intermedi, mentre hanno avuto un'ampiezza minore per quelli di consumo e anche qualche sfasamento temporale per i beni d'investimento (cfr. figura 26).

Figura 26 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

L'inflazione dei beni intermedi è scesa dal valore massimo del 5,5 per cento nel settembre 2008 al punto minimo di -7,6 per cento nel luglio 2009, a seguito dell'impatto (ritardato) del calo dei prezzi delle materie prime industriali e dei beni energetici, ma anche per lo scarso grado di utilizzo della capacità produttiva e l'inasprirsi della concorrenza. Nella seconda metà dell'anno il rialzo dei corsi delle materie prime e del greggio ha portato a una stabilizzazione dei prezzi dei beni intermedi, dato che i cali delle quotazioni sono andati gradualmente diminuendo in ragione di effetti base positivi.

Agli stadi successivi della catena produttiva è proseguita la rapida discesa dei prezzi alla produzione nel settore dei beni di consumo. La dinamica di tali prezzi aveva toccato il valore massimo del 5,0 per cento nel marzo 2008 (il tasso più elevato dall'inizio dell'UEM nel 1999), sulla scia dello shock inflazionistico originato dalle pressioni della domanda globale sui prezzi dei beni alimentari. La crescita sui 12 mesi di questi prezzi si è collocata a -1,9 per cento nel dicembre 2009, ma è stata pari a -0,3 per cento al netto dei tabacchi e dei beni alimentari. I movimenti della dinamica dei prezzi alla produzione dei beni di investimento sono stati meno pronunciati e più ritardati rispetto a quelli di altre componenti dell'indice. L'inflazione sui 12 mesi di questi beni si è portata su valori nulli a metà del 2009 e in dicembre si è collocata a -0,6 per cento, in seguito alla moderazione dei costi, all'esaurimento degli ordini in un

contesto di rapida contrazione della domanda, e all'intensificarsi della concorrenza.

Nel complesso, la debolezza della domanda nell'area dell'euro e a livello internazionale ha determinato condizioni di mercato nettamente più concorrenziali ai vari stadi della produzione. Questo contesto competitivo, insieme alla riduzione delle quotazioni mondiali delle materie prime, si è tradotto in un calo generale dei prezzi alla produzione, sia degli input che dell'output, nel settore manifatturiero e in quello dei servizi.

FORTE DECELERAZIONE DEL COSTO DEL LAVORO

Gli indicatori del costo del lavoro per l'area dell'euro suggeriscono una sostanziale moderazione nel 2009 che fa seguito all'accelerazione e al picco registrati nel 2008, dopo anni in cui la dinamica dei salari era rimasta su livelli più contenuti. Tuttavia, considerato il netto calo delle ore lavorate, ci sono state notevoli differenze fra gli indicatori per quanto riguarda l'entità di tale moderazione.

Nel 2009 la dinamica delle retribuzioni contrattuali è diminuita nettamente, collocandosi al 2,1 per cento nel quarto trimestre. In passato aveva oscillato fra il 2,1 e il 2,3 per cento, prima di toccare un massimo del 3,6 per cento nel quarto trimestre del 2008 (cfr. tavola 2). Questo indicatore coglie la principale componente dei salari concordata anticipatamente attraverso i contratti collettivi. Il suo rallentamento probabilmente riflette la

Tavola 2 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2007	2008	2009	2008 4° trim.	2009 1° trim.	2009 2° trim.	2009 3° trim.	2009 4° trim.
Retribuzioni contrattuali	2,1	3,2	2,6	3,6	3,2	2,8	2,3	2,1
Costo orario complessivo del lavoro	2,5	3,5	.	4,4	3,8	4,3	3,2	.
Redditi per occupato	2,5	3,2	.	3,0	1,9	1,6	1,4	.
<i>Per memoria:</i>								
Produttività del lavoro	1,0	-0,2	.	-1,7	-3,8	-3,1	-2,0	.
Costo del lavoro per unità di prodotto	1,6	3,5	.	4,8	5,9	4,8	3,5	.

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

minore influenza del potere di contrattazione dei lavoratori per effetto della brusca contrazione dell'attività, del conseguente deterioramento delle condizioni del mercato del lavoro nell'area dell'euro e del rapido incremento della disoccupazione, nonché del calo accentuato dell'inflazione. Tuttavia, dato che la crescita annuale del PIL dell'area dell'euro si è collocata a -4,0 per cento nel terzo trimestre del 2009 (cfr. la tavola 3 della sezione 2.4), sembra che le retribuzioni contrattuali si siano adattate solo in parte al rallentamento economico.

La dinamica dei redditi per occupato ha invertito la tendenza al rialzo ancor prima della decelerazione delle retribuzioni contrattuali, dopo aver toccato il valore massimo del 3,6 per cento nel terzo trimestre del 2008, ed è scesa più rapidamente collocandosi nel terzo trimestre del 2009 all'1,4 per cento, il tasso di variazione più basso registrato dall'inizio dell'UEM. La flessione più accentuata di questo indicatore del costo del lavoro, rispetto alle retribuzioni contrattuali (la cosiddetta "inerzia salariale"), è riconducibile al fatto che esso comprende gli elementi flessibili di remunerazione come le gratifiche (che, secondo i riscontri aneddotici, sono state significativamente ridimensionate). Inoltre, i redditi per occupato hanno risentito automaticamente della riduzione delle ore di lavoro, misura alla quale numerose imprese hanno fatto ricorso in questa fase di contrazione economica.

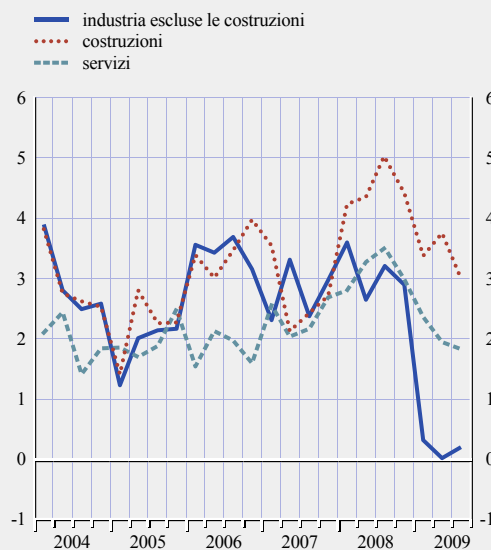
Il rallentamento dei redditi per occupato è stato generalizzato nei paesi dell'area, anche se la scomposizione settoriale indica sostanziali differenze. Una flessione particolarmente accentuata è stata registrata nell'industria al netto delle costruzioni, settore nel quale è stato frequente il ricorso alla riduzione delle ore di lavoro e in cui la crescita dei redditi per occupato è scesa a zero a metà anno. Al contrario, nel terzo trimestre del 2009 il tasso di crescita dei redditi per occupato nel settore delle costruzioni è rimasto elevato, al 3,0 per cento, in particolare a causa di alcuni effetti di composizione, dal momento che le interruzioni

dei rapporti di lavoro hanno interessato prevalentemente i lavoratori a basso reddito, con notevoli differenze a livello regionale (cfr. figura 27).

La dinamica del costo orario del lavoro, a differenza di quella dei redditi per occupato, è rimasta elevata, anche se in netta flessione rispetto al valore massimo del 4,4 per cento toccato nel quarto trimestre del 2008. Questa minore reattività è principalmente riconducibile al calo di quasi il 2 per cento della dinamica delle ore lavorate per addetto nel terzo trimestre del 2009 e al fatto che alla riduzione delle ore lavorate normalmente corrisponde un decremento meno che proporzionale delle remunerazioni del lavoro (cfr. riquadro 5). Pertanto, la crescita sul periodo corrispondente del costo orario del lavoro ha sopravanzato anche quella delle remunerazioni contrattuali nonostante l'impatto della riduzione delle gratifiche. L'incremento del costo orario del lavoro è stato più elevato nel settore industriale, dove si è fatto maggiore ricorso alla gestione flessibile degli orari.

Figura 27 Redditi per occupato per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

In diversi paesi dell'area dell'euro il rallentamento dell'attività si è accompagnato al mantenimento dei livelli occupazionali, determinando un forte rallentamento della produttività del lavoro in termini di prodotto per occupato. Poiché la crescita dei redditi per occupato ha reagito molto meno vigorosamente al rallentamento economico, il costo del lavoro per unità di prodotto ha segnato una forte accelerazione toccando il picco del 5,9 per cento nel primo trimestre del 2009 e incidendo considerevolmente sui margini alla produzione. Nel terzo trimestre del 2009 la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto è scesa al 3,5 per cento, dato che gli effetti ciclici hanno iniziato a mostrare un'inversione di tendenza. La dinamica di questo indicatore ha risentito principalmente dell'andamento della produttività del lavoro che, dopo essere scesa in media a -0,2 per cento nel 2008 (dai livelli intorno all'1-1,5 per cento nel periodo 2006-2007), ha raggiunto un limite minimo nel primo trimestre del 2009 con una contrazione del 3,8 per cento sul periodo corrispondente. Nel terzo trimestre del 2009 il tasso di incremento si è moderato al 2,0 per

cento sulla scia dell'espansione del prodotto, anche se è continuato il fenomeno degli esuberanti (cfr. figura 28).

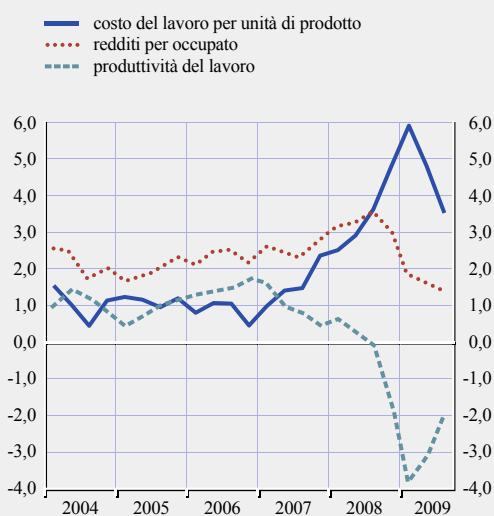
MARGINI DI PROFITTO

I margini operativi hanno iniziato a ridursi rapidamente allorché è aumentato il costo del lavoro per unità di prodotto. I prezzi di vendita a livello mondiale hanno subito pressioni, come traspare dalla dinamica del deflatore del PIL che è scesa rapidamente dal 2,3 allo 0,9 per cento nel periodo fra la metà del 2008 e il terzo trimestre del 2009 (cfr. figura 29). L'indicatore del margine di profitto complessivo, misurato dalla differenza tra il tasso di crescita del deflatore del PIL e quello del costo del lavoro per unità di prodotto, segnala una netta flessione dei margini di profitto pari a 3,5 punti percentuali nei primi tre trimestri del 2009, dopo essere calato di 1,3 punti percentuali nel 2008.

In tale contesto, gli utili operativi delle imprese misurati in termini lordi, si sono contratti dell'11 per cento sul periodo corrispondente nei primi tre trimestri del 2009 in ragione sia dell'effetto

Figura 28 Costo del lavoro nell'area dell'euro

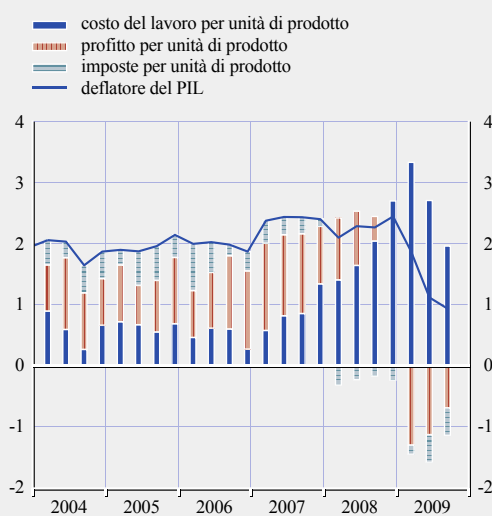
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonte: Eurostat.

Figura 29 Scomposizione del deflatore del PIL

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; punti percentuali)



Fonte: Eurostat.

volume del rallentamento dell'attività, sia dell'effetto margine del calo degli utili per unità di prodotto, in misura pressoché identica.

FLESSIONE DEI PREZZI DEGLI IMMOBILI RESIDENZIALI E COMMERCIALI

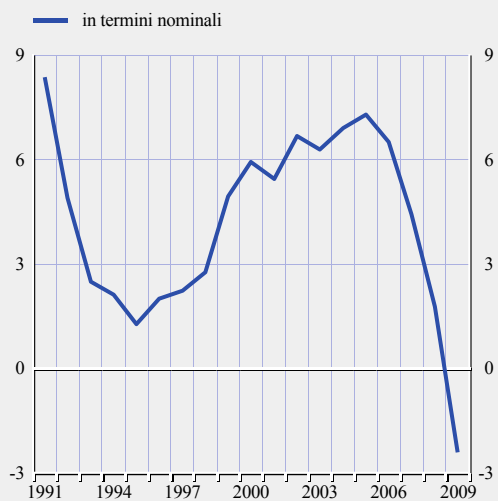
Nella prima metà del 2009 le quotazioni degli immobili residenziali nell'area dell'euro, non incluse nel calcolo dello IAPC, sono diminuite dopo il rallentamento tendenziale osservato dalla seconda metà del 2005. Secondo le ultime stime, nei primi sei mesi del 2009 questi prezzi per l'area dell'euro nel suo insieme sono diminuiti di circa il 2,4 per cento sul periodo corrispondente, dopo aver registrato un incremento del 2,8 e dello 0,8 per cento rispettivamente, nella prima e nella seconda parte del 2008 (cfr. figura 30). I dati nazionali confermano che il calo dei prezzi delle abitazioni è stato relativamente generalizzato, nonostante un considerevole grado di eterogeneità sia fra i diversi paesi che fra diverse regioni dello stesso paese. I prezzi delle abitazioni in Irlanda e a Malta, che avevano iniziato a diminuire rispettivamente nella seconda metà del 2007 e nella prima metà del 2008, hanno registrato ulteriori marcate

flessioni nei primi sei mesi del 2009. Nello stesso periodo i prezzi degli alloggi hanno segnato un calo significativo anche in Spagna, Francia, Slovenia e Finlandia. Per contro, sempre nella prima metà del 2009 i prezzi delle case sono aumentati in Italia, Austria e Portogallo. In Germania, i dati per il 2009 mostrano solo un lieve calo dei prezzi delle abitazioni, dopo un periodo di modesti incrementi.

Il valore capitale degli immobili commerciali nell'area dell'euro è in calo dagli inizi del 2008, in linea con la nozione secondo cui tale valore ha evidenziato negli ultimi dieci anni una maggiore ciclicità rispetto alle quotazioni degli immobili residenziali. Il deterioramento dei mercati degli immobili commerciali è stato piuttosto generalizzato e tutti i paesi dell'area dell'euro per i quali sono disponibili dati hanno registrato un calo del valore capitale degli immobili di qualità dal quarto trimestre del 2008. In media, nei recenti trimestri, il calo delle quotazioni sul medesimo periodo dell'anno precedente si è collocato tra il 10 e il 13 per cento. Il dato però varia fra i paesi, evidenziando decrementi delle quotazioni sul periodo corrispondente pari al 50 per cento in alcuni paesi e flessioni più contenute in altri. In generale, laddove si sono osservati gli incrementi dei prezzi più accentuati tra il 2004 e il 2007, si sono anche registrate le maggiori correzioni dagli inizi del 2008.

Figura 30 Andamenti dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati annuali)



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

Nota: i dati per il 2009 si riferiscono alla prima metà dell'anno.

ANDAMENTI DELLE ASPETTATIVE DI INFLAZIONE

Secondo le informazioni raccolte da *Consensus Economics*, *Euro Zone Barometer* e dalla *Survey of Professional Forecasters* della BCE, le attese di inflazione a lungo termine (su un orizzonte di cinque anni) desunte dalle indagini sono rimaste prossime al 2,0 per cento. In base alla *Survey of Professional Forecasters* della BCE, la media delle stime puntuali dell'inflazione per il 2014 è rimasta nel corso del 2009 entro il ristretto corridoio fra l'1,9 e il 2 per cento. Inoltre, nel 2009 i tassi di inflazione di pareggio desunti dalle obbligazioni indicizzate all'inflazione e quelli comparabili ricavati dagli *swap* indicizzati all'inflazione nell'area dell'euro (utilizzando il tasso di inflazione implicito nei tassi di interesse a termine atteso tra cinque anni per il quinquennio

successivo) sono rimasti nell'intervallo fra il 2,2 e il 2,7 per cento. Come osservato nella sezione 2.2, queste misure basate sul mercato a volte possono fornire segnali distorti e nell'ultimo anno avrebbero risentito in misura significativa di distorsioni connesse a problemi di liquidità. Nel complesso gli indicatori ricavati sia dalle indagini sia dai mercati hanno continuato a suggerire un rischio limitato che le aspettative di inflazione non rimangano ancorate.

2.4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

CONTRAZIONE SENZA PRECEDENTI DEL PIL NELL'AREA DELL'EURO

Nel 2009 la crescita del PIL in termini reali si è ridotta del 4,0 per cento, dopo aver segnato un rapido rallentamento dal 2,7 allo 0,5 per cento fra il 2007 e il 2008 (cfr. tavola 3).

Questa forte contrazione, di gran lunga la più consistente registrata fino ad ora, è riconducibile principalmente a un calo molto accentuato del prodotto nell'ultimo trimestre del 2008 e nel primo del 2009, in una fase caratterizzata da rinnovate turbolenze finanziarie, da un clima di accresciuta incertezza e da uno straordinario calo dell'attività e della domanda a livello mondiale. A fronte dell'improvviso deteriorarsi delle prospettive di mercato, del repentino esaurimento degli ordini e dell'aumento dei costi e dell'accesso al finanziamento, le imprese hanno reagito posticipando i piani di investimento e riducendo le scorte. Le famiglie, di fronte a un'accresciuta incertezza, hanno aumentato i propri risparmi in un contesto caratterizzato dal deterioramento delle prospettive di occupazione a breve termine e da perdite di portafoglio. Di conseguenza, nel quarto trimestre del 2008 e nel primo del 2009 il PIL è sceso in totale del 4,4 per cento. Successivamente, la crescita del

Tavola 3 Crescita del PIL in termini reali e sue componenti

(variazioni percentuali, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

	Variazioni sul periodo corrispondente ¹⁾									Variazioni trimestrali ²⁾				
	2007	2008	2009	2008	2009	2009	2009	2009	2009	2008	2009	2009	2009	2009
				4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	
PIL in termini reali	2,7	0,5	-4,0	-1,8	-5,0	-4,8	-4,0	-2,1	-1,9	-2,5	-0,1	0,4	0,1	
<i>di cui:</i>														
Domanda interna ³⁾	2,4	0,6	.	-0,5	-3,2	-3,4	-3,2	.	-0,8	-2,0	-0,7	0,4	.	
Consumi delle famiglie	1,6	0,4	.	-0,7	-1,3	-0,9	-1,0	.	-0,5	-0,4	0,1	-0,1	.	
Consumi collettivi	2,3	2,0	.	2,4	2,5	2,5	2,5	.	0,6	0,6	0,6	0,6	.	
Investimenti fissi lordi	4,7	-0,7	.	-5,8	-11,5	-11,7	-11,4	.	-4,0	-5,4	-1,6	-0,8	.	
Variazioni delle scorte ⁴⁾	0,0	0,1	.	0,6	-0,5	-0,8	-0,6	.	0,2	-0,8	-0,6	0,5	.	
Esportazioni nette ³⁾	0,4	0,0	.	-1,3	-1,8	-1,5	-0,9	.	-1,1	-0,5	0,6	0,1	.	
Esportazioni ⁵⁾	6,3	0,8	.	-6,9	-16,6	-17,2	-13,5	.	-7,2	-8,6	-1,2	3,1	.	
Importazioni ⁵⁾	5,5	0,9	.	-4,0	-12,8	-14,3	-11,8	.	-4,8	-7,4	-2,8	3,0	.	
Valore aggiunto lordo in termini reali														
<i>di cui:</i>														
Industria escluse le costruzioni	2,4	-0,9	.	-7,6	-16,6	-17,1	-13,6	.	-6,4	-8,3	-1,5	2,3	.	
Costruzioni	2,2	-0,8	.	-3,4	-5,9	-4,7	-4,2	.	-1,8	-1,0	-0,7	-0,8	.	
Servizi esclusivamente destinati al mercato ⁶⁾	3,9	1,2	.	-0,7	-2,9	-2,9	-2,7	.	-1,1	-1,5	0,0	-0,0	.	

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati riportati sono destagionalizzati e parzialmente corretti per il numero di giornate lavorative, in quanto non tutti i paesi dell'area dell'euro dispongono di serie trimestrali di contabilità nazionale corrette per il numero di giornate lavorative.

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; contributo alla crescita del PIL; in punti percentuali.

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

prodotto si è sostanzialmente stabilizzata nel secondo trimestre del 2009 ed è tornata positiva nella seconda metà dell'anno, benché a un ritmo moderato e da un livello molto basso, in linea con il miglioramento graduale delle condizioni finanziarie e la ripresa della domanda mondiale.

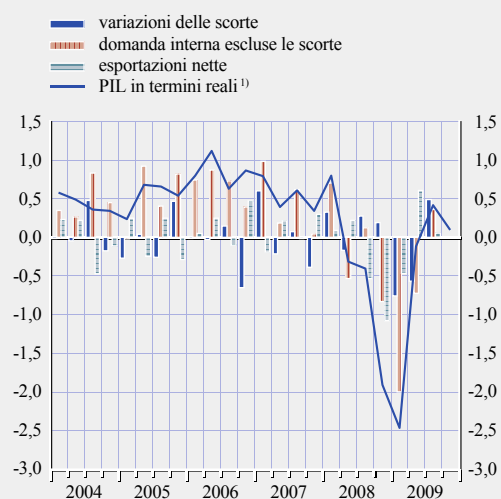
IL CALO DEL PIL È STATO DETERMINATO PRINCIPALMENTE DALL'EVOLUZIONE DELLA SPESA PER INVESTIMENTI PRIVATI E DEL COMMERCIO CON L'ESTERO

La netta flessione della domanda nel quarto trimestre del 2008 e nel primo del 2009 è stata determinata prevalentemente dall'evoluzione della spesa per investimenti privati e del commercio internazionale. Di contro, la spesa delle amministrazioni pubbliche (sia per consumi che per investimenti) ha continuato a espandersi e i consumi privati hanno subito una contrazione più contenuta. Il deterioramento del contesto esterno dalla metà del 2008 si è tradotto in un forte rallentamento a seguito dell'acuirsi della crisi finanziaria nell'ultimo trimestre dell'anno, in concomitanza con l'indebolimento della crescita nelle economie avanzate ed emergenti. La sospensione delle negoziazioni e il rinvio delle consegne, allorché le imprese hanno cercato di economizzare lungo la filiera produttiva internazionale, hanno determinato una contrazione particolarmente brusca delle esportazioni nel quarto trimestre del 2008 e nel primo del 2009. In tale contesto, le imprese hanno ridotto drasticamente sia le spese per gli investimenti fissi sia quelle per le scorte. In un contesto di rapido deterioramento del mercato degli immobili residenziali, anche gli investimenti delle famiglie sono diminuiti a un ritmo sostenuto. Nel contempo, una serie di misure adottate dai governi nel contesto del Piano di sostegno dell'economia europea (*European Economic Recovery Plan*), insieme all'accentuarsi del processo di disinflazione, hanno sostenuto il reddito delle famiglie e contenuto la flessione dei consumi (cfr. figura 31).

Nel 2009 i consumi privati sono diminuiti di circa l'1 per cento sulla scia dell'aumento del risparmio per motivi precauzionali. Al tempo

Figura 31 Contributi alla crescita trimestrale del PIL in termini reali

(contributi alla variazione percentuale trimestrale; dati destagionalizzati)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Variazioni percentuali sul trimestre precedente.

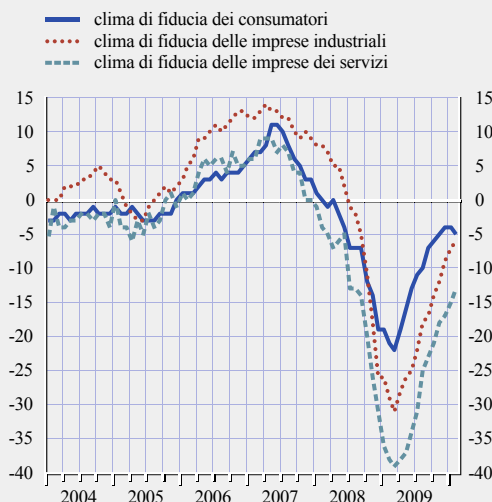
stesso, la crescita del reddito disponibile reale delle famiglie ha evidenziato una relativa tenuta, rimanendo prossima all'1 per cento in ragione d'anno, specie se rapportata all'entità della contrazione del prodotto e, quindi, del reddito disponibile nell'area dell'euro. Questa relativa tenuta è riconducibile a quattro fattori principali. In primo luogo, il rallentamento dei redditi per occupato è stato meno pronunciato di quello della produttività del lavoro, dal momento che i salari hanno continuato ad aumentare, principalmente a causa della durata dei contratti collettivi (cfr. sezione 2.3 di questo capitolo). In secondo luogo, il calo dell'occupazione è stato nettamente inferiore a quello della produzione perché le imprese hanno mantenuto i livelli occupazionali, ricorrendo soprattutto agli incentivi governativi. In terzo luogo, le misure di stimolo fiscale e gli stabilizzatori automatici nei bilanci pubblici hanno sostenuto in misura considerevole il reddito disponibile delle famiglie attraverso il forte incremento delle prestazioni sociali, il rallentamento dei contributi sociali e il calo delle imposte sul reddito. Infine, a questa dinamica ha contribuito anche il tasso di inflazione molto contenuto registrato in media nel 2009.

Tuttavia, in un contesto caratterizzato da maggior incertezza, peggioramento delle prospettive sul mercato del lavoro, calo della ricchezza finanziaria, inasprimento delle condizioni creditizie e deterioramento del mercato immobiliare, il tasso di risparmio delle famiglie si è accresciuto notevolmente. Rispetto al 14,1 per cento nel 2008 esso è aumentato di quasi 1,6 punti percentuali in un anno, raggiungendo nella primavera del 2009 i livelli massimi precedentemente raggiunti nel 2002-2003. Nel terzo trimestre del 2009 il tasso di risparmio destagionalizzato è diminuito lievemente. Gli indicatori del clima di fiducia dei consumatori, che avevano raggiunto i valori massimi a metà del 2007, sono precipitati nell'autunno 2008, toccando livelli storicamente bassi nella primavera 2009 prima di recuperare nel resto dell'anno (cfr. figura 32). Il deteriorarsi delle prospettive per il mercato del lavoro ha inciso negativamente sulla fiducia dei consumatori, inducendo le famiglie a ridimensionare la spesa e ad accrescere il risparmio a scopo precauzionale. L'incertezza delle famiglie circa le prospettive economiche è stata acuita anche dalla caduta delle quotazioni immobiliari e dal consistente calo della ricchezza finanziaria a causa delle forti flessioni dei mercati azionari rispetto ai loro valori massimi, nonostante una parziale inversione di tendenza iniziata nel secondo trimestre del 2009. Le ampie differenze degli andamenti dei tassi di risparmio fra i paesi indicano che nell'area dell'euro le condizioni e il clima di fiducia variano notevolmente, in particolare per il mercato del lavoro.

La spesa delle famiglie, dopo essere scesa dell'1,3 per cento nei 12 mesi fino a marzo 2009, si è stabilizzata nella parte restante dell'anno, favorita dagli incentivi governativi alla rottamazione delle autovetture. Questi programmi, sebbene di natura temporanea, hanno determinato un forte incremento delle immatricolazioni rispetto ai livelli contenuti osservati nel quarto trimestre del 2008 e nel primo del 2009, contribuendo a smaltire le giacenze di vetture invendute e preparando il terreno per una ripresa della produzione automobilistica.

Figura 32 Indicatori del clima di fiducia

(saldi percentuali; dati destagionalizzati)



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

Nota: i dati sono calcolati come deviazioni dalla media del periodo dal gennaio 1985 per il clima di fiducia dei consumatori e delle imprese industriali e dall'aprile 1995 per quello delle imprese dei servizi.

Nel 2009 la crescita dei consumi pubblici è rimasta vivace, registrando un lieve incremento rispetto al tasso del 2 per cento nel 2008, visto che le sue componenti principali (i salari del settore pubblico e i trasferimenti sociali in natura) non hanno risentito degli andamenti ciclici nel breve periodo e i governi hanno generalmente sostenuto con forza l'economia durante la fase recessiva.

Nel 2009 gli investimenti fissi totali sono diminuiti in misura molto marcata, pari a circa l'11 per cento, dopo una lieve flessione nel 2008 e una crescita elevata nei due anni precedenti (5,7 per cento nel 2006 e 4,7 nel 2007). La contrazione è stata particolarmente brusca nel quarto trimestre del 2008 e nel primo del 2009 rispetto ai trimestri precedenti. Contrariamente agli investimenti privati, quelli pubblici sono rimasti vivaci, registrando persino un'accelerazione, a causa dell'impatto graduale delle decisioni di spesa contro-ciclica assunte dai governi dalla fine del 2008.

Più in dettaglio, tra le componenti degli investimenti privati quelli in edilizia residenziale si sono bruscamente ridotti nel 2009, di circa il 10 per cento, in un contesto caratterizzato dal calo delle quotazioni immobiliari. Questo tasso è quasi doppio rispetto a quello registrato nel 2008, dopo la fine della fase ciclica espansiva di tale settore nel 2007. In generale, la contrazione è apparsa più pronunciata nei paesi dove a metà del decennio l'aumento dei prezzi delle abitazioni era stato molto rapido, e in alcuni casi è risultata particolarmente elevata.

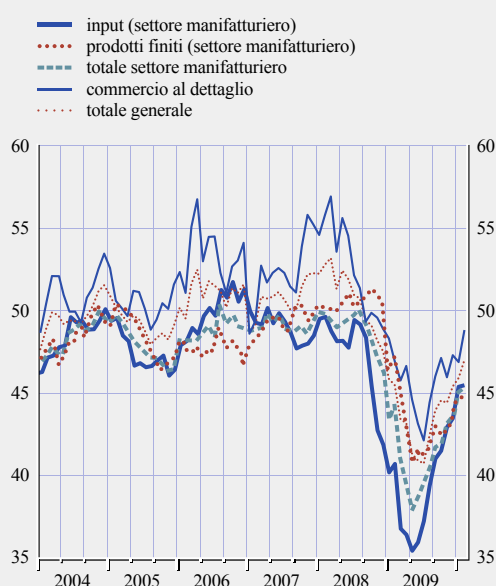
Gli investimenti fissi delle imprese sono diminuiti ancor più rapidamente di quelli immobiliari, scendendo di circa il 14 per cento sul periodo corrispondente, a fronte della lieve crescita osservata nel 2008, quando hanno beneficiato di un certo dinamismo nella prima metà dell'anno. L'accresciuta incertezza sulle prospettive future, il crollo della domanda, le contenute pressioni sulla capacità produttiva e il peggioramento dei margini di profitto, oltre all'iniziale inasprimento delle condizioni di finanziamento, hanno contribuito in varia misura a determinare questa contrazione particolarmente brusca degli investimenti delle imprese.

Le scorte, un'altra variabile chiave nella dinamica degli investimenti non finanziari delle imprese, hanno avuto un ruolo rilevante nell'accentuare il rallentamento economico. Esse infatti hanno contribuito per circa 0,7 punti percentuali al calo del PIL nel complesso del 2009, dopo aver fatto segnare consistenti contributi trimestrali di segno negativo nella prima metà dell'anno (pari a oltre 1,4 punti percentuali del PIL), e una lieve ripresa nella seconda metà dell'anno. Le scorte al dettaglio e quelle di input nell'industria manifatturiera sono state ridotte a partire dalla seconda metà del 2008. Quelle di beni finiti al contrario, secondo le indagini, si sono accumulate a un ritmo crescente perché le imprese inizialmente hanno sottovalutato la rapidità del calo della domanda. Tutto ciò, unito all'attesa di un'ulteriore contrazione della domanda e all'aumento dei costi di detenzione delle scorte, ha determinato nell'autunno 2008 la

percezione che i livelli delle scorte fossero molto più elevati di quanto dovessero essere. In tale periodo il calo dei prezzi dei prodotti (materie prime e beni industriali) ha spinto i costi di detenzione delle scorte a livelli eccezionalmente elevati e ha costituito un forte incentivo a ridurli. Le imprese, cercando di mantenere il rapporto tra scorte e vendite su un livello ottimale, hanno iniziato a ridurre la produzione in maniera decisa e quindi a procedere più rapidamente con il decumulo delle scorte di prodotti finiti. All'inizio del 2009 c'è stato un pronunciato decumulo di tutti i tipi di scorte, che ha raggiunto il livello massimo nel secondo trimestre. Nella seconda metà dell'anno il decumulo ha rallentato, dato che le scorte sono scese rapidamente ai loro livelli tendenziali, quindi sostenendo la crescita del PIL (cfr. figura 33). Alla fine del 2009 le indagini e altre evidenze aneddotiche hanno segnalato che le scorte eccedenti erano state in larga parte smaltite e che il più delle volte le scorte venivano considerate "leggere".

Figura 33 Scorte nei settori manifatturiero e del commercio al dettaglio (indagini PMI)

(indici di diffusione)



Fonti: Markit e BCE.

Note: il totale del settore manifatturiero è dato dalla media semplice degli input e dei prodotti finiti. Il totale generale è dato dalla media semplice dei totali del settore manifatturiero e di quello del commercio al dettaglio.

Le esportazioni di beni e servizi dell'area dell'euro si sono contratte del 13 per cento circa nel 2009, dopo aver segnato tassi di crescita dello 0,8 per cento nel 2008 e del 6,3 nel 2007 (questi dati comprendono l'interscambio nell'area dell'euro). Il deterioramento del contesto esterno all'area dell'euro dalla metà del 2008 ha indotto un forte rallentamento dell'economia nell'ultimo trimestre dell'anno, con la sospensione di numerose negoziazioni e il rinvio delle consegne, determinando una contrazione particolarmente brusca delle esportazioni. In linea con la nozione di un ridimensionamento della catena produttiva, anche la domanda di beni intermedi e quella di beni d'investimento si sono fortemente contratte. Nel contempo, il sostanziale apprezzamento dell'euro in termini effettivi nominali potrebbe aver pesato ulteriormente sull'andamento delle esportazioni. Nondimeno, le esportazioni hanno ripreso a crescere nella seconda metà del 2009, dato che l'attività economica ha raggiunto un punto di svolta nei principali mercati di esportazione, il decumulo delle scorte da parte dei partner commerciali si è esaurito e la filiera produttiva a livello mondiale ha ripreso a funzionare più normalmente. Negli ultimi mesi dell'anno varie indagini sugli ordini esteri e sul livello degli ordini delle imprese industriali hanno evidenziato un ritorno alla crescita. Parallelamente, nel 2009 le importazioni dell'area sono scese (sebbene in misura minore rispetto alle esportazioni), riflettendo la contrazione della domanda interna. Avendo prevalso gli effetti del calo delle esportazioni, l'interscambio netto ha fornito un contributo sensibilmente negativo alla crescita del PIL, pari a quasi 0,8 punti percentuali nel 2009. Tale andamento è stato determinato dall'impatto (con i relativi effetti di trascinamento) dei consistenti contributi trimestrali di segno negativo registrati nella seconda metà del 2008 e nel primo trimestre del 2009, nonostante i contributi positivi osservati nella parte restante dell'anno.

BRUSCA CONTRAZIONE DELLA PRODUZIONE INDUSTRIALE

In una prospettiva settoriale, la contrazione del prodotto ha influito prevalentemente sull'industria (più di quanto sia giustificato

dal fatto stilizzato che il comparto industriale tende a mostrare una maggiore reattività al ciclo economico), considerando che nei primi nove mesi del 2009 il valore aggiunto nell'industria al netto delle costruzioni è sceso del 15,8 per cento sul periodo corrispondente. Nello stesso periodo, i servizi di mercato e le costruzioni sono scese del 2,8 per cento del 4,9 per cento rispettivamente.

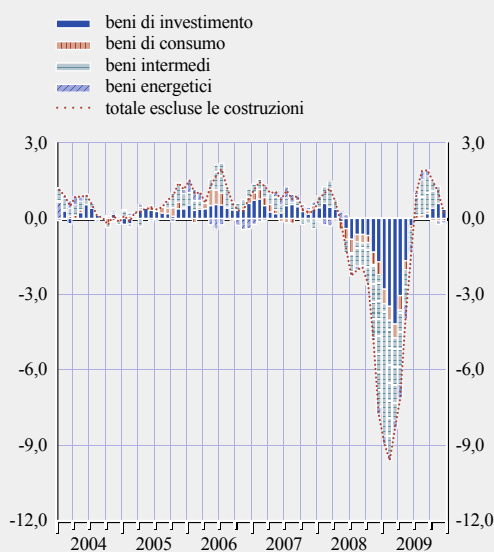
Nei sei mesi fino a febbraio 2009 l'attività manifatturiera è diminuita a un ritmo particolarmente sostenuto, toccando il livello minimo nell'aprile 2009, inferiore del 22 per cento al picco raggiunto nel gennaio 2008. In seguito, la produzione manifatturiera ha cominciato a recuperare, anche se a un ritmo lento. In luglio il grado di utilizzo della capacità produttiva nel settore manifatturiero è diminuito al livello particolarmente basso del 69,6 per cento (secondo i dati delle indagini), ben al di sotto della sua media di lungo periodo, pari all'81,4 per cento.

La produzione di beni intermedi si è contratta in modo particolarmente brusco in risposta alla sospensione delle consegne e al decumulo delle scorte lungo la filiera produttiva. Anche la produzione di beni di investimento è diminuita – per effetto dell'indebolimento della domanda estera, della diminuzione degli investimenti interni e della rapida contrazione degli arretrati degli ordinativi – così come il prodotto del settore automobilistico. Nella seconda metà del 2009 il prodotto nel settore dei beni intermedi e in quello automobilistico ha recuperato in misura più sostenuta (cfr. figura 34). Il prodotto nelle costruzioni è rimasto particolarmente debole, con un ulteriore deterioramento nel settore dell'edilizia residenziale. Questo andamento è stato particolarmente negativo in diversi paesi, specie in quelli dove il peso di tale settore in termini di PIL è aumentato sensibilmente prima delle turbolenze finanziarie. Le misure adottate dai governi per accelerare i progetti infrastrutturali hanno contribuito in parte a sostenere questo settore.

Pur avendo mostrato una maggiore tenuta, il prodotto dei servizi di mercato è comunque

Figura 34 Crescita della produzione nell'industria e relativi contributi

(tasso di crescita e contributi alla variazione percentuale; 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.

diminuito sul periodo corrispondente di quasi il 3 per cento in termini di valore aggiunto. I servizi *business-to-business* hanno dovuto sostenere crescenti pressioni, mentre le imprese hanno ridotto gli acquisti ove possibile, focalizzandosi sulle spese essenziali. I trasporti hanno risentito in modo particolare del rallentamento delle consegne e delle interruzioni dei flussi lungo la filiera produttiva, e i servizi all'occupazione, che rappresentano un settore altamente ciclico, si sono contratti drasticamente. I riscontri empirici suggeriscono che i comparti autonoleggio, pubblicità e servizi di consulenza hanno subito un calo sostanziale del prodotto. Per contro, le attività connesse alla ristrutturazione delle imprese sono cresciute notevolmente e l'*outsourcing* è rimasto relativamente sostenuto a seguito degli ulteriori sforzi per ridurre i costi. Inoltre, i servizi informatici hanno registrato arretramenti meno acuti. I servizi alla clientela nel complesso hanno ottenuto risultati tendenzialmente migliori, sebbene numerosi comparti abbiano registrato un calo delle attività. Il commercio al dettaglio nel complesso

ha risentito del calo dei consumi, considerando che la struttura della domanda si è spostata nettamente verso prodotti più economici e non di marca, determinando una consistente flessione della domanda di beni più costosi.

DETERIORAMENTO DEL MERCATO DEL LAVORO

Le condizioni del mercato del lavoro nell'area dell'euro sono notevolmente peggiorate nel 2009. Questo deterioramento ha fatto seguito all'inversione nel 2008 dei sensibili miglioramenti registrati nei due anni precedenti, che avevano determinato alla fine del 2007 condizioni particolarmente tese sul mercato del lavoro e crescenti pressioni salariali. Nel contempo, la contrazione dei livelli occupazionali e il susseguente incremento della disoccupazione sono risultati nettamente inferiori a quanto era lecito attendersi alla luce del calo eccezionale del prodotto, anche tenendo conto del fatto stilizzato che l'occupazione risponde con un certo ritardo al ciclo economico. Inoltre, l'impatto di questi andamenti su vari gruppi di lavoratori, oltre che sui paesi, è stato alquanto eterogeneo (cfr. riquadro 5).

Nel terzo trimestre del 2009 l'occupazione nell'area dell'euro (misurata in numero di occupati) si è ridotta del 2,1 per cento sul periodo corrispondente (cfr. tavola 4). Inoltre, le imprese hanno contratto sensibilmente gli orari di lavoro, spesso approfittando dei programmi di lavoro a orario ridotto sostenuti dai governi, come in Belgio, Germania e Italia. Di conseguenza, il numero di ore lavorate pro capite è diminuito in media del 2 per cento. La produttività per ora lavorata è calata bruscamente, con conseguente effetto sui margini di profitto. Numerose imprese hanno preferito farsi carico dei costi contenuti legati al mantenimento dei livelli occupazionali piuttosto che sostenere quelli più elevati connessi ai licenziamenti (ad esempio, la perdita di capitale umano o i costi di separazione). La crescita della produttività ha registrato solo una lieve ripresa nella seconda metà dell'anno. La produttività del lavoro, misurata dal rapporto fra il PIL e l'occupazione totale, si è contratta bruscamente, scendendo in media di quasi il 2,2 per cento nel 2009.

Tavola 4 Andamenti del mercato del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo precedente; valori percentuali)

	2007	2008	2009	2008 4° trim.	2009 1° trim.	2009 2° trim.	2009 3° trim.	2009 4° trim.
Forze di lavoro	0,8	0,8	.	0,1	0,1	0,1	-0,1	.
Occupazione	1,8	0,7	.	-0,4	-0,7	-0,5	-0,5	.
Agricoltura ¹⁾	-1,5	-1,4	.	0,1	-0,8	-0,8	-1,1	.
Industria ²⁾	1,3	-0,8	.	-1,4	-1,7	-1,7	-1,7	.
- escluse le costruzioni	0,3	-0,1	.	-1,1	-1,5	-1,8	-1,6	.
- costruzioni	3,8	-2,2	.	-2,2	-2,3	-1,4	-2,0	.
Servizi ³⁾	2,1	1,4	.	0,0	-0,4	-0,1	-0,1	.
Tassi di disoccupazione⁴⁾								
Totale	7,5	7,5	9,4	8,0	8,8	9,3	9,6	9,9
Meno di 25 anni	14,9	15,4	19,6	16,6	18,2	19,3	20,0	20,8
25 anni e oltre	6,6	6,6	8,2	7,0	7,7	8,1	8,4	8,7

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Comprende pesca, caccia e silvicoltura.

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

3) Esclusi gli enti e gli organismi extraterritoriali.

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

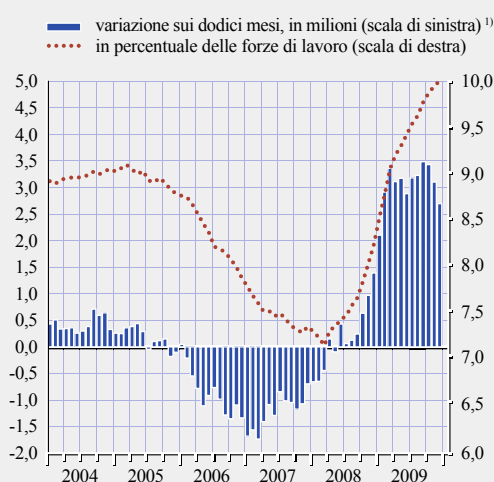
In una prospettiva settoriale, l'occupazione nelle costruzioni ha continuato a calare nel 2009, contraendosi nel terzo trimestre a un tasso annuo del 7,9 per cento. Tale andamento è dovuto a un crescente eccesso di capacità, particolarmente acuto in alcuni paesi, e al numero relativamente elevato di lavoratori temporanei in questo settore. In un contesto caratterizzato da un calo sempre più consistente del prodotto, l'occupazione nell'industria al netto delle costruzioni è calata, anche se con un certo ritardo, del 6 per cento annuo nel terzo trimestre del 2009. Nello stesso periodo la dinamica dell'occupazione nei servizi è diminuita in misura più contenuta, dello 0,6 per cento. Alcuni settori sono stati interessati maggiormente, in particolare quello dell'intermediazione finanziaria, a fronte della riduzione dei costi da parte delle banche, così come i comparti del commercio e dei trasporti, i servizi di collocamento e di altra natura.

Nel 2009 il numero di disoccupati è aumentato in media di 230.000 unità al mese, con un picco di circa 450.000 unità nel primo trimestre del 2009 e incrementi mensili di circa 80.000 unità alla fine dell'anno. Nel quarto trimestre del

2009 il tasso di disoccupazione si è collocato al 9,9 per cento, dopo aver toccato il punto minimo del 7,2 per cento, il livello più basso da decenni, nel primo trimestre del 2008 (cfr. figura 35).

Figura 35 Disoccupazione

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

1) Le variazioni sui dodici mesi non sono destagionalizzate.

Riquadro 5

ANDAMENTO DELL'OCCUPAZIONE NELL'AREA DELL'EURO NEL 2009

Dopo il rallentamento dell'occupazione nel 2008, la situazione del mercato del lavoro nell'area dell'euro è peggiorata nel 2009, allorché si è registrata una contrazione della crescita economica e la disoccupazione ha iniziato ad aumentare a un ritmo più sostenuto. Il presente riquadro passa in rassegna l'andamento dell'occupazione nell'area dell'euro nel 2009 ed esamina le diverse esperienze di alcuni Stati membri e di vari gruppi nell'ambito del mercato del lavoro.

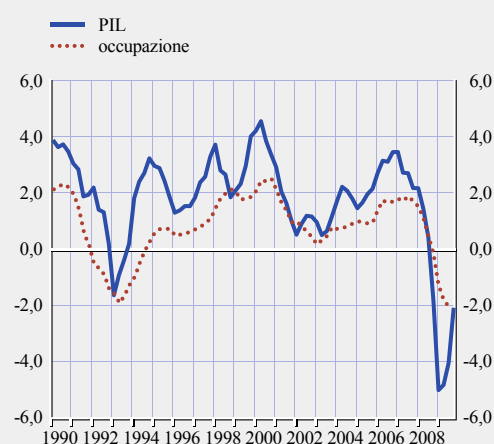
In generale, gli andamenti delle variabili del mercato del lavoro tendono a seguire con un certo ritardo la dinamica economica (cfr. figura A). All'inizio del 2009 sono emersi crescenti segnali che le ripercussioni del rallentamento economico, che in un primo tempo avevano determinato un deciso e improvviso calo dell'occupazione nel settore delle costruzioni, iniziavano a estendersi all'economia nel suo insieme, in particolare all'industria e, in misura minore, ai servizi privati (cfr. figura B). Nell'estate del 2009 il tasso di occupazione si è collocato sui valori più bassi dal secondo trimestre del 1993.

Diversi gruppi avrebbero risentito maggiormente del rallentamento del mercato del lavoro, in particolare i lavoratori più giovani, quelli con contratti a tempo determinato e i meno qualificati (cfr. figura C). La brusca riduzione dei posti di lavoro per i lavoratori più giovani ha determinato nell'area dell'euro un sostanziale incremento della disoccupazione giovanile, che attualmente si colloca al livello più elevato dal novembre 1997. L'occupazione a tempo determinato aveva già iniziato a diminuire in misura sostanziale nel 2008, ma tale contrazione si è acuita ulteriormente all'inizio del 2009. I lavoratori a tempo indeterminato finora sono stati colpiti in misura minore, anche perché in genere usufruiscono di maggiori tutele¹. Un calo significativo dell'occupazione ha riguardato anche i lavoratori meno qualificati. Questi profili sono, in certa misura, tipici delle recessioni, ma suscitano seri timori riguardo l'atrofia delle competenze, i possibili effetti di isteresi e, in definitiva, il rischio di perdite in termini di prodotto qualora i disoccupati, nella convinzione di non avere prospettive occupazionali, abbandonino il mercato del lavoro, o nel caso in cui vengano ritardati o distorti gli investimenti in capitale umano costituito da lavoratori più giovani o meno qualificati.

¹ Cfr. anche i riquadri *Correzioni del mercato del lavoro durante l'attuale contrazione dell'attività economica e Il recente calo dell'occupazione nell'area dell'euro e la sua composizione*, rispettivamente nei numeri di giugno e settembre 2009 del Bollettino mensile.

Figura A Crescita del PIL e dell'occupazione nell'area dell'euro

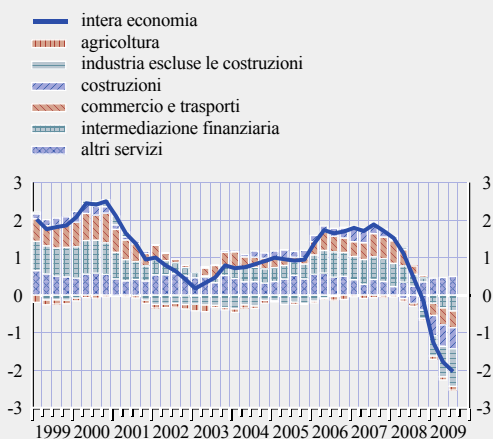
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura B Crescita dell'occupazione nell'area dell'euro e contributi settoriali

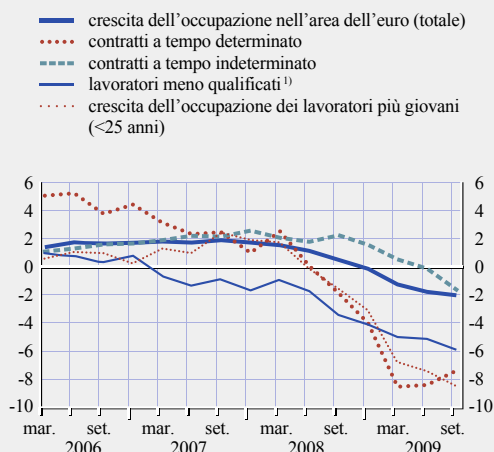
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura C Crescita dell'occupazione di alcuni gruppi specifici

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

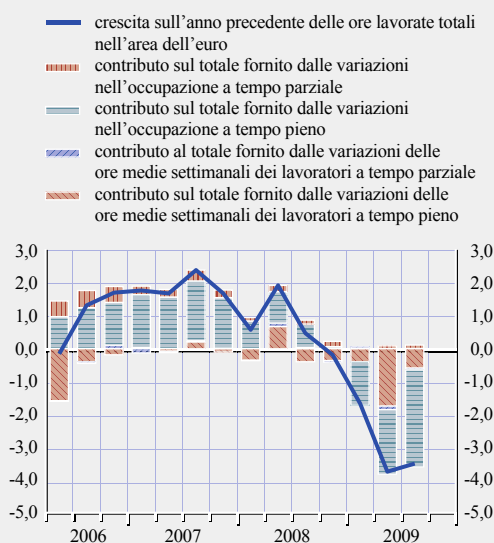
1) Per lavoratori meno qualificati si intendono quelli in possesso di un diploma di scuola secondaria inferiore o di titolo equivalente.

Variazioni nel totale delle ore lavorate

La contrazione del numero di occupati non è stata l'unica espressione della netta riduzione della domanda di lavoro. Nel secondo trimestre del 2009 il totale delle ore lavorate nell'area dell'euro ha subito il calo più pronunciato sul periodo corrispondente dall'inizio della serie (2001). Anche se tale flessione è stata determinata principalmente dal brusco calo dell'occupazione in base al numero di addetti (e in particolare dalla perdita di posti di lavoro a tempo pieno) a metà del 2009, una contrazione simile è originata dalla consistente riduzione delle ore lavorative settimanali degli occupati (cfr. figura D)². Nel settore privato sono stati adottati su larga scala meccanismi di riduzione dell'orario lavorativo, spesso attraverso il sostegno di misure introdotte o estese dai governi al fine di tutelare i posti di lavoro durante la fase di rallentamento. Tali misure potrebbero essere vantaggiose nel breve termine perché consentono alle imprese incerte

Figura D Crescita delle ore lavorate nell'area dell'euro e relativi contributi

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



Fonti: Eurostat, *European Labour Force Survey* ed elaborazioni della BCE.

² I dati riportati sono stati ricavati dalla *European Labour Force Survey*, in quanto le fonti di contabilità nazionale non dispongono di dati aggregati trimestrali per l'area dell'euro. Per quanto riguarda le variazioni delle ore lavorate desunte dalle fonti di contabilità nazionale, solo in base alle compilazioni dei dati disponibili per le tre principali economie dell'area, cfr. il riquadro *Andamenti recenti della produttività nell'area dell'euro*, nel numero di dicembre 2009 del Bollettino mensile.

sulla probabile durata o gravità della recessione percepita di mantenere l'occupazione in base al numero di addetti, evitando quindi perdite costose in termini di capitale umano e disoccupazione. Tuttavia, il ricorso sistematico a tali programmi sul lungo periodo comporta alcuni rischi, in particolare se tali misure impediscono un'efficace riallocazione settoriale delle risorse in seguito a squilibri di lunga durata.

Andamento della disoccupazione

La disoccupazione, già in aumento dalla primavera del 2008, ha cominciato a crescere più velocemente all'inizio del 2009, registrando un incremento eccezionale del numero di disoccupati nel primo trimestre dell'anno. Nonostante una lieve moderazione nei mesi successivi, la perdita di posti di lavoro si è protratta a tassi trimestrali senza precedenti nell'area dell'euro. Pertanto, alla fine del 2009 il tasso di disoccupazione nell'area ha raggiunto il 10,0 per cento, il più elevato da dieci anni. Inoltre, sono rimaste notevoli disparità fra gli Stati membri, dato che diversi paesi dell'area (in particolare Irlanda e Spagna) hanno registrato aumenti abbastanza consistenti del tasso di disoccupazione, mentre altri hanno evidenziato incrementi piuttosto modesti, pur in presenza di una flessione relativamente forte del prodotto (in particolare Germania e Italia)³.

Sicuramente, le marcate disparità fra i vari paesi sono in parte riconducibili a una brusca correzione di precedenti bolle nel settore edilizio, dato che in Irlanda e Spagna questo comparto, in precedenza ampio e dinamico, è stato colpito in misura sproporzionata da una forte contrazione. Tali disparità sarebbero dovute anche alle notevoli differenze fra gli assetti istituzionali e ai provvedimenti antirecessivi adottati dai governi nell'area dell'euro. Pertanto, l'ampio ricorso ad accordi che prevedono maggiore flessibilità degli orari di lavoro, specie nel comparto industriale in Germania e Italia, ha contribuito a rallentare l'incremento della disoccupazione in questi paesi. Per contro, in Spagna la maggiore diffusione dei contratti a tempo determinato e il ricorso più limitato ai programmi di lavoro a orario ridotto hanno determinato una forte soppressione di posti di lavoro e quindi un considerevole incremento della disoccupazione, al 20 per cento delle forze di lavoro.

Implicazioni sul piano delle politiche economiche

L'entità di questa recessione non ha precedenti nei tempi recenti. Dato che la disoccupazione probabilmente aumenterà ancora per qualche tempo, i responsabili delle politiche per il mercato del lavoro dovranno fare in modo che i recenti peggioramenti non si traducano in un livello più elevato di disoccupazione strutturale. È probabile che i miglioramenti del mercato del lavoro sul lungo periodo dipendano soprattutto dalla capacità dell'area dell'euro di riorganizzarsi e ristrutturarsi tenendo conto delle turbolenze. Tale processo di ristrutturazione creativa potrebbe richiedere ulteriori riforme dei mercati del lavoro e dei beni per rafforzare le prospettive di occupazione a lungo termine e agevolare la mobilità del lavoro durante la fase di transizione. Inoltre, sarà necessario compiere degli sforzi per migliorare la flessibilità salariale, consentendo un livello sufficiente di differenziazione in base alle condizioni del mercato del lavoro, alla situazione concorrenziale delle imprese e alla produttività dei lavoratori, al fine di stimolare

³ Cfr. anche il riquadro *Legami fra prodotto e disoccupazione nell'area dell'euro*, nel numero di ottobre 2009 del Bollettino mensile. Dal marzo 2008, quando la disoccupazione nell'area dell'euro si è collocata sul livello contenuto del 7,2 per cento, la Spagna da sola ha fornito poco oltre la metà dei 4,3 milioni di nuovi disoccupati nell'area, mentre la Francia e l'Italia hanno contribuito rispettivamente per un quinto e un decimo. L'Irlanda, pur avendo una popolazione relativamente piccola, ha contribuito per quasi il 3,9 per cento, mentre la maggiore economia dell'area, la Germania, ha contribuito solo per lo 0,8 per cento.

la domanda di lavoro. In aggiunta, si dovrà provvedere a un tempestivo smantellamento delle misure anticrisi, inclusi i programmi di lavoro a orario ridotto che attualmente incidono in misura rilevante, per consentire la necessaria riallocazione del lavoro dai settori meno produttivi a quelli più produttivi. Occorreranno ulteriori riforme strutturali volte a favorire le transizioni nei mercati del lavoro e a facilitare la reintegrazione dei lavoratori in esubero nei nuovi posti di lavoro. Il reinserimento dei disoccupati dovrebbe essere favorito da riforme che rafforzino l'efficienza e l'efficacia delle politiche attive per il mercato del lavoro, comprese quelle che associano forme di lavoro flessibile o di sostegno sociale a politiche che promuovono l'acquisizione di capitale umano e la formazione continua. Analogamente, l'allentamento della legislazione a tutela dell'occupazione per i lavoratori a tempo indeterminato contribuirebbe ad alleviare in parte l'attuale dualismo del mercato del lavoro e potrebbe soprattutto giovare ai nuovi entrati nella forza lavoro, che finora sono stati colpiti in misura sproporzionata dalla recessione e che rappresentano una fonte potenziale di dinamismo e innovazione. Nel mercato dei beni, le misure volte ad accrescere la concorrenza contribuirebbero a incoraggiare l'innovazione e l'attuazione di prassi di lavoro efficienti.

2.5 LA FINANZA PUBBLICA

NETTO DETERIORAMENTO DELLE POSIZIONI DI BILANCIO NEL 2009

Di fronte alla crisi finanziaria, alla grave contrazione economica e all'adozione di misure di stimolo fiscale anticicliche le posizioni di bilancio dei paesi dell'area dell'euro si sono drasticamente deteriorate nel 2009, dopo essere già peggiorate l'anno precedente. In base alle previsioni economiche di autunno della Commissione europea pubblicate il 3 novembre 2009, il rapporto medio fra disavanzo delle amministrazioni pubbliche e PIL nell'area dell'euro è cresciuto dal 2,0 per cento del 2008 al 6,4 per cento del 2009, segnando il più serio peggioramento annuo dall'avvio dell'UEM (cfr. tavola 5). Tale peggioramento si è verificato parallelamente a una forte contrazione del PIL, ed è principalmente ascrivibile a dinamiche dal lato della spesa, nonché alle minori entrate dovute in parte agli sgravi fiscali e ad altre misure di stimolo. Di conseguenza, il rapporto fra entrate e PIL è calato di 0,8 punti percentuali, al 44,0 per cento, mentre quello fra spesa e PIL è balzato di 3,6 punti percentuali, portandosi al livello relativamente elevato del 50,4 per cento.

Le previsioni dell'autunno 2009 della Commissione in media sono meno positive

delle stime presentate negli aggiornamenti dei programmi di stabilità, presentati dalla maggior parte dei paesi tra il mese di dicembre 2009 e febbraio 2010. Gli aggiornamenti dei programmi di stabilità indicano disavanzi più bassi per l'insieme dell'area dell'euro, ammontanti al 6,2 per cento del PIL nel 2009 (cfr. tavola 5). In pressoché tutti i paesi dell'area dell'euro si è registrato un disavanzo superiore al valore di riferimento del 3 per cento del PIL, e in tre casi (Irlanda, Grecia e Spagna) tale rapporto ha raggiunto valori a due cifre.

Sulla base delle tavole della notifica in materia di procedura per disavanzi eccessivi pubblicate nell'autunno 2009 la Grecia, successivamente a un cambio di governo, ha rivisto significativamente al rialzo i dati sul disavanzo per il 2008 di 2,1 punti percentuali, al 7,7 per cento del PIL, e quelli sul disavanzo atteso per il 2009 di 6,5 punti percentuali, al 12,5 per cento del PIL, portando alla luce un grave squilibrio di bilancio. Per il 2008 la revisione rifletteva principalmente l'inclusione delle consegne da parte degli ospedali pubblici di prodotti medicinali in eccesso rispetto alle risorse loro assegnate, mentre per il 2009 era riconducibile al fatto che la previsione iniziale era fondata in gran parte su un obiettivo di bilancio che non era stato rivisto alla luce delle statistiche trimestrali e mensili di finanza pubblica già disponibili. Il deterioramento del 2009 è per lo

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

(percentuale del PIL)

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

	Previsioni della Commissione europea			Programma di stabilità
	2007	2008	2009	2009
Belgio	-0,2	-1,2	-5,9	-5,9
Germania	0,2	0,0	-3,4	-3,2
Irlanda	0,3	-7,2	-12,5	-11,7
Grecia	-3,7	-7,7	-12,7	-12,7
Spagna	1,9	-4,1	-11,2	-11,4
Francia	-2,7	-3,4	-8,3	-7,9
Italia	-1,5	-2,7	-5,3	-5,3
Cipro	3,4	0,9	-3,5	n.d.
Lussemburgo	3,7	2,5	-2,2	-1,1
Malta	-2,2	-4,7	-4,5	-3,8
Paesi Bassi	0,2	0,7	-4,7	-4,9
Austria	-0,6	-0,4	-4,3	-3,5
Portogallo	-2,6	-2,7	-8,0	n.d.
Slovenia	0,0	-1,8	-6,3	-5,7
Slovacchia	-1,9	-2,3	-6,3	-6,3
Finlandia	5,2	4,5	-2,8	-2,2
area dell'euro	-0,6	-2,0	-6,4	-6,2

Debito lordo delle amministrazioni pubbliche

	Previsioni della Commissione europea			Programma di stabilità
	2007	2008	2009	2009
Belgio	84,2	89,8	97,2	97,9
Germania	65,0	65,9	73,1	72,5
Irlanda	25,1	44,1	65,8	64,5
Grecia	95,6	99,2	112,6	113,4
Spagna	36,1	39,7	54,3	55,2
Francia	63,8	67,4	76,1	77,4
Italia	103,5	105,8	114,6	115,1
Cipro	58,3	48,4	53,2	n.d.
Lussemburgo	6,6	13,5	15,0	14,9
Malta	62,0	63,8	68,5	66,8
Paesi Bassi	45,5	58,2	59,8	62,3
Austria	59,5	62,6	69,1	66,5
Portogallo	63,6	66,3	77,4	n.d.
Slovenia	23,3	22,5	35,1	34,4
Slovacchia	29,3	27,7	34,6	37,1
Finlandia	35,2	34,1	41,3	41,8
area dell'euro	66,0	69,3	78,2	78,7

Fonti: previsioni economiche dell'autunno 2009 della Commissione europea, aggiornamento dei programmi di stabilità per il 2009-2010 ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati si basano sulle definizioni SEC95. La media per l'area dell'euro comprende i 16 paesi membri dell'area al 1° gennaio 2009.

più imputabile a sconfinamenti di spesa, dovuti in particolare a investimenti pubblici e sussidi ai fondi di previdenza sociale, e alle minori entrate provenienti dalle imposte dirette e indirette.

Le correzioni, che hanno seguito uno schema già visto negli anni passati, hanno messo in evidenza carenze sistemiche nella produzione delle statistiche e delle previsioni sulla finanza pubblica in Grecia. L'Eurostat ha espresso riserve circa la qualità dei dati riportati dalla

Grecia, data la grande incertezza relativa ai dati forniti, e non ha convalidato i dati di bilancio comunicati.

Alla fine del mese di febbraio 2010, 13 paesi dell'area dell'euro risultavano sottoposti a una procedura per disavanzo eccessivo. Nel mese di dicembre il Consiglio Ecofin ha fissato per gran parte dei paesi la scadenza per la correzione dei disavanzi al 2013, per Belgio e Italia al

2012 e per l'Irlanda al 2014 (cfr. tavola 6). Nel mese di febbraio 2010, il Consiglio Ecofin ha deliberato in merito a Malta e alla Grecia. Per quanto riguarda Malta, dove le autorità avevano pianificato di ridurre il rapporto fra disavanzo e PIL nel 2009 al di sotto del valore di riferimento, la scadenza è stata fissata al 2011. Per quanto riguarda la Grecia, in seguito alla decisione, ai sensi dell'articolo 126, paragrafo 8, del Trattato, che stabiliva che non erano state prese misure efficaci di correzione del disavanzo eccessivo nel 2009, il Consiglio, ai sensi dell'articolo 126, paragrafo 9, del Trattato, ha richiesto al governo greco di intervenire nel quadro della procedura per i disavanzi eccessivi. La decisione fissa il 2012 come scadenza ultima per la Grecia per correggere il suo deficit eccessivo e invita altresì il paese a predisporre un calendario dettagliato per le misure da intraprendere e a riferire a scadenze regolari e pubblicamente su tali misure. Queste richieste hanno fatto seguito alla dichiarazione del Consiglio Europeo dell'11 febbraio 2010, in base alla quale i paesi dell'area dell'euro sostengono gli sforzi del governo greco e il suo impegno a intraprendere azioni che garantiscano il raggiungimento degli ambiziosi obiettivi di consolidamento.

Il calo dell'attività economica, l'aumento dei disavanzi e gli interventi pubblici in risposta alla crisi finanziaria hanno contribuito a una rapida crescita del debito pubblico in rapporto al PIL. Secondo le proiezioni dell'autunno 2009 della Commissione, il rapporto fra debito lordo delle amministrazioni pubbliche e PIL nell'area dell'euro è fortemente salito nel 2009, al 78,2 per cento, contro il 69,3 per cento del 2008. Gli aggiornamenti dei programmi di stabilità mostrano per il 2009 un rapporto debito PIL a livello dell'area dell'euro pressoché simile (cfr. tavola 5). Il raccordo disavanzo-debito, che comprende anche l'impatto "sotto la riga" delle ricapitalizzazioni bancarie e dei prestiti alle società private (cfr. riquadro 6), hanno accresciuto il rapporto debito/PIL. Nel 2009 dieci paesi dell'area dell'euro (contro sette nel 2007) presentavano un rapporto fra debito e PIL superiore al valore di riferimento del 60 per cento del PIL; fra questi in Grecia e in Italia, tale rapporto assumeva proporzioni a tre cifre. In tutti i paesi questo rapporto ha seguito una tendenza al rialzo dal 2007-2008. Inoltre, le garanzie approntate dai governi, registrate fuori bilancio, hanno accresciuto in modo significativo il livello delle passività eventuali delle amministrazioni pubbliche.

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

(percentuale del PIL)				
	Saldo di bilancio per il 2009	Inizio	Scadenza	Correzione strutturale media annua raccomandata
Belgio	-5,9	2010	2012	¾
Germania	-3,2	2011	2013	≥0,5
Irlanda	-11,7	2010	2014	2
Grecia	-12,7	2010	2012	≥3½ nel 2010-11, ≥2½ nel 2012
Spagna	-11,4	2010	2013	>1,5
Francia	-7,9	2010	2013	>1
Italia	-5,3	2010	2012	≥0,5
Cipro	n.d.	-	-	-
Lussemburgo	-1,1	-	-	-
Malta	-3,8	2010	2011	¾
Paesi Bassi	-4,9	2011	2013	¾
Austria	-3,5	2011	2013	¾
Portogallo	n.d.	2010	2013	1¼
Slovenia	-5,7	2010	2013	¾
Slovacchia	-6,3	2010	2013	1
Finlandia	-2,2	-	-	-

Fonti: aggiornamento dei programmi di stabilità per il 2009-2010 (colonna 1); raccomandazioni formulate dal Consiglio Ecofin nel dicembre 2009 e nel febbraio 2010 (colonne 2, 3 e 4).

Riquadro 6

IL SOSTEGNO DEI GOVERNI AL SETTORE BANCARIO DURANTE LA CRISI FINANZIARIA DEL 2008-2009 E L'IMPATTO SULLE FINANZE PUBBLICHE DELL'AREA DELL'EURO

In risposta all'intensificazione della crisi finanziaria nel settembre 2008 (ossia dopo il fallimento della banca di investimento statunitense Lehman Brothers), i governi dell'area dell'euro hanno adottato a livello nazionale misure volte a sostenere i rispettivi sistemi finanziari e a garantire adeguate condizioni di finanziamento all'economia reale. Tali misure sono state prese nel rispetto dei principi guida comuni dell'UE¹, degli indirizzi successivamente forniti dalla Commissione europea nelle sue comunicazioni² e delle raccomandazioni della BCE³.

Inizialmente il sostegno pubblico è stato rivolto al lato delle passività dei bilanci bancari attraverso: a) garanzie del governo a favore dei prestiti interbancari e delle nuove emissioni di debito delle banche, b) la ricapitalizzazione delle società finanziarie in difficoltà, anche attraverso iniezioni di capitali e prestiti e c) l'ampliamento della copertura dei sistemi di assicurazione dei depositi.

A partire dagli inizi del 2009 il sostegno pubblico ha iniziato a essere diretto al lato dell'attivo dei bilanci bancari, considerati l'elevata incertezza relativa alla valutazione delle attività e i rischi di nuove svalutazioni. Fra i programmi di sostegno adottati figuravano: a) programmi di rimozione delle attività (volti a eliminare dai bilanci le attività in sofferenza) e b) programmi di assicurazione delle attività (volti a proteggere le attività mantenute in bilancio dal rischio di eventi a bassa probabilità e ad alto impatto).

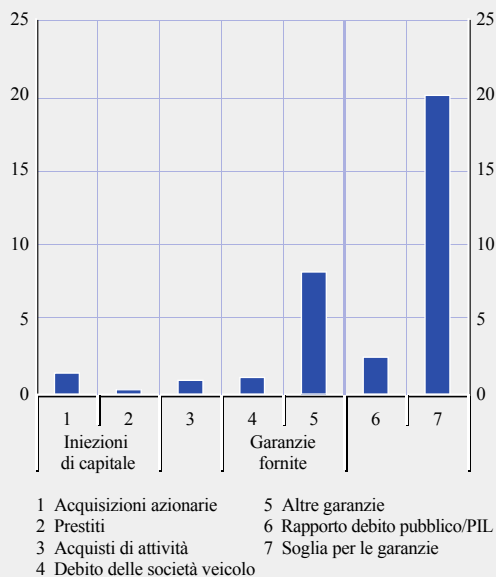
Benché siano stati efficaci nel ripristinare la stabilità del sistema finanziario, questi interventi hanno comportato costi sostanziali per i bilanci dei governi dell'area dell'euro. In base ai principi di segnalazione statistica, e secondo quanto chiarito dall'Eurostat, il sostegno pubblico fornito sotto forma di iniezioni di capitali e acquisti di attività va contabilizzato alla stregua di una transazione finanziaria che influisce sul debito pubblico ma priva di impatto per il disavanzo/avanzo di bilancio, a meno che non sia fornito al di sopra/sotto del prezzo di mercato. Nella misura in cui il finanziamento delle operazioni di salvataggio comporta per il governo la necessità di ricorrere all'indebitamento, vi può essere un impatto sul debito lordo delle amministrazioni pubbliche. Quanto alle garanzie offerte dai governi, esse rappresentano passività eventuali e sono contabilizzate fuori bilancio.

La figura fornisce (a sinistra della linea verticale blu) una panoramica delle misure di stabilizzazione del settore finanziario adottate dai governi dell'area dell'euro nel 2008 e nel 2009, compresa la creazione di società veicolo beneficiarie delle garanzie pubbliche. Essa mostra altresì (a destra della linea verticale blu) l'impatto prodotto sul rapporto fra debito e PIL e sull'importo

- 1 Il Consiglio Ecofin del 7 ottobre 2008 ha concordato che le misure nazionali di sostegno agli intermediari finanziari sistemici sarebbero state adottate per un periodo limitato e nell'ambito di un approccio coordinato, tenendo in debita considerazione gli interessi dei contribuenti. Il 12 ottobre 2008 i paesi dell'area dell'euro hanno adottato un piano concertato di azione europeo, i cui principi venivano approvati dal Consiglio Europeo pochi giorni dopo e fornivano indicazioni sull'adozione di misure nazionali (aggiuntive) per sostenere il sistema finanziario.
- 2 La Commissione europea ha rilasciato le seguenti comunicazioni: a) la Comunicazione riguardo alle banche GU C 270, 25.10.2008, pag. 8, b) la Comunicazione riguardo la ricapitalizzazione, GU C 10, 15.01.2009, pag. 2, c) la Comunicazione della Commissione sul trattamento delle attività che hanno subito una riduzione di valore, GU C 72, 26.03.2009, pag. 1, e d) la Comunicazione della Commissione sul ripristino della redditività e la valutazione delle misure di ristrutturazione del settore finanziario, GU C 195, 19.08.2009, pag. 9.
- 3 Raccomandazioni del Consiglio direttivo della BCE sulle garanzie offerte dai governi al debito bancario, 20 ottobre 2008, e sulla determinazione del prezzo delle ricapitalizzazioni, 20 novembre 2008, entrambe disponibili (in inglese) sul sito Internet della BCE.

Cumulata delle operazioni di stabilizzazione del settore finanziario: impatto sul debito e sulle passività eventuali delle amministrazioni pubbliche

(2008-2009; percentuale del PIL del 2009)



Fonte: SEBC.

Nota: le garanzie non includono quelle sui depositi.

delle garanzie, comprese quelle sul debito emesso dalle società veicolo, approntate e in parte fornite dai governi dell'area dell'euro fino al termine del 2009.

Nel biennio 2008-2009 l'impatto cumulato prodotto sul debito delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro dalle operazioni di stabilizzazione (tenuto conto anche dei rimborsi dei capitali pubblici avvenuti in alcuni paesi) è stato pari al 2,5 per cento del PIL, mentre quello sul disavanzo delle amministrazioni pubbliche è risultato contenuto.

Oltre all'impatto diretto prodotto sui disavanzi e sul debito, le operazioni di salvataggio bancario comportano un rischio più ampio per le finanze pubbliche, che potrebbe materializzarsi esercitando effetti avversi sui bilanci pubblici nel medio-lungo periodo. I rischi assunti dai governi sono di due tipi. La prima fonte è data dalle passività eventuali. Queste sono cresciute considerevolmente

dall'inizio della crisi finanziaria, e non si può escludere che in futuro sorga la necessità di approntare nuove garanzie e/o che le garanzie esistenti siano in parte utilizzate. Come mostra la figura, a fine 2009 le passività eventuali implicite dei governi dell'area dell'euro, misurate dalle risorse stanziare a garanzia dei programmi adottati (escluse le garanzie sui depositi al dettaglio), ammontavano al 20,1 per cento del PIL, mentre le passività eventuali esplicite, misurate dalle garanzie effettivamente utilizzate dalle banche, ammontavano a circa il 9,4 per cento del PIL.

Una seconda fonte di rischio per le finanze pubbliche attiene agli effetti del sostegno dei governi al settore bancario (ad esempio tramite ricapitalizzazioni, acquisti di attività e prestiti) sulle dimensioni e la composizione del bilancio pubblico⁴. In linea teorica, questi interventi rappresentano acquisizioni di attività finanziarie prive di impatto per il debito netto delle amministrazioni pubbliche. Le possibili variazioni di valore delle attività, nonché l'incertezza riguardo ai proventi effettivi connessi con la loro vendita futura, tuttavia, potrebbero ripercuotersi sulla solvibilità di bilancio.

Infine, i costi fiscali del sostegno al settore bancario sono in parte compensati dai dividendi, dagli interessi e dalle commissioni corrisposti dalle banche ai governi in cambio del sostegno ricevuto.

In conclusione, qualunque valutazione dei costi netti per le finanze pubbliche derivanti dal sostegno fornito dai governi al settore bancario dovrebbe adottare una prospettiva di lungo periodo che vada al di là dell'anno in cui il sostegno è stato effettivamente fornito, e dovrebbe considerare le implicazioni più ampie di tale sostegno per il bilancio dello Stato.

⁴ Cfr. FMI, *Crisis-Related Measures in the Financial System and Sovereign Balance Sheet Risks*, Fiscal Affairs and Monetary and Capital Markets Departments, luglio 2009.

Di riflesso ai crescenti rischi per la sostenibilità dei conti pubblici, l'ampliamento dei differenziali di rendimento sul debito sovrano tra i paesi dell'area dell'euro, che si era fatto più marcato nell'autunno 2008, è proseguito a 2009 inoltrato (cfr. riquadro 7). Sebbene a partire da marzo si sia osservato un restringimento dei differenziali di rendimento, tra la fine del 2009 e gli inizi del 2010 in alcuni paesi dove l'evoluzione delle finanze pubbliche risultava oltremodo negativa, in particolare in Grecia, l'andamento dei differenziali sul debito sovrano divergeva considerevolmente da quello tendenziale medio.

Nelle circostanze attuali risulta particolarmente difficile analizzare i fattori all'origine del deterioramento dei bilanci, vista l'incertezza che caratterizza la valutazione in tempo reale della crescita tendenziale e dell'*output gap*. Ciò detto, si ritiene che sia l'entrata in funzione degli stabilizzatori automatici sia l'orientamento espansivo della politica di bilancio nei paesi dell'area dell'euro abbiano avuto un considerevole impatto negativo sui saldi.

Più in dettaglio, la contrazione economica ha provocato un restringimento delle basi imponibili e un aumento delle prestazioni sociali e dei trasferimenti. Inoltre, il calo delle entrate, maggiore di quanto ci si potesse attendere sulla base delle elasticità stimate, ha esercitato pressioni al rialzo sui disavanzi. Un'ampia parte del deterioramento riflette gli sgravi fiscali e le altre misure di stimolo adottate in molti paesi dell'area dell'euro, nonché i tassi di crescita della spesa strutturale, superiori a quelli del PIL tendenziale. La Commissione europea stima che le misure discrezionali intraprese nel 2009 ammontino all'1,3 per cento del PIL, riconducibile per lo più ai pacchetti di stimolo di bilancio adottati in linea con il piano europeo di ripresa economica di fine 2008. Malgrado l'incertezza riguardo al peso degli effetti ciclici e di quelli strutturali sull'evoluzione dei bilanci, tutti i paesi dell'area dell'euro hanno l'esigenza di un sostanziale risanamento fiscale che garantisca la sostenibilità delle finanze pubbliche.

Riquadro 7

ANDAMENTI DELLE EMISSIONI E DEI DIFFERENZIALI DI RENDIMENTO DEI TITOLI DI DEBITO DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE DELL'AREA DELL'EURO

Il tasso di crescita sui dodici mesi delle consistenze in essere di titoli di debito delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro si è collocato all'11,3 per cento nel 2009, un livello lievemente più elevato di quello, già notevole, dell'8,1 per cento del 2008 (cfr. tavola A) e il più alto dell'ultimo decennio¹. Questa crescita ha riflesso i considerevoli squilibri di bilancio presenti nel 2009 in gran parte dei paesi dell'area dell'euro. Unitamente alla crescita fortemente negativa del PIL in termini reali osservata nel 2009, le nuove emissioni hanno concorso a un marcato deterioramento del rapporto debito pubblico/PIL dell'area dell'euro, salito dal 69,3 per cento del 2008 al 78,2 per cento del 2009.

Per quanto riguarda la composizione dei collocamenti netti nel 2009, l'attività nel mercato primario dei titoli di debito a breve termine dell'area dell'euro ha continuato a espandersi vigorosamente, anche se a un ritmo più basso rispetto al 2008. Ciò riflette in parte il fatto che la curva dei rendimenti si è ulteriormente inclinata durante lo scorso anno, rendendo i finanziamenti a breve termine relativamente più interessanti in relazione alla spesa per interessi

¹ I tassi di crescita sono calcolati sulla base delle transazioni finanziarie, e non tengono pertanto conto di riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e altre variazioni non imputabili a transazioni. Per maggiori dettagli, cfr. le note tecniche relative alle sezioni 4.3 e 4.4 del capitolo "Statistiche dell'area dell'euro" del Bollettino mensile.

Tavola A Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro

(valori percentuali; dati di fine periodo)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Totale delle amministrazioni pubbliche	5,5	5,8	4,7	2,4	2,8	8,1	11,3
<i>A lungo termine</i>	4,8	6,2	5,5	3,4	2,3	3,7	9,6
A tasso fisso	5,7	6,4	5,4	3,4	2,0	3,5	9,6
A tasso variabile	-1,6	7,0	8,4	3,0	5,4	5,2	6,4
<i>A breve termine</i>	13,6	2,1	-4,0	-8,8	9,5	62,4	24,2

Fonte: BCE.

a breve. Inoltre, è possibile che l'accresciuto ricorso a tali finanziamenti sia in parte ascrivibile al leggero calo della propensione degli investitori per i titoli di debito governativi a più lunga scadenza nella prima metà dell'anno, nonché all'aumento dei premi al rischio sulle scadenze più lunghe rispetto a quelle più brevi osservato per i titoli di alcuni paesi. Di conseguenza, la quota del debito a lungo termine sul totale delle consistenze in essere di titoli di debito è ulteriormente calata, all'86,7 per cento nel 2009, ben al di sotto della media registrata dall'inizio della Terza fase dell'UEM (cfr. tavola B).

Nel 2009 gli esborsi per interessi in rapporto al PIL sono rimasti sostanzialmente invariati rispetto all'anno precedente. La figura A fornisce una scomposizione delle variazioni nei pagamenti per interessi in: a) effetto delle variazioni nel debito delle amministrazioni pubbliche, b) effetto delle variazioni dei tassi di interesse, e c) un effetto incrociato residuale². Nonostante il debito crescente, gli esborsi per interessi sono rimasti pressoché invariati in relazione al PIL. Ciò riflette il fatto che il contributo dei minori tassi di interesse (0,3 per cento del PIL) ha

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

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

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Amministrazioni centrali	94,7	94,3	93,8	93,4	93,2	93,5	93,8
<i>Titoli a lungo termine</i>	85,9	85,8	86,0	86,5	86,1	82,8	80,9
<i>Titoli a breve termine</i>	8,9	8,5	7,8	6,8	7,1	10,8	12,9
Altre amministrazioni pubbliche	5,3	5,7	6,2	6,6	6,8	6,5	6,2
<i>Titoli a lungo termine</i>	5,2	5,6	6,0	6,4	6,4	6,0	5,8
<i>Titoli a breve termine</i>	0,1	0,1	0,2	0,2	0,4	0,5	0,3
Totale delle amministrazioni pubbliche							
<i>A lungo termine</i>	91,0	91,4	92,1	92,9	92,5	88,8	86,7
A tasso fisso	82,2	82,6	83,2	84,0	83,3	79,7	77,6
A tasso variabile	7,5	7,6	7,9	8,0	8,2	8,1	7,8
<i>A breve termine</i>	9,0	8,6	7,9	7,1	7,5	11,2	13,3
Totale delle amministrazioni pubbliche in miliardi di euro	4.151,8	4.386,8	4.604,8	4.706,6	4.836,7	5.261,1	5.809,9

Fonte: BCE.

2 La variazione degli esborsi nominali per interessi, I , può essere scomposta come segue:

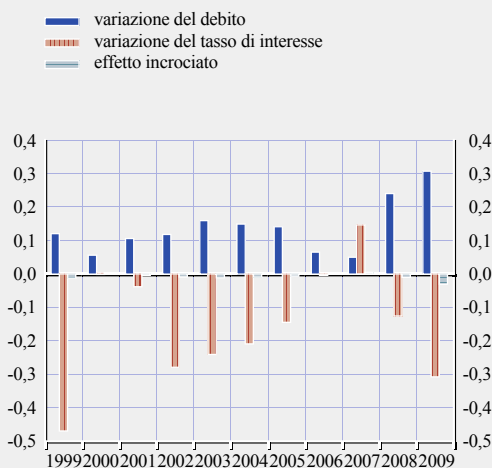
$$\Delta I = \Delta B \times i + \Delta i \times B + \Delta B \times \Delta i$$

$$\left\{ \begin{array}{l} \text{effetto via} \\ \text{variazione} \\ \text{del debito} \end{array} \right. \left\{ \begin{array}{l} \text{effetto via} \\ \text{variazione del} \\ \text{tasso di interesse} \end{array} \right. \left\{ \begin{array}{l} \text{effetto} \\ \text{incrociato} \\ \text{(residuo)} \end{array} \right.$$

dove B è il debito nominale delle amministrazioni pubbliche e i è il tasso di interesse implicito medio (I/B).

Figura A Composizione della variazione dei pagamenti per interessi nel periodo 1999-2009

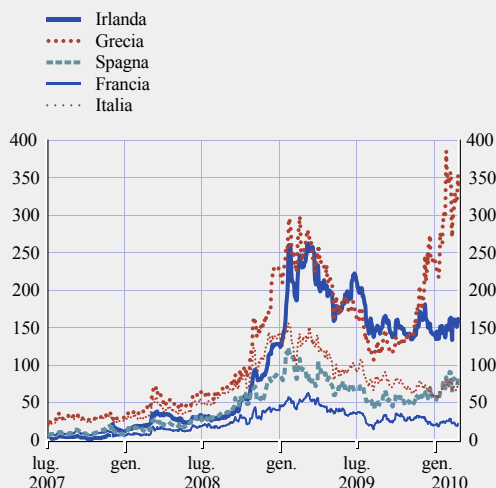
(in percentuale del PIL; dati annuali)



Fonte: Commissione europea (banca dati Ameco).

Figura B Differenziali di rendimenti di alcune obbligazioni sovrane nei confronti dei titoli di Stato tedeschi

(dati giornalieri; punti base)



Fonte: Thomson Financial Datastream.

Nota: titoli di stato di riferimento con scadenza a 10 anni.

superato per uno stretto margine quello al rialzo proveniente dalla variazione del debito pubblico. L'impatto dell'effetto incrociato è stato contenuto.

La tendenza al rialzo dei differenziali di rendimento sulle obbligazioni sovrane dell'area dell'euro, iniziata al principio del 2008, è proseguita a 2009 inoltrato (cfr. figura B). Nel primo trimestre 2009 i differenziali di rendimento a dieci anni rispetto alla Germania hanno così toccato i livelli più alti dall'inizio dell'Unione monetaria. Il raggiungimento di tale massimo ha coinciso con il minimo segnato dai prezzi delle azioni e di altre attività rischiose, ed è ascrivibile ai forti aumenti dei premi per la liquidità e per il rischio di credito³. Con il progressivo ritorno della fiducia sui mercati dopo il marzo 2009, i differenziali sul debito sovrano di gran parte dei paesi dell'area dell'euro si sono gradualmente ristretti portandosi a meno della metà dei rispettivi massimi. Alcuni paesi, tuttavia, sono stati interessati da un nuovo ampliamento degli *spread* a cavallo fra il 2009 e il 2010. Andamenti analoghi sono stati osservati per quanto riguarda i premi dei *credit default swap* sul debito sovrano.

Durante l'intera crisi finanziaria i premi per il rischio di credito sul debito sovrano dei paesi dell'area dell'euro sono stati caratterizzati da un forte comovimento, a indicare che per gran parte del periodo i differenziali di rendimento sono stati trainati soprattutto da shock comuni, fra cui una valutazione più realistica del rischio piuttosto che specifici ai singoli paesi. Tuttavia, si sono osservate notevoli differenze fra i paesi per quanto concerne la sensibilità a questi shock comuni, principalmente in rapporto alla solidità delle posizioni attuali e previste dei conti pubblici,

3 Per analisi recenti degli andamenti dei differenziali di rendimento dei titoli pubblici dell'area dell'euro, cfr. i riquadri intitolati *Nuove evidenze sui premi per il rischio di credito e per la liquidità incorporati in alcuni rendimenti sovrani dell'area dell'euro* (settembre 2009), *Confronto tra l'andamento dei differenziali delle obbligazioni sovrane nell'area dell'euro e quello dei differenziali dei titoli emessi da stati degli USA durante la turbolenza finanziaria* (luglio 2009), *Effetti dei piani di salvataggio delle banche varati dai governi sul rischio di credito percepito dagli investitori* (marzo 2009) e *Il recente ampliamento dei differenziali di rendimento delle obbligazioni sovrane nell'area dell'euro* (novembre 2008), nonché l'articolo intitolato *L'impatto degli interventi governativi a sostegno del settore bancario sulle finanze pubbliche dell'area dell'euro* (luglio 2009) del Bollettino mensile.

con i paesi con posizioni meno robuste che hanno subito un rialzo maggiore dei differenziali. Inoltre, per effetto delle misure di sostegno ai settori bancari nazionali, i governi dell'area hanno assunto passività potenziali che hanno anch'esse inciso sui differenziali⁴.

4 Per un'analisi del ruolo degli shock comuni e dell'impatto delle misure di sostegno al settore bancario sulle esposizioni al rischio di credito sul debito sovrano, cfr. Ejsing J. e W. Lemke, *The Janus-headed salvation: sovereign and bank credit risk premia during 2008-09*, Working Paper della BCE n.1127, dicembre 2009. Per uno studio recente dei fattori all'origine dell'aumento complessivo dei rendimenti sovrani all'interno dell'area dell'euro, cfr. Attinasi M.G., C. Checherita e C. Nickel, *What explains the surge in euro area sovereign spreads during the financial crisis of 2007-09?*, Working Paper della BCE n.1131, dicembre 2009.

SOSTENIBILITÀ DI LUNGO PERIODO E ACCORDI EUROPEI

I rischi per i conti pubblici collegati alle proiezioni dei costi futuri dell'invecchiamento della popolazione, nonché ai sistemi pensionistici a ripartizione e sanitari, sono resi ancor più acuti dall'attuale situazione di grave squilibrio di bilancio e dalle prospettive di un minore tasso di crescita tendenziale. Di conseguenza, la sostenibilità delle finanze pubbliche è balzata all'ordine del giorno delle discussioni in sede europea.

I ministri finanziari dell'Eurogruppo si sono impegnati nel giugno 2009 a mettere in atto solide strategie di bilancio a medio termine che consentano la correzione tempestiva dei disavanzi eccessivi. Nell'ottobre 2009, nell'intento di trovare il giusto equilibrio fra stabilità e sostenibilità, il Consiglio Ecofin ha sottolineato la necessità di una strategia di uscita dalle politiche generalizzate di stimolo di bilancio, coordinata fra i vari paesi nell'ambito di un'attuazione coerente del Patto di stabilità e crescita. Oltre alla rimozione tempestiva delle misure di stimolo, il Consiglio ha evidenziato l'esigenza di un risanamento fiscale ben più ambizioso del parametro di riferimento dello 0,5 per cento del PIL per anno in termini strutturali.

Nel novembre 2009 il Consiglio Ecofin ha riconosciuto che il deterioramento delle finanze pubbliche provocato dall'attuale crisi aveva sostanzialmente aggravato le questioni di sostenibilità collegate all'invecchiamento della popolazione, al livello elevato del debito e alla

più bassa crescita potenziale di lungo periodo. Si è ritenuto inoltre che l'incertezza riguardo alla valutazione delle posizioni strutturali di bilancio e alle proiezioni a lungo termine dovuta alla crisi fosse maggiore del solito. Il Consiglio ha convenuto che fosse urgente intervenire sul piano delle politiche per migliorare la sostenibilità a lungo termine dei conti pubblici. A tal fine, ha sottolineato l'importanza fondamentale di un'attuazione risoluta della strategia a tre pilastri concordata in occasione del Consiglio europeo di Stoccolma nel 2001. Tale strategia consiste di misure orientate a ridurre disavanzo e debito, innalzare i tassi di occupazione e riformare i sistemi di protezione sociale. La riduzione del peso del debito dovrà avvenire sia tramite il risanamento dei conti pubblici, sia mediante riforme strutturali volte a favorire la crescita potenziale.

Il Consiglio Ecofin ha inoltre avallato nel maggio 2009 la versione aggiornata delle proiezioni di lungo periodo della spesa pubblica collegata all'invecchiamento della popolazione. È stato introdotto un nuovo accordo per valutare l'adeguatezza degli obiettivi di bilancio di medio periodo specifici per i vari paesi. Come auspicato dalla versione rivista del Codice di condotta sull'applicazione del Patto di stabilità e crescita del 2005, la nuova metodologia terrà conto non soltanto dei livelli del debito ma anche delle passività governative implicite derivanti dall'invecchiamento della popolazione. In base a tale accordo, gli obiettivi di bilancio di medio periodo dovrebbero garantire una stabilizzazione del rapporto fra debito delle amministrazioni pubbliche e PIL al livello di riferimento del

60 per cento come obiettivo minimo nel lungo periodo e iniziative supplementari di riduzione del debito nei paesi che superano tale rapporto, unitamente a un'anticipazione parziale del finanziamento dei costi di bilancio collegati all'invecchiamento della popolazione. La nuova versione del Codice di condotta è stata applicata a partire dall'aggiornamento dei programmi di stabilità del 2009-2010.

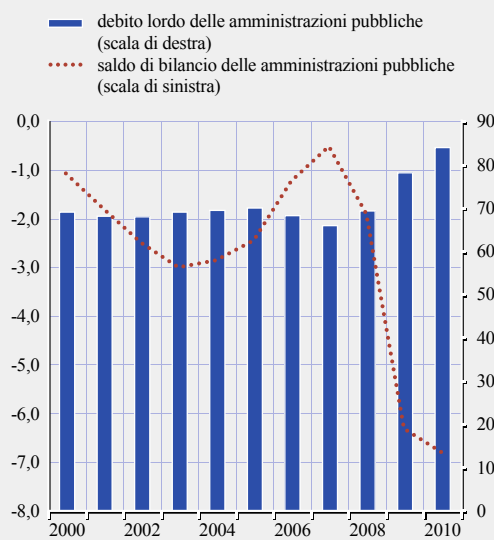
A febbraio 2010, nella sua dichiarazione sulla Grecia, il Consiglio Europeo ha ricordato che tutti i paesi dell'area dell'euro devono intraprendere politiche virtuose in linea con le regole concordate e che essi condividono la responsabilità della stabilità economica e finanziaria dell'area. In tale dichiarazione si è fatta esplicita menzione del fatto che gli stati membri dell'area dell'euro intraprenderanno, se necessario, azioni coordinate e determinate, al fine di salvaguardare la stabilità finanziaria dell'area nel suo complesso.

PREVISTO UN ULTERIORE DETERIORAMENTO DELLE FINANZE PUBBLICHE NEL 2010

Nel 2010 la situazione dei conti pubblici nell'area dell'euro dovrebbe peggiorare ulteriormente. Secondo le previsioni dell'autunno 2009 formulate dalla Commissione europea, il rapporto fra disavanzo medio delle amministrazioni pubbliche e PIL dell'area aumenterà ancora di 0,5 punti percentuali, al 6,9 per cento (cfr. figura 36). In relazione al PIL, le entrate medie dell'area dovrebbero calare di 0,3 punti percentuali, mentre la spesa primaria dovrebbe rimanere sostanzialmente stabile e la spesa per interessi aumentare di 0,2 punti percentuali. Si prevede che tutti i paesi dell'area dell'euro superino il valore del 3 per cento del PIL nel 2010. Il rapporto medio fra debito delle amministrazioni pubbliche e PIL dell'area continuerà ad aumentare, di 5,8 punti base, portandosi all'84,0 per cento. L'indebolimento delle posizioni di bilancio sarà il frutto di un orientamento moderatamente espansivo della politica di bilancio, mentre gli effetti addizionali degli stabilizzatori automatici saranno trascurabili.

Figura 36 Andamento delle finanze pubbliche nell'area dell'euro

(2000-2010; percentuale del PIL)



Fonte: previsioni economiche dell'autunno 2009 della Commissione europea.

Note: la media per l'area dell'euro comprende i 16 paesi membri dell'area al 1° gennaio 2009. I dati sui saldi di bilancio non comprendono i proventi delle vendite di licenze UMTS.

È ESSENZIALE CONCENTRARI SULLA SOSTENIBILITÀ DEI CONTI PUBBLICI

Molti governi dell'area dell'euro presentano squilibri di bilancio elevati e in forte aumento, che potrebbero aggravare ulteriormente l'onere per la politica monetaria unica del mantenimento della stabilità dei prezzi. Le pressioni sulla sostenibilità dei conti pubblici prodotte dall'attuale contesto economico e finanziario sono esacerbate dall'onere fiscale che si prevede deriverà dall'invecchiamento della popolazione a causa di sistemi pensionistici a ripartizione e dei costi dell'assistenza sanitaria. Inoltre, i deficit assai ingenti delle amministrazioni pubbliche comportano il rischio di innescare variazioni repentine del clima di mercato, che potrebbero modificare in modo sfavorevole i tassi di interesse a medio e lungo termine. Ciò frenerebbe a sua volta gli investimenti privati, indebolendo così le fondamenta di una crescita sostenuta.

Nel corso del 2009 il Consiglio direttivo della BCE ha sottolineato in varie occasioni che una delle principali sfide per le autorità

è quella di mantenere la fiducia del pubblico nella sostenibilità delle finanze pubbliche e nell'assetto europeo per la politica di bilancio. L'annuncio e l'attuazione risoluta di strategie di uscita e di risanamento tempestive ed ambiziose, basate su ipotesi realistiche di crescita, favorirà la fiducia del pubblico nei confronti della sostenibilità dei bilanci e della ripresa economica.

Il risanamento dovrà necessariamente concentrarsi sul lato della spesa. La reazione inelastica dei piani di spesa a un livello e a un tasso di crescita molto più bassi del previsto del prodotto potenziale ha provocato un aumento del rapporto fra spesa delle amministrazioni pubbliche e PIL. È probabile che l'incremento degli esborsi per interessi dovuto ai maggiori livelli di debito e a tassi più elevati produca ulteriori pressioni dal lato della spesa per i bilanci di molti paesi. Per contro, considerato il pesante onere fiscale in numerosi paesi dell'area dell'euro, eventuali aumenti della pressione fiscale rischiano di provocare distorsioni e di ostacolare la tanto necessaria ripresa del potenziale di crescita economica. In tale contesto, è altamente auspicabile accrescere l'efficienza e l'efficacia delle finanze pubbliche, che dovrebbero contribuire a favorire la crescita del prodotto potenziale e la riduzione del debito.

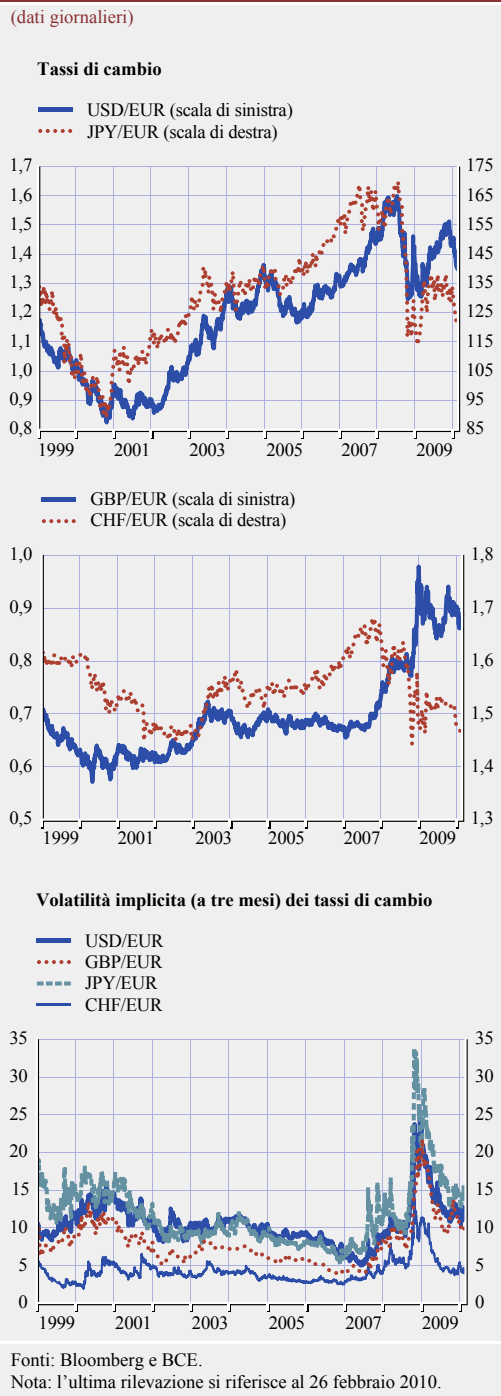
Il successo delle strategie di correzione dei conti pubblici dipenderà inoltre in maniera cruciale dall'esistenza di regole di bilancio e di istituzioni adeguate a livello nazionale, e richiederà procedure di bilancio trasparenti. Ai fini della fiducia nella solidità delle istituzioni pubbliche rivestono inoltre grande importanza l'affidabilità e la completezza delle statistiche finanziarie nazionali. La diffusione tempestiva di informazioni statistiche di qualità è fondamentale per l'appropriata applicazione del quadro di riferimento europeo per la sorveglianza sulle finanze pubbliche.

2.6 I TASSI DI CAMBIO E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

L'EURO HA SEGNATO ALCUNE OSCILLAZIONI IN TERMINI EFFETTIVI NEL CORSO DELL'ANNO

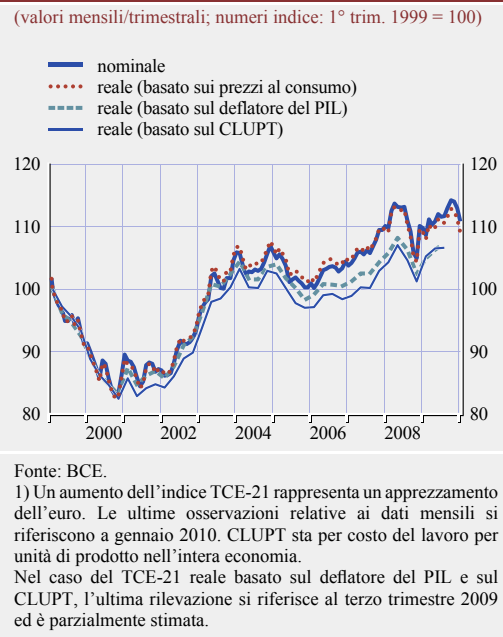
Nel 2009 gli andamenti valutari sono stati in larga misura determinati dall'evolversi delle condizioni finanziarie internazionali e dalle prospettive per la ripresa economica in tutto il mondo. Le tensioni presenti nei mercati finanziari internazionali e l'incertezza estremamente elevata riguardo alle prospettive economiche mondiali agli inizi del 2009 hanno determinato la liquidazione delle posizioni di *carry trade* (operazioni che consistono nel prendere a prestito fondi in valute a basso rendimento per investire in divise molto remunerative) e la ricomposizione dei portafogli internazionali, che hanno favorito alcune forti oscillazioni dei principali cambi bilaterali (cfr. figura 37). Tali fattori, assieme all'abbassamento dei tassi ufficiali e alle prospettive di crescita più sfavorevoli nell'area dell'euro e nell'insieme dell'UE, hanno concorso a indebolire l'euro che – misurato rispetto alle divise di 21 importanti partner commerciali dell'area – si è deprezzato di oltre il 3 per cento in termini effettivi nei primi due mesi del 2009. Dopo una lieve volatilità in marzo e aprile, la moneta unica europea ha iniziato ad apprezzarsi in maggio in presenza di un miglioramento delle condizioni sui mercati finanziari che ha trovato riflesso nel graduale restringimento dei differenziali sui mercati finanziari e nel calo delle volatilità implicite (cfr. figura 37). Dopo avere guadagnato quasi il 5 per cento in termini effettivi a fine ottobre 2009, l'euro è rimasto prossimo ai massimi storici dell'ultima parte del 2008 grazie soprattutto al suo rafforzamento sul dollaro statunitense e sulle principali divise asiatiche agganciate al dollaro. Successivamente la moneta unica europea si è stabilizzata, prima di deprezzarsi lievemente in termini effettivi in dicembre.

Figura 37 Evoluzione dei tassi di cambio e volatilità implicite



Nel complesso, l'euro si è indebolito nel 2009. Ciò ha riflesso il deprezzamento nei confronti della sterlina britannica, in parte compensato

Figura 38 Tassi di cambio effettivi dell'euro (TCE) nominali e reali¹⁾



dall'apprezzamento sul dollaro statunitense, le principali divise asiatiche agganciate al dollaro e lo yen giapponese. Il 31 dicembre il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato rispetto alle divise di 21 importanti partner commerciali, era inferiore dell'1 per cento rispetto agli inizi dell'anno e superiore di circa l'1,2 per cento alla media del 2008 (cfr. figura 38).

Rispetto al dollaro statunitense, l'euro si è inizialmente deprezzato di circa il 9 per cento nei primi due mesi del 2009. Ciò è avvenuto in presenza di flussi di portafoglio verso alcuni segmenti del mercato degli Stati Uniti nel contesto di un restringimento dei differenziali di interesse tra le due sponde dell'Atlantico. Dopo il mese di marzo 2009, allorché le tensioni nei mercati finanziari iniziavano ad allentarsi gradualmente, l'euro ha recuperato sulla valuta statunitense. Anche il riemergere delle posizioni di *carry trade*, che potrebbe avere tratto sostegno dalla moderazione delle volatilità implicite (cfr. figura 37), avrebbe concorso all'indebolimento del dollaro. Tra i primi di marzo e la fine di ottobre la moneta

unica europea ha guadagnato quasi il 19 per cento. A dicembre il dollaro si è rafforzato rispetto alle principali divise, guadagnando circa il 4 per cento sull'euro. Il 31 dicembre la moneta unica europea era scambiata a 1,44 dollari, un livello superiore di circa il 3,5 per cento rispetto agli inizi del 2009 e inferiore di circa il 2 per cento alla media del 2008.

Seguendo un profilo analogo a quello evidenziato rispetto al dollaro, nei primi due mesi del 2009 l'euro si è deprezzato sullo yen giapponese (cfr. figura 37). A marzo e aprile, quando è emerso che il deterioramento dell'attività economica giapponese era stato superiore al previsto e le tensioni sui mercati finanziari hanno iniziato ad allentarsi, la moneta unica europea si è ripresa. Per tutto il resto dell'anno l'euro ha oscillato entro un intervallo compreso tra 128 e 138 yen per euro. Il 31 dicembre l'euro era quotato a 133,16 yen, un valore superiore di circa il 5,6 per cento rispetto agli inizi dell'anno ma inferiore di circa il 12,5 per cento alla media del 2008.

Dopo aver raggiunto un massimo storico sulla sterlina britannica a dicembre 2008, l'euro si è deprezzato di circa il 7 per cento nel 2009 in un contesto di notevole volatilità. Ha inoltre registrato consistenti oscillazioni rispetto alle divise di diversi altri partner commerciali dell'UE, mentre è rimasto sostanzialmente stabile nel confronto con le valute all'interno degli AEC II (per dettagli sulle valute citate in questo paragrafo, cfr. la sezione 3 del capitolo 1).

Nel 2009 l'euro è rimasto sostanzialmente invariato sul franco svizzero, registrando un'accresciuta volatilità nei primi tre mesi del 2009 e successivamente stabilizzandosi in presenza di notizie di interventi sui mercati valutari da parte della Banca nazionale svizzera. Si è invece indebolito notevolmente sulle divise di molte economie avanzate con differenziali di tasso di interesse positivi rispetto all'area dell'euro. Tra i primi di gennaio e il 31 dicembre l'euro ha perso terreno nei confronti del dollaro canadese, il dollaro australiano e la corona norvegese (rispettivamente dell'11, del 21 e

del 14,9 per cento). L'apprezzamento dell'euro rispetto alle divise asiatiche agganciate al dollaro – vale a dire il renminbi cinese e il dollaro di Hong Kong (3,6 per cento rispetto a entrambe) – è stato ampiamente compensato in termini effettivi dal deprezzamento sul won coreano (-9,4 per cento).

Nel 2009 il tasso di cambio effettivo reale dell'euro calcolato con diversi indici di costo e di prezzo si è agli inizi indebolito e successivamente ha preso a rafforzarsi. Verso la fine dell'anno ha raggiunto livelli prossimi o superiori ai massimi storici del 2008, prima di diminuire lievemente a dicembre. Il tasso deflazionato tramite l'IPC è stato in media lievemente superiore che nel 2008 (cfr. figura 38).

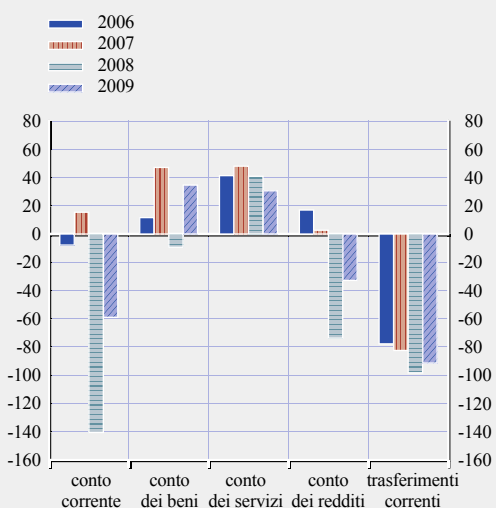
IL DISAVANZO DEL CONTO CORRENTE È NOTEVOLMENTE DIMINUITO NEL 2009

Nel 2009 il conto corrente dell'area dell'euro ha registrato un disavanzo di 59,0 miliardi di euro (corrispondenti allo 0,7 per cento del PIL dell'area), contro un disavanzo di 140,6 miliardi nel 2008. Ciò è riconducibile soprattutto alla riduzione (di 40,9 miliardi di euro) del disavanzo nel conto dei redditi e al miglioramento del saldo dei beni (cfr. figura 39). Dopo la netta contrazione dell'interscambio di merci dell'area tra la fine del 2008 e l'inizio del 2009, le esportazioni di beni si sono stabilizzate e hanno evidenziato una ripresa più rapida rispetto alle importazioni, determinando un avanzo mercantile di 34,7 miliardi di euro nel 2009 contro un disavanzo di 9,5 miliardi nel 2008. Anche il minore disavanzo dei trasferimenti correnti ha concorso alla riduzione complessiva del disavanzo di conto corrente nel 2009. Tali variazioni sono state solo in parte compensate da una riduzione (di 10,4 miliardi di euro) dell'avanzo nei servizi.

La stabilizzazione e la graduale ripresa delle esportazioni di beni nel corso del 2009 sono state sorrette dal recupero della domanda estera e dalla graduale riattivazione delle reti produttive internazionali, in una fase in cui l'attività economica toccava il livello minimo nei principali mercati di esportazione e le imprese iniziavano

Figura 39 Saldo di conto corrente e sue componenti

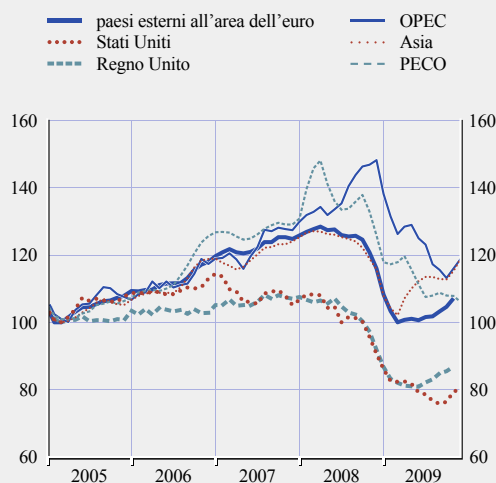
(dati annuali; miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Figura 40 Volumi delle esportazioni dell'area dell'euro verso alcuni partner commerciali

(indici: 1° trim. del 2005 = 100; dati destagionalizzati; media mobile a tre mesi)



Fonte: BCE.

Nota: l'ultima rilevazione si riferisce a dicembre 2009, tranne che per i paesi esterni all'area dell'euro e per il Regno Unito (novembre 2009). La sigla PECO sta a indicare i paesi dell'Europa centrale e orientale.

a ricostituire le scorte alla luce delle migliorate prospettive per l'economia. In contrasto con il rallentamento generalizzato dell'interscambio al volgere dell'anno, dal punto di vista geografico nel 2009 l'andamento delle esportazioni è risultato notevolmente meno uniforme. Mentre i flussi commerciali verso l'Asia e il Regno Unito hanno recuperato, le esportazioni verso i paesi dell'OPEC e gli Stati Uniti hanno continuato a scendere fino a ottobre (cfr. figura 40). Allo stesso tempo, da marzo a ottobre l'apprezzamento generalizzato dell'euro e il relativo impatto negativo sulla competitività dei prezzi all'esportazione dell'area hanno lievemente frenato la risposta delle esportazioni alla ripresa della domanda estera.

Nel 2009 le importazioni di beni dell'area dell'euro hanno seguito con ritardo l'andamento delle esportazioni. In termini di volume hanno continuato a scendere, sebbene a ritmi decrescenti, nella prima metà dell'anno e si sono stabilizzate nel terzo trimestre, riflettendo la debolezza della domanda interna e il decumulo delle scorte da parte delle imprese dell'area nel periodo.

In termini di valore, la riduzione nel primo semestre è stata alimentata anche dalla caduta dei prezzi all'importazione. Tale andamento va ricondotto in parte alla diminuzione dei corsi petroliferi iniziata nell'estate del 2008, che ha concorso a far scendere il disavanzo petrolifero a 126,6 miliardi di euro in termini cumulati nei 12 mesi fino a novembre 2009, ben al di sotto del livello estremamente elevato di oltre 220 miliardi di euro a fine 2008. In presenza di un recupero delle quotazioni petrolifere, il valore delle importazioni si è successivamente stabilizzato nella seconda metà dell'anno.

GLI AFFLUSSI NETTI PER L'INSIEME DEGLI INVESTIMENTI DIRETTI E DI PORTAFOGLIO SONO AUMENTATI NEL 2009

Nel conto finanziario gli investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro hanno registrato complessivamente afflussi netti per 251,2 miliardi di euro nel 2009, contro afflussi netti per 161,5 miliardi un anno prima. Ciò riflette sia l'inversione da deflussi netti ad afflussi netti per investimenti di portafoglio in titoli azionari

(con una variazione del saldo di 80,5 miliardi), sia il calo (di 98,1 miliardi) dei deflussi netti per investimenti diretti; tali dinamiche sono state parzialmente compensate da minori afflussi netti (per 88,8 miliardi) nel comparto degli strumenti di debito (cfr. figura 41).

Dopo l'intensificarsi della crisi finanziaria nell'autunno del 2008, il conto finanziario dell'area dell'euro ha subito variazioni significative che sono state solo gradualmente riassorbite nella seconda metà del 2009. Nella prima metà dell'anno gli investitori hanno mostrato grande interesse per le attività sicure e liquide; lo attestano gli elevati afflussi netti per strumenti del mercato monetario dell'area dell'euro, che nei 12 mesi fino a giugno sono saliti a 311,6 miliardi di euro contro deflussi netti per 74,0 miliardi un anno prima (cfr. figura 42). Contemporaneamente, sia i residenti sia i non residenti hanno rimpatriato fondi investiti in titoli azionari e in obbligazioni e *note* estere. A partire dalla metà del 2009, le migliori condizioni nei mercati finanziari, la minore avversione al rischio e le prospettive economiche più favorevoli

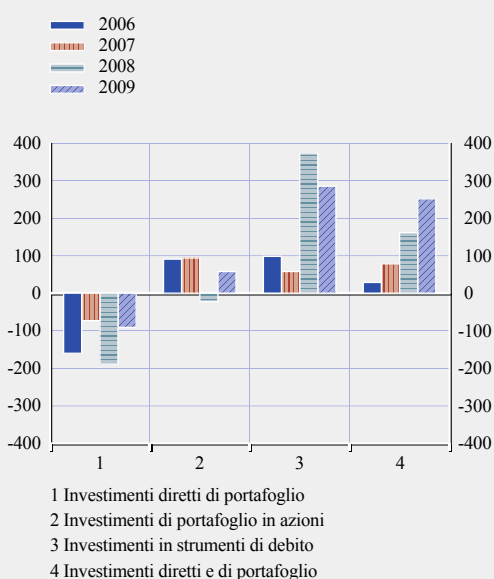
sembrano tuttavia aver indotto gli investitori a rivedere le scelte di portafoglio, dando origine a un rinnovato interesse sia per i titoli azionari sia per i titoli di debito esteri a lunga scadenza. Nel contempo l'area dell'euro ha continuato a registrare afflussi netti nel comparto degli strumenti del mercato monetario, nonostante una riduzione nella seconda metà del 2009.

Gli investimenti diretti esteri, anch'essi diminuiti sostanzialmente a seguito della crisi finanziaria, sono rimasti relativamente modesti nel 2009. Mentre gli investimenti diretti dell'area all'estero si sono mantenuti sui bassi livelli di fine 2008, quelli esteri nell'area sono lievemente aumentati nel 2009, determinando quindi un calo dei deflussi netti in questo comparto.

Le informazioni sulla posizione patrimoniale verso l'estero, disponibili fino al terzo trimestre del 2009, indicano che l'area dell'euro ha registrato una posizione netta passiva per 1.558 miliardi di euro (17,3 per cento del PIL dell'area), da 1.637 miliardi (17,7 per cento del PIL) alla fine del 2008.

Figura 41 Investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro

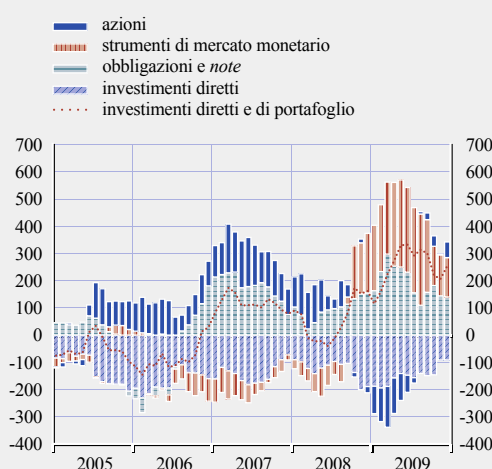
(dati annuali; miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Figura 42 Principali componenti del conto finanziario

(miliardi di euro, flussi cumulati netti sui 12 mesi; dati mensili)



Fonte: BCE.

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

ATTIVITÀ ECONOMICA

Nel corso del 2009 il prodotto ha subito un calo nella maggior parte degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro. Nella seconda metà dell'anno, tuttavia, dopo una brusca flessione a fine 2008 e un ulteriore deterioramento nella prima metà del 2009, il ritmo della contrazione si è ridotto (cfr. tavola 7)⁵. Benché il profilo generale della crescita annua del PIL sia stato simile in quasi tutti questi paesi, le proporzioni assunte dalla caduta e il vigore del successivo graduale miglioramento sono stati alquanto differenziati. Ciò ha riflesso, in parte, le diversità in termini di posizione ciclica iniziale, grado di apertura dell'economia, struttura dell'interscambio e fabbisogno di finanziamento esterno.

I paesi baltici hanno registrato il calo più marcato, che ha raggiunto, in media annua, valori a due cifre in Estonia e Lettonia dopo una crescita negativa già nel 2008. Il forte rallentamento ha riflesso in larga misura la correzione dei significativi squilibri macroeconomici accumulatisi prima della crisi finanziaria mondiale, che hanno accresciuto la vulnerabilità di questi paesi agli effetti della recessione mondiale.

In tutti gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, fatta eccezione per i paesi baltici, il calo dell'attività economica è stato trainato in larga parte dal crollo della domanda estera e dall'inasprirsi delle condizioni di finanziamento esterno. Inoltre il peggioramento del clima di fiducia dei consumatori e, in alcuni casi, gli effetti ricchezza negativi derivanti dalla flessione dei prezzi delle attività hanno dato origine a un sensibile peggioramento della domanda interna in gran parte dei paesi. L'incidenza di tali fattori si è leggermente attenuata nei restanti mesi dell'anno in conseguenza del graduale miglioramento della domanda estera e dei mercati finanziari mondiali oltre che, in alcuni paesi con tassi di cambio flessibili, dei benefici derivanti dall'indebolimento delle rispettive valute.

La Polonia è l'unico paese il cui tasso di crescita nel 2009 è stato positivo (1,7 per cento). Ciò potrebbe riflettere in parte il minor grado di

5 I paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro di cui si tratta in questa sezione comprendono gli 11 Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro nel periodo fino al termine di dicembre 2009 (Bulgaria, Danimarca, Estonia, Lettonia, Lituania, Polonia, Regno Unito, Repubblica Ceca, Romania, Svezia e Ungheria).

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)

	2005	2006	2007	2008	2009	1° trim. 2009	2° trim. 2009	3° trim. 2009	4° trim. 2009
Bulgaria	6,2	6,3	6,2	6,0	-5,1	-3,5	-4,9	-5,4	-6,2
Repubblica Ceca	6,3	6,8	6,1	2,5	-4,2	-3,9	-5,2	-5,0	-2,8
Danimarca	2,4	3,4	1,7	-0,9	-5,1	-4,0	-7,3	-5,5	-3,4
Estonia	9,4	10,0	7,2	-3,6	-14,1	-15,0	-16,1	-15,6	-9,5
Lettonia	10,6	12,2	10,0	-4,6	-18,0	-17,8	-18,4	-19,0	-16,9
Lituania	7,8	7,8	9,8	2,8	-15,0	-13,3	-19,5	-14,2	-12,8
Ungheria	3,5	4,0	1,0	0,6	-6,3	-6,7	-7,5	-7,1	-4,0
Polonia	3,6	6,2	6,8	5,0	1,7	0,9	1,2	1,2	3,3
Romania	4,2	7,9	6,3	7,3	-7,1	-6,2	-8,7	-7,1	-6,5
Svezia	3,3	4,2	2,5	-0,2	-4,9	6,5	-6,8	-5,2	-0,9
Regno Unito	2,2	2,9	2,6	0,5	-5,0	-5,5	-6,5	-4,5	.
UE8 ¹⁾	4,7	6,6	6,1	3,9	-3,5	-3,6	-4,4	-3,9	-2,0
UE11 ²⁾	3,0	4,0	3,4	1,3	-4,6	-5,0	-6,1	-4,5	.
area dell'euro	1,7	3,0	2,8	0,6	-4,1	-5,2	-5,6	-3,9	-1,7

Fonte: Eurostat.

Nota: per tutti i paesi i dati trimestrali non sono destagionalizzati.

1) L'aggregato UE8 comprende gli otto paesi che hanno aderito all'UE il 1° maggio 2004 e il 1° gennaio 2007, non appartenenti all'area dell'euro.

2) L'aggregato UE11 comprende gli undici Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro al 31 dicembre 2009.

apertura dell'economia, il buon andamento del settore finanziario, il deprezzamento iniziale della moneta polacca e l'assenza di ampi squilibri macroeconomici. Nei tre Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro che hanno aderito all'Unione prima del 2004 (Danimarca, Svezia e Regno Unito), il prodotto è diminuito di circa il 5 per cento. Nel 2008 Danimarca e Svezia avevano già registrato un calo dell'attività, mentre il Regno Unito evidenziava ancora una debole crescita. Nel 2009 la Repubblica Ceca ha subito una contrazione notevole dell'attività (-4,2 per cento), mentre in Ungheria una flessione ancora superiore (-6,3 per cento) ha rispecchiato, in parte, le politiche di risanamento macroeconomico. In Bulgaria e Romania il prodotto è diminuito rispettivamente del 5,1 e 7,1 per cento, dopo essere cresciuto nel 2008 ai tassi più elevati tra gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro.

In conseguenza del deterioramento dell'attività economica complessiva in gran parte dei paesi le condizioni del mercato del lavoro si sono notevolmente indebolite nel 2009, come emerge dagli andamenti della disoccupazione e dei salari. La disoccupazione è aumentata ovunque, ma soprattutto nei paesi baltici

dove la crescita dei salari è divenuta negativa a causa del considerevole calo della domanda e dell'esigenza di risanare i conti pubblici.

PREZZI

Nel 2009 l'inflazione media sui 12 mesi si è ridotta in tutti gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, anche se continua a evidenziare differenze significative tra paesi (cfr. tavola 8). Il tasso medio misurato sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) si è collocato sui livelli più alti in Romania e Lituania (rispettivamente 5,6 e 4,2 per cento), mentre è rimasto entro un intervallo compreso fra il 4,0 e il 3,3 per cento in Ungheria, Polonia e Lettonia e fra il 2,5 e lo 0,6 per cento in Bulgaria, Regno Unito, Svezia, Danimarca e nella Repubblica Ceca. Infine, in Estonia è stato pari allo 0,2 per cento.

I fattori all'origine del calo dell'inflazione sono stati, in gran parte, comuni a tutti gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e sono riconducibili a effetti base collegati ai ribassi delle materie prime e all'andamento moderato della domanda interna. All'indebolirsi delle condizioni del mercato del lavoro in molti paesi, tassi di crescita dei salari nominali in calo se non addirittura negativi hanno concorso alla

Tavola 8 Inflazione misurata sullo IAPC negli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)

	2005	2006	2007	2008	2009	1° trim. 2009	2° trim. 2009	3° trim. 2009	4° trim. 2009
Bulgaria	6,0	7,4	7,6	12,0	2,5	5,1	3,1	0,8	0,9
Repubblica Ceca	1,6	2,1	3,0	6,3	0,6	1,5	1,0	-0,1	0,0
Danimarca	1,7	1,9	1,7	3,6	1,1	1,7	1,1	0,6	0,9
Estonia	4,1	4,4	6,7	10,6	0,2	3,7	0,2	-0,9	-2,0
Lettonia	6,9	6,6	10,1	15,3	3,3	9,0	4,4	1,2	-1,3
Lituania	2,7	3,8	5,8	11,1	4,2	8,4	4,9	2,4	1,2
Ungheria	3,5	4,0	7,9	6,0	4,0	2,7	3,6	4,9	4,9
Polonia	2,2	1,3	2,6	4,2	4,0	3,6	4,3	4,3	3,8
Romania	9,1	6,6	4,9	7,9	5,6	6,8	6,1	5,0	4,5
Svezia	0,8	1,5	1,7	3,3	1,9	2,1	1,7	1,7	2,3
Regno Unito	2,1	2,3	2,3	3,6	2,2	3,0	2,1	1,5	2,1
UE8 ¹⁾	3,8	3,3	4,4	6,6	3,7	5,8	4,7	3,7	3,1
UE11 ²⁾	2,6	2,6	2,9	4,7	2,7	3,4	2,7	2,1	2,4
area dell'euro	2,2	2,2	2,1	3,3	0,3	1,0	0,2	-0,4	0,4

Fonte: Eurostat.

1) L'aggregato UE8 comprende gli otto paesi che hanno aderito all'UE il 1° maggio 2004 e il 1° gennaio 2007, non appartenenti all'area dell'euro.

2) L'aggregato UE11 comprende gli undici Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro al 31 dicembre 2009.

caduta significativa dell'inflazione. La crescita dell'inflazione sui 12 mesi osservata in Ungheria e Polonia nei primi tre trimestri del 2009 va ricondotta ai recenti aumenti rispettivamente dell'IVA e dei prezzi amministrati, nonché al deprezzamento delle rispettive valute a cavallo tra il 2008 e il 2009.

POLITICHE DI BILANCIO

Secondo le previsioni dell'autunno 2009 della Commissione europea, tutti gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro – a eccezione di Bulgaria, Danimarca, Estonia e Svezia – hanno registrato disavanzi superiori al valore di riferimento del 3 per cento del PIL nel

Tavola 9 Situazione delle finanze pubbliche negli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e nell'area dell'euro

(percentuale del PIL)

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

in percentuale del PIL	2006	2007	2008	Aggiornamento dei programmi di convergenza per il 2008	Previsioni della Commissione europea per il 2009	Aggiornamento dei programmi di convergenza per il 2009
				2009	2009	2009
Bulgaria	3,0	0,1	1,8	3,0	-0,8	-1,9
Repubblica Ceca	-2,6	-0,7	-2,1	-1,6	-6,6	-6,6
Danimarca	5,2	4,5	3,4	0,0	-2,0	-3,0
Estonia	2,3	2,6	-2,7	-1,7	-3,0	-2,6
Lettonia	-0,5	-0,3	-4,1	-5,3	-9,0	-10,0
Lituania	-0,4	-1,0	-3,2	-2,1	-9,8	-9,1
Ungheria	-9,3	-5,0	-3,8	-2,6	-4,1	-3,9
Polonia	-3,6	-1,9	-3,6	-2,5	-6,4	-7,2
Romania	-2,2	-2,5	-5,5	-5,1	-7,8	-
Svezia	2,5	3,8	2,5	1,1	-2,1	-2,2
Regno Unito	-2,7	-2,7	-5,0	-8,1	-12,1	-12,6
UE8 ¹⁾	-3,4	-2,0	-3,5	-2,6	-6,2	-6,4
UE11 ²⁾	-1,8	-1,4	-3,2	-5,0	-8,7	-9,2
area dell'euro	-1,3	-0,6	-2,0	-3,4	-6,4	-6,2

Debito lordo delle amministrazioni pubbliche

in percentuale del PIL	2006	2007	2008	Aggiornamento dei programmi di convergenza per il 2008	Previsioni della Commissione europea per il 2009	Aggiornamento dei programmi di convergenza per il 2009
				2009	2009	2009
Bulgaria	22,7	18,2	14,1	15,4	15,1	14,7
Repubblica Ceca	29,4	29,0	30,0	27,9	36,5	35,2
Danimarca	31,3	26,8	33,5	27,9	33,7	38,5
Estonia	4,5	3,8	4,6	3,7	7,4	7,8
Lettonia	10,7	9,0	19,5	32,4	33,2	34,8
Lituania	18,0	16,9	15,6	16,9	29,9	29,5
Ungheria	65,6	65,9	72,9	72,5	79,1	78,0
Polonia	47,7	45,0	47,2	45,8	51,7	50,7
Romania	12,4	12,6	13,6	18,0	21,8	-
Svezia	45,9	40,5	38,0	32,2	42,1	42,8
Regno Unito	43,2	44,2	52,0	60,5	68,6	72,9
UE8 ¹⁾	37,9	35,8	38,0	38,0	43,9	47,2
UE11 ²⁾	41,6	40,8	45,5	49,0	56,5	60,8
area dell'euro	68,3	66,0	69,3	71,5	78,2	78,7

Fonti: previsioni economiche dell'autunno 2009 della Commissione europea, aggiornamenti dei programmi di convergenza per il 2008 e per il 2009/2010 ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati si basano sulle definizioni SEC95. Le cifre per il 2009 riportate negli aggiornamenti dei programmi di convergenza per il 2008 corrispondono agli obiettivi fissati dai governi nazionali e pertanto possono differire dai risultati definitivi.

1) L'aggregato UE8 si riferisce agli otto paesi che hanno aderito all'UE il 1° maggio 2004 o il 1° gennaio 2007, non appartenenti all'area dell'euro.

2) L'aggregato UE11 comprende gli 11 Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro al 31 dicembre 2009.

2009. In base alle stime il rapporto tra disavanzo e PIL sarebbe stato molto elevato nel Regno Unito (12,1 per cento), nonché, nell'ordine, in Lituania (9,8 per cento) e in Lettonia (9 per cento). Complessivamente, nella maggior parte degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro la situazione di bilancio si è molto deteriorata di riflesso al peggioramento significativo delle condizioni macroeconomiche. Di conseguenza, i risultati di bilancio del 2009, in generale, non hanno rispettato gli obiettivi fissati negli aggiornamenti ai Programmi di convergenza presentati alla fine del 2008.

Gli andamenti di bilancio degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro nel corso del 2009 hanno riflesso anche le differenti misure di politica di bilancio adottate da questi paesi in relazione alla crisi. In Lettonia, Ungheria e Romania – che ricevono un sostegno finanziario, tra l'altro, dall'UE e dall'FMI – i rispettivi programmi di correzione hanno richiesto un rigoroso risanamento dei conti pubblici. Bulgaria, Estonia e Lituania hanno posto in essere articolate misure di risanamento intese a limitare il rapido deterioramento fiscale. Per contro, nella Repubblica Ceca e in Polonia le politiche di bilancio non sono state inasprite ed è stato consentito il libero funzionamento degli stabilizzatori automatici. Tuttavia, in Polonia l'impatto fiscale di quest'ultima decisione è stato in parte compensato da una riduzione della spesa, mentre nella Repubblica Ceca l'orientamento accomodante della politica di bilancio è stato la diretta conseguenza delle misure di stimolo adottate dal governo. Infine in Danimarca, Svezia e Regno Unito sono stati introdotti significativi pacchetti di stimolo fiscale nel corso del 2009.

Alla fine del 2009 tutti gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro – a eccezione di Bulgaria, Danimarca, Estonia e Svezia – erano oggetto di una decisione del Consiglio dell'UE sull'esistenza di un disavanzo eccessivo. Il termine per l'adozione di misure correttive è stato fissato al 2011 per l'Ungheria, 2012 per la Lettonia, la Lituania, la Polonia e la Romania,

2013 per la Repubblica Ceca e 2014-2015 per il Regno Unito.

Secondo le previsioni dell'autunno 2009 della Commissione europea, il rapporto tra debito pubblico e PIL è aumentato in tutti gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e soprattutto nel Regno Unito (+16,6 punti percentuali), Lituania (+14,3 punti percentuali) e Lettonia (+13,7 punti percentuali), di riflesso ai loro ampi disavanzi fiscali e – per il Regno Unito e la Lettonia – alle transazioni finanziarie a sostegno del settore bancario nazionale. L'incidenza del debito pubblico sul PIL è rimasta al di sopra del valore di riferimento del 60 per cento in Ungheria e ha superato tale livello nel Regno Unito, mentre si è mantenuta inferiore allo stesso negli altri Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro.

Nel complesso, il quadro generale degli andamenti dei saldi di bilancio e del debito lordo delle amministrazioni pubbliche nel corso del 2009 è stato sostanzialmente confermato nei recenti aggiornamenti ai Programmi di convergenza, presentati dagli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro nei mesi di gennaio e febbraio 2010.

BILANCIA DEI PAGAMENTI

Nel 2009 il disavanzo del conto corrente e del conto capitale si è ridotto negli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro. In particolare, il disavanzo corrente è diminuito (sia in termini nominali sia in percentuale del PIL) in tutti i paesi che hanno aderito all'Unione a partire dal 2004. In alcuni casi la contrazione è stata molto brusca e il saldo del conto corrente è divenuto positivo (cfr. tavola 10) per effetto del forte calo della domanda interna e dei minori afflussi di capitali nella regione collegati all'intensificarsi della crisi finanziaria mondiale. Di conseguenza, la correzione è stata particolarmente pronunciata nei paesi che registravano i disavanzi più ampi prima della crisi (vale a dire paesi baltici, Bulgaria e Romania); di conseguenza, nei paesi baltici il saldo complessivo dei conti corrente e capitale

Tavola 10 Bilancia dei pagamenti degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e dell'area dell'euro

(percentuale del PIL)

	Conto corrente e conto capitale (saldo)			Investimenti diretti (flussi netti)			Altri investimenti (flussi netti)			Investimenti di portafoglio (flussi netti)		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Bulgaria ¹⁾	-27,2	-24,6	-14,0	29,0	17,8	10,7	17,8	17,5	-1,3	-1,8	-1,7	-0,9
Repubblica Ceca	-2,6	-2,2	0,2	5,1	4,1	0,9	0,1	0,6	-1,0	-1,6	-0,2	3,1
Danimarca	1,5	2,2	4,0	-2,8	-3,3	-2,6	3,4	2,1	3,6	-1,9	3,5	6,3
Estonia	-16,8	-8,4	7,6	4,6	3,7	-0,7	14,2	4,9	3,7	-2,3	3,1	-10,5
Lettonia	-20,4	-11,5	11,1	6,8	3,0	1,5	19,3	7,5	-10,8	-2,3	1,1	1,5
Lituania	-12,8	-10,1	6,5	3,6	3,2	0,3	13,0	5,0	-10,7	-0,8	-0,3	3,5
Ungheria	-6,1	-6,0	2,4	3,4	1,2	0,2	5,5	17,0	7,3	-1,6	-2,6	-3,7
Polonia	-3,6	-3,9	0,1	4,3	2,2	1,9	6,5	5,9	2,4	-1,3	-0,6	3,6
Romania	-12,8	-11,1	-3,9	5,7	6,7	3,5	11,2	6,5	1,3	0,4	-0,4	0,4
Svezia	8,7	6,1	7,2	-2,4	2,8	-5,0	-3,1	8,8	-10,4	3,5	-6,2	9,9
Regno Unito ¹⁾	-2,5	-1,3	-0,9	-2,7	-2,6	-1,6	-1,5	-15,3	-8,0	8,0	21,4	10,7
UE11 ²⁾	-1,4	-0,9	0,8	-0,9	-0,5	-1,4	0,3	-5,6	-5,3	4,5	11,2	8,2
UE3 ³⁾	-0,1	0,4	1,0	-2,7	-1,7	-2,3	-1,3	-9,2	-7,3	6,2	14,6	10,1
UE8 ⁴⁾	-6,4	-5,7	0,1	5,4	3,6	1,7	5,9	7,4	1,9	-1,3	-0,9	1,1
area dell'euro	0,2	-1,4	-0,6	-0,8	-2,0	-1,0	-0,1	0,8	-2,1	1,7	3,8	3,8

Fonte: BCE.

1) I dati per il 2009 sono medie mobili di quattro trimestri fino al terzo trimestre del 2009.

2) L'aggregato UE11 comprende i contributi ponderati degli undici Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro.

3) L'aggregato UE3 comprende i contributi ponderati di Danimarca, Svezia e Regno Unito.

4) L'aggregato UE8 comprende i contributi ponderati degli Stati membri che hanno aderito all'UE il 1° maggio 2004 o in data successiva, non appartenenti all'area dell'euro.

è passato da un ampio disavanzo a un avanzo. Anche in Ungheria la posizione complessiva dei conti corrente e capitale ha subito una brusca inversione, passando da un disavanzo del 6 per cento del PIL osservato nell'anno precedente a un avanzo nel 2009. I paesi che all'inizio della crisi presentavano i disavanzi esterni più bassi – Regno Unito, Repubblica Ceca e Polonia – hanno visto scendere i rispettivi disavanzi; negli ultimi due casi, si sono registrati avanzi di modesta entità. In Danimarca e Svezia, invece, l'avanzo è aumentato.

Queste brusche variazioni dei disavanzi esterni sono state accompagnate dall'inasprimento dei criteri di accesso al credito e da alcune importanti modifiche ai modelli di finanziamento. I flussi netti per "Altri investimenti" sono divenuti negativi nella Repubblica Ceca, Bulgaria, Lettonia, Lituania e Svezia, mentre sono diminuiti in Estonia, Ungheria, Polonia e Romania. In paesi quali l'Ungheria, la Lettonia e la Romania il calo del credito al settore privato è stato in parte compensato dai programmi di sostegno finanziario su scala europea e internazionale. Per quanto concerne gli investimenti diretti esteri, rispetto al 2008 i paesi dell'Europa

centrale e orientale che hanno aderito all'UE a partire dal 2004 hanno registrato afflussi netti in ulteriore calo (che in Bulgaria sono tuttavia rimasti superiori al 10 per cento del PIL su base netta), mentre Danimarca e Regno Unito hanno continuato a evidenziare deflussi netti. Con riferimento agli investimenti di portafoglio, gli andamenti sono stati piuttosto eterogenei: su base netta Danimarca, Svezia e Regno Unito hanno registrato afflussi molto considerevoli, mentre Bulgaria, Estonia e Ungheria hanno registrato deflussi. Più in particolare, il Regno Unito ha continuato a evidenziare alcuni ampi movimenti nel conto finanziario che hanno riflesso in larga misura la ricomposizione dei portafogli internazionali durante la crisi.

TASSI DI CAMBIO

Nel 2009 gli andamenti dei tassi di cambio negli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro sono stati fortemente influenzati dai regimi valutari dei singoli paesi.

Le divise di Danimarca, Estonia, Lettonia e Lituania hanno partecipato agli AEC II con una banda di oscillazione standard di ± 15 per cento rispetto alla parità centrale con

l'euro, fatta eccezione per la corona danese che partecipa con una banda più ristretta di $\pm 2,25$ per cento (cfr. figura 43). La partecipazione agli AEC II è in alcuni casi accompagnata da impegni unilaterali al mantenimento di bande di oscillazione più ristrette che non determinano obblighi aggiuntivi per la BCE. In particolare, la corona estone e il litas lituano hanno aderito agli AEC II mantenendo i preesistenti accordi di *currency board*. Le autorità lettone hanno deciso di mantenere il tasso di cambio del lat alla parità centrale con l'euro entro una banda di oscillazione di ± 1 per cento. Gli accordi di partecipazione per i paesi le cui valute hanno aderito agli AEC II a partire dal 2004 (ovvero Estonia, Lettonia e Lituania) si basano anche su una serie di altri impegni di *policy* da parte delle rispettive autorità relativi, tra l'altro, al perseguimento di: politiche di bilancio rigorose,

una moderazione salariale, una dinamica delle retribuzioni in linea con la crescita della produttività, politiche creditizie prudenti e ulteriori riforme strutturali.

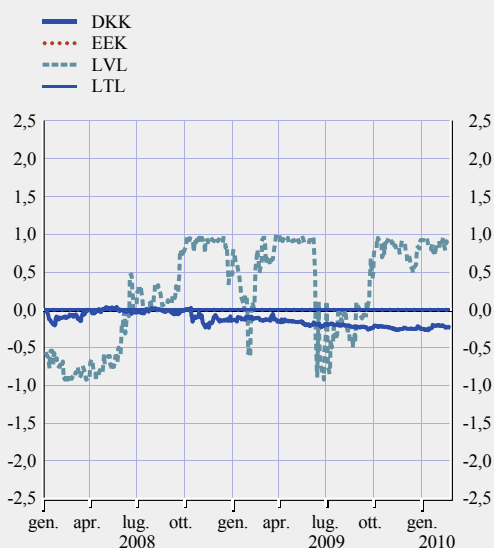
Il lat lettone ha oscillato entro la banda dell'1 per cento fissata unilateralmente. Questa volatilità avrebbe riflesso il mutare delle percezioni degli investitori circa il soddisfacimento delle condizioni fissate nel quadro dei programmi di sostegno internazionale. Le pressioni sul lat si sono temporaneamente allentate a fine luglio 2009, dopo l'erogazione della seconda parte dell'assistenza alla bilancia dei pagamenti fornita dall'UE alla Lettonia. I problemi relativi all'adozione delle misure di bilancio da parte del parlamento lettone a settembre 2009, apparentemente connessi ai programmi di assistenza internazionale, hanno dato origine a nuove pressioni al ribasso. Di conseguenza, a settembre la divisa lettone si è avvicinata alla zona di deprezzamento della banda di oscillazione dell'1 per cento fissata unilateralmente.

Nel 2009 si rilevano sviluppi per quanto concerne gli accordi di *swap* nelle rispettive valute conclusi tra diverse BCN. La Eesti Pank ha stipulato un accordo con la Sveriges Riksbank, che le permette di ottenere finanziamenti fino a 10 miliardi di corone svedesi a fronte di corone estoni come misura preventiva per salvaguardare la stabilità finanziaria in Estonia. La Sveriges Riksbank ha inoltre esteso l'accordo stipulato con la Latvijas Banka nel dicembre 2008 assieme alla Danmarks Nationalbank, che consente alla banca centrale lettone di mutuare fino a 500 milioni di euro a fronte di lat. In aggiunta, a giugno 2009 la Sveriges Riksbank ha prelevato 3 miliardi di euro dalla linea esistente con la BCE per accrescere le proprie riserve valutarie.

Per quanto riguarda le valute degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro che non hanno partecipato agli AEC II, gli andamenti valutari possono essere suddivisi in due fasi. Agli inizi del 2009 la corona ceca, il forint ungherese, lo zloty polacco e il leu romeno hanno continuato a deprezzarsi notevolmente (cfr. figura 44). Ciò è avvenuto

Figura 43 Andamenti delle valute dei paesi UE che aderiscono agli AEC II

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



Fonte: BCE.

Note: un valore superiore (inferiore) alla parità centrale implica che la valuta è, all'interno dei margini di oscillazione, relativamente "debole" ("forte"). Per la corona danese, i margini di oscillazione sono $\pm 2,25$ per cento; per tutte le altre valute si applicano i margini standard di ± 15 per cento. Tuttavia, in base a impegni unilaterali, il margine di oscillazione per il lat lettone è ± 1 per cento e per il litas lituano e la corona estone è stato mantenuto un sistema di *currency board*. L'ultima rilevazione si riferisce al 26 febbraio 2010.

sullo sfondo delle accresciute incertezze nei mercati finanziari internazionali dopo il tracollo di Lehman Brothers nel settembre 2008, del peggioramento delle prospettive economiche in Europa e dei timori degli investitori per le vulnerabilità esterne della regione, che potrebbero avere altresì determinato alcuni effetti di contagio tra le diverse valute. Il forte deprezzamento ha raggiunto un massimo a metà febbraio 2009, inducendo le autorità di alcuni paesi a intervenire sui mercati valutari. La graduale normalizzazione delle condizioni nei mercati finanziari mondiali ha successivamente concorso alla forte inversione degli andamenti delle valute ceca, ungherese e polacca nei confronti dell'euro e in ultima istanza alla relativa stabilità dei cambi nel quarto trimestre del 2009, sebbene su livelli considerevolmente più bassi della media del 2008. Il leu romeno è rimasto sostanzialmente invariato da marzo 2009. Di riflesso al suo sistema di *currency board* basato sull'euro, il lev bulgaro si è mantenuto stabile rispetto alla moneta unica europea.

La corona svedese si è notevolmente deprezzata sull'euro agli inizi del 2009. Dopo aver raggiunto un minimo storico agli inizi di marzo, ha recuperato grazie alla migliore percezione degli investitori riguardo ai paesi baltici e alla graduale normalizzazione delle condizioni nei mercati finanziari. Tuttavia, alla fine del 2009 risultava sostanzialmente più debole rispetto alla media del 2008.

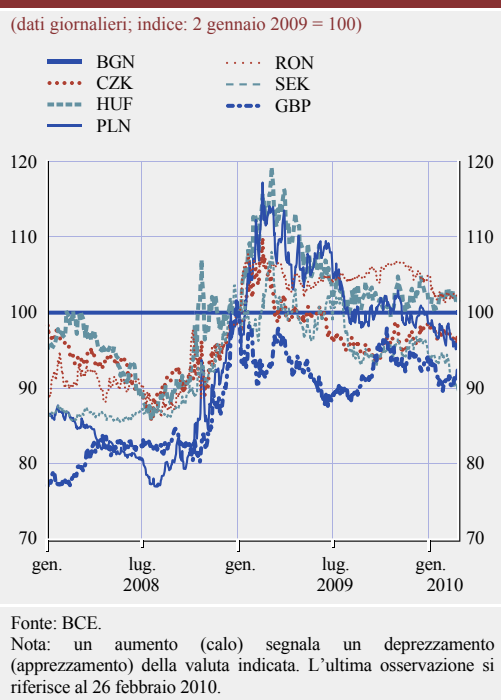
Dopo i minimi storici di dicembre 2008, nel 2009 la sterlina britannica si è apprezzata sull'euro in presenza di una volatilità elevata. L'andamento del cambio bilaterale ha continuato a riflettere in parte l'evoluzione dei differenziali di tasso di interesse a medio termine, con alti livelli di volatilità derivanti dalle incertezze che circondano le prospettive per l'economia sia nel Regno Unito sia nell'area dell'euro.

MERCATI FINANZIARI

Nel 2009 i tassi di interesse a lungo termine nei paesi membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, misurati dai rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni, hanno continuato a risentire delle tensioni nei mercati mondiali, dell'abbassamento dei *rating* degli emittenti sovrani, dei piani di salvataggio finanziario e dell'avversione al rischio degli investitori internazionali. Rispetto ai tassi di interesse medi a lungo termine dell'area dell'euro, quelli dei paesi in questione sono generalmente rimasti su livelli elevati.

Tra gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, la maggior parte ha visto salire i rendimenti delle obbligazioni pubbliche rispetto alla fine del 2008 mentre alcuni hanno registrato un calo. L'ascesa dei tassi di interesse a lungo termine è stata più marcata in Lettonia, poiché il deterioramento della crescita economica e il conseguente abbassamento del merito di credito ha fatto peggiorare il clima di fiducia degli investitori e ha depresso la domanda di titoli di Stato da parte degli investitori esteri. A ciò si aggiungono condizioni pressoché illiquide nei mercati obbligazionari di Lettonia, Lituania e Romania, riconducibili tra l'altro alla perdurante cautela degli investitori. All'estremo opposto, i

Figura 44 Andamenti rispetto all'euro delle valute dei paesi che non aderiscono agli AEC II



rendimenti delle obbligazioni a lungo termine bulgare e ungheresi sono diminuiti.

Agli inizi del 2009 il clima di mercato negativo ha influito anche sugli altri strumenti finanziari degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro. I differenziali sui *credit default swap* (CDS) sui titoli di Stato hanno raggiunto un massimo e i mercati azionari un minimo a marzo 2009. Successivamente, le solide iniziative di politica economica e i segnali di ripresa nelle principali economie hanno sostenuto il funzionamento dei mercati monetari internazionali e, di conseguenza, condotto a un miglioramento del clima di fiducia degli operatori. Gli andamenti favorevoli hanno invertito la tendenza dei differenziali sui CDS, i tassi del mercato monetario e i valori di borsa negli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro. I differenziali sui CDS sono diminuiti, ma a dicembre 2009 restavano ancora su livelli più elevati di quelli registrati prima dell'intensificarsi della crisi finanziaria nel 2008. I tassi del mercato monetario sono calati in tutti gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, anche se i differenziali con l'Euribor a tre mesi sono rimasti positivi. Tra dicembre 2008 e lo stesso mese del 2009 gli indici azionari di tali paesi hanno registrato una crescita media del 37 per cento, superiore a quella osservata nell'area dell'euro.

POLITICA MONETARIA

L'obiettivo primario della politica monetaria in tutti gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro è la stabilità dei prezzi. Le strategie di politica monetaria hanno tuttavia continuato a presentare differenze considerevoli tra paesi (cfr. tavola 11).

La principale sfida sul piano delle politiche monetarie ha riguardato il forte rallentamento economico che ha fatto seguito all'intensificarsi delle turbolenze finanziarie mondiali e le connesse conseguenze per le prospettive inflazionistiche. Inoltre gran parte dei paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro ha registrato vincoli di liquidità nei rispettivi mercati interbancari e dei titoli di Stato, nonché

tensioni in quelli valutari. Ne ha di conseguenza risentito il meccanismo di trasmissione della politica monetaria in diversi paesi. La risposta delle BCN a queste sfide è stata diversa a seconda delle condizioni economiche e degli assetti di politica monetaria.

Per quanto concerne le decisioni di politica monetaria assunte tra gennaio e dicembre 2009, le misure adottate dalla maggior parte delle banche centrali che partecipano agli AEC II hanno spesso rispecchiato le mosse della BCE. Nella prima metà dell'anno la BCE ha ridotto il tasso fisso applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema per un totale di 150 punti base (a quattro riprese in gennaio, marzo, aprile e maggio), per poi lasciarlo invariato all'1 per cento.

La Българска народна банка (Banca nazionale di Bulgaria), la Eesti Pank e la Lietuvos bankas non dispongono di tassi di interesse ufficiali dati i loro accordi di *currency board*, in virtù dei quali i loro tassi sono allineati automaticamente a quelli della BCE. Tuttavia, per allentare i vincoli di liquidità nei mercati interbancari, la Българска народна банка (Banca nazionale di Bulgaria) ha ridotto la riserva obbligatoria.

Per quanto riguarda i paesi che partecipano agli AEC II e non operano in regime di *currency board*, la Latvijas Banka – che mantiene come impegno unilaterale una banda di oscillazione del ± 1 per cento attorno alla parità centrale del lat con l'euro – ha operato due riduzioni di 100 punti base del tasso di riferimento principale, la prima a marzo e la seconda a maggio 2009, portandolo al 4 per cento. La Danmarks Nationalbank ha proseguito il ciclo di allentamento della politica monetaria avviato nel novembre 2008 riducendo il tasso di riferimento principale nove volte nel 2009, per un totale di 225 punti base. Dopo averlo abbassato di 175 punti base negli ultimi due mesi del 2008, ha operato due riduzioni di 75 punti base a gennaio e marzo 2009 e altre di minore entità tra aprile 2009 e gennaio 2010, portando il tasso ufficiale all'1,05 per cento. Mentre alcune di queste decisioni

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

	Strategia di politica monetaria	Valuta	Caratteristiche
Bulgaria	Obiettivo di cambio	Lev bulgaro	Obiettivo di cambio: ancoraggio all'euro a 1,95583 lev bulgari per euro nel quadro di un regime di <i>currency board</i> .
Repubblica Ceca	Obiettivo di inflazione	Corona ceca	Obiettivo di inflazione: 3 per cento con ± 1 punto percentuale (p.p.) fino al termine del 2009, in seguito 2 per cento con ± 1 p.p. Fluttuazione controllata del tasso di cambio.
Danimarca	Obiettivo di cambio	Corona danese	Partecipa agli AEC II con una banda di oscillazione pari al $\pm 2,25$ per cento rispetto alla parità centrale di 7,46038 corone danesi per euro.
Estonia	Obiettivo di cambio	Corona estone	Partecipa agli AEC II con una banda di oscillazione pari a ± 15 per cento rispetto alla parità centrale di 15,6466 corone estoni per euro. L'Estonia continua, come impegno unilaterale, a mantenere un regime di <i>currency board</i> .
Lettonia	Obiettivo di cambio	Lat lettone	Partecipa agli AEC II con una banda di oscillazione pari a ± 15 per cento rispetto alla parità centrale di 0,702804 lat lettoni 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 a ± 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 con ± 1 p.p., obiettivo a medio termine dal 2007. 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: 3,5 per cento con ± 1 punto percentuale a fine 2009 e fine 2010 e 3 per cento con ± 1 p.p. per fine 2011. Fluttuazione controllata del tasso di cambio.
Svezia	Obiettivo di inflazione	Corona svedese	Obiettivo di inflazione: incremento dell'IPC pari al 2 per cento con un margine di tolleranza di ± 1 p.p. Libera fluttuazione del tasso di cambio.
Regno Unito	Obiettivo di inflazione	Lira sterlina	Obiettivo di inflazione: 2 per cento, misurato come incremento sui dodici mesi dell'IPC ¹⁾ . In caso di deviazione superiore a 1 p.p., il Governatore della Bank of England è tenuto a scrivere una lettera aperta al Cancelliere dello Scacchiere per conto del Monetary Policy Committee.

Fonte: SEBC.

1) L'IPC è identico allo IAPC.

hanno fatto seguito a mosse analoghe della BCE, altre sono state adottate in un momento di stabilità dei tassi di interesse della BCE e hanno di conseguenza ristretto il differenziale rispetto all'area dell'euro. La Danmarks Nationalbank è inoltre intervenuta nei mercati valutari, ricostituendo le riserve ufficiali dopo il periodo di tensione sui mercati dei cambi e il connesso calo delle riserve a fine 2008.

Tutte le BCN che perseguono un obiettivo di inflazione e non partecipano agli AEC II hanno reagito al maggiore impatto della crisi finanziaria e al conseguente allentamento rapido delle spinte inflazionistiche sullo sfondo di *output gap* fortemente negativi abbassando i tassi di interesse nel 2009. L'inflazione effettiva è stata inferiore all'obiettivo nella Repubblica Ceca e in Svezia, mentre è rimasta superiore in

Polonia, Romania e Ungheria. L'entità della riduzione dei tassi di interesse è dipesa da condizioni iniziali quali l'inflazione e i premi per il rischio percepito. Nel corso del 2009 la Česká národní banka ha abbassato il tasso di riferimento a quattro riprese per un totale di 125 punti base, all'1 per cento, mentre sia la Narodowy Bank Polski sia la Bank of England hanno ridotto i propri in più occasioni per un totale di 150 punti base ciascuna (rispettivamente a 3,5 e 0,5 per cento). La Narodowy Bank Polski ha inoltre proceduto al rimborso anticipato di propri titoli obbligazionari nel gennaio 2009, e a ridurre il coefficiente di riserva obbligatoria nel maggio 2009. Nel marzo dello stesso anno, la Bank of England ha adottato la Asset Purchase Facility, che autorizza l'acquisto di attività del settore privato e di titoli di Stato britannici (*gilts*), estendendola poi in tre occasioni (a maggio, agosto e novembre) per un totale di 200 miliardi di sterline. La Magyar Nemzeti Bank e la Banca Națională a României hanno continuato ad allentare l'orientamento monetario abbassando più volte i tassi di riferimento nella seconda metà del 2009 e agli inizi del 2010 (per un totale rispettivamente pari a 375 e 200 punti base). A febbraio 2010 i tassi ufficiali di Ungheria e Romania erano i più alti dell'UE, rispettivamente a 6 e 7 per cento. La Banca Națională a României ha anche abbassato l'obbligo di riserva per determinate passività degli istituti di credito. La Sveriges Riksbank ha ridotto il proprio tasso ufficiale di 175 punti base, allo 0,25 per cento, nel 2009. Ha inoltre offerto a tre riprese (luglio, settembre e ottobre 2009) prestiti alle banche commerciali per un totale di 300 miliardi di corone a tasso fisso e scadenza di circa 12 mesi, con lo scopo di abbassare i tassi di interesse sul credito alle famiglie e alle imprese.



La nuova sede della BCE: vista simulata dell'atrio tra le due torri per uffici.

CAPITOLO 2

**LE OPERAZIONI
E LE ATTIVITÀ
DI BANCA CENTRALE**

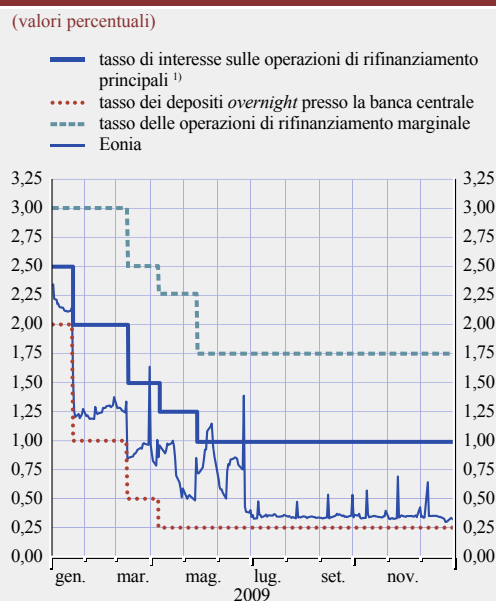
I LE OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA, LE OPERAZIONI IN CAMBI E LE ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO

I.1 LE OPERAZIONI DI MERCATO APERTO E LE OPERAZIONI ATTIVABILI SU INIZIATIVA DELLE CONTROPARTI

Gli strumenti di politica monetaria utilizzati dall'Eurosistema nel 2009 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*), il programma di acquisto di obbligazioni garantite, nonché le operazioni attivabili su iniziativa delle controparti e il regime di riserva obbligatoria. Nell'ambito dell'assetto operativo per l'attuazione della politica monetaria, le operazioni di mercato aperto e le operazioni attivabili su iniziativa delle controparti sono normalmente utilizzate per gestire le condizioni di liquidità nel mercato monetario interbancario, nell'ottica di indirizzare i tassi di interesse a brevissimo termine affinché rimangano prossimi al tasso di riferimento della BCE. Il programma di acquisto di obbligazioni garantite è una misura non convenzionale temporanea.

Nel 2009 il Consiglio direttivo ha modificato i tassi di riferimento della BCE in quattro occasioni (cfr. figura 45). Il 15 gennaio il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre i tassi di interesse sulle ORP di 50 punti base al 2,00 per cento, facendovi poi seguire ulteriori diminuzioni il 5 marzo all'1,50 per cento e il 2 aprile all'1,25 per cento. In linea con la decisione presa dal Consiglio direttivo il 18 dicembre 2008 di riportare a 200 punti base l'ampiezza del corridoio formato dai tassi di interesse sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti intorno al tasso delle ORP, queste decisioni hanno significato che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale è stato fissato rispettivamente al 3,00, 2,50 e 2,25 per cento e il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale è stato fissato rispettivamente all'1,00, 0,50 e 0,25 per cento. Il 7 maggio 2009 il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre il tasso di interesse sulle ORP all'1,00 per cento, di diminuire il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale all'1,75 per cento e di mantenere il tasso di

Figura 45 Tassi di interesse di riferimento della BCE ed Eonia



Fonte: BCE.

1) Tasso fisso a partire dal 15 ottobre 2008.

interesse sui depositi presso la banca centrale allo 0,25 per cento. L'ampiezza del corridoio è stata quindi ridotta di 50 punti base a 150 a decorrere dal 13 maggio 2009.

Nel 2009 la conduzione della politica monetaria ha continuato a essere dettata dagli sforzi dell'Eurosistema volti a rispondere alle tensioni sui mercati monetari connesse alla turbolenza finanziaria. Oltre a condurre tutte le operazioni di rifinanziamento con piena aggiudicazione, l'Eurosistema ha ulteriormente esteso la scadenza media delle operazioni di mercato aperto, introducendo ORLT con scadenza a un anno. Queste misure erano volte ad assicurare alle banche solvibili continuità d'accesso alla liquidità, a fronte di garanzie adeguate, aiutando così a migliorare il disestato funzionamento del mercato monetario.

FABBISOGNO DI LIQUIDITÀ DEL SISTEMA BANCARIO

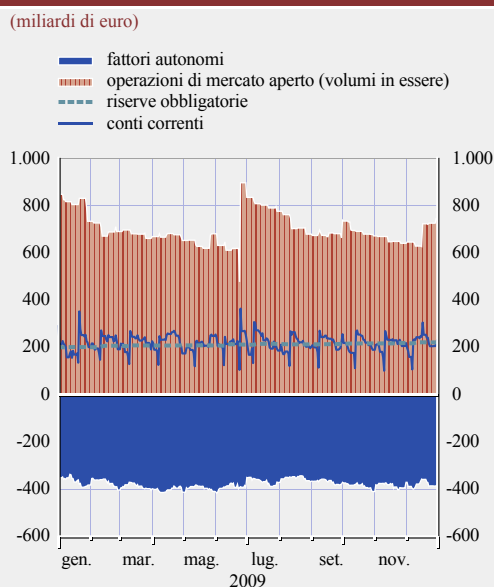
Nel fornire liquidità tramite operazioni di mercato aperto l'Eurosistema tiene conto di una valutazione giornaliera del fabbisogno

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

Nel 2009 tutte le operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema sono state condotte con procedure di piena aggiudicazione. Di conseguenza, il volume delle operazioni di rifinanziamento in essere è stato determinato non dalle considerazioni di offerta dell'Eurosistema, bensì dalla domanda delle controparti, rispecchiando le loro sottostanti preferenze di liquidità. I volumi aggiudicati nelle operazioni di rifinanziamento hanno di fatto superato significativamente il fabbisogno di liquidità del sistema bancario consolidato dell'area dell'euro sopra definito. Il livello complessivo delle riserve in eccesso è rimasto, tuttavia, molto contenuto nel 2009, collocandosi in media a 1,05 miliardi di euro, in linea con l'esperienza degli anni precedenti (1,07 miliardi di euro nel 2008 e 0,9 miliardi di euro nel 2007).

Nel 2009 il sistema bancario dell'area dell'euro ha continuato a prendere in prestito liquidità in eccesso in termini aggregati depositandola presso l'Eurosistema, pagando il tasso fisso sulle ORP e ricevendo il tasso sui depositi presso la banca centrale (il che ha implicato un differenziale di 100 punti base prima del 13 maggio 2009 e di 75 punti base successivamente). Ciò può essere interpretato come chiara evidenza della domanda di liquidità a fini precauzionali da parte delle controparti dell'Eurosistema. Considerando gli andamenti in questa prospettiva, si può dire che il "premio" per questa assicurazione di liquidità è diminuito dopo il 13 maggio, il che può aver contribuito a sostenere e persino ad accrescere

Figura 46 Determinanti della posizione di liquidità nell'area dell'euro nel 2009



Fonte: BCE.

la domanda di operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema.

Nel 2009 il fabbisogno medio giornaliero del sistema bancario dell'area dell'euro è stato pari a 577 miliardi di euro, con un incremento del 20 per cento sul 2008. La principale ragione dell'aumento è stata la crescita del 39 per cento dei fattori autonomi, a 380 miliardi di euro. Gli obblighi di riserva sono rimasti sostanzialmente invariati in media nel 2009, a 216 miliardi di euro, contro i 210 del 2008 (cfr. figura 46). La crescita della domanda di banconote è rallentata significativamente nel 2009 (cfr. la figura 53 di questo capitolo).

IL REGIME DI RISERVA OBBLIGATORIA

Gli enti creditizi dell'area dell'euro devono detenere riserve obbligatorie su conti correnti costituiti presso l'Eurosistema. Come sempre dal 1999, nel 2009 le riserve obbligatorie sono state pari al 2 per cento dell'aggregato soggetto a riserva degli enti creditizi, ammontando in media a 216 miliardi di euro, con un rialzo solo del 3% rispetto alla media del 2008. Dato che per ogni periodo di mantenimento l'Eurosistema

remunera le riserve obbligatorie a un tasso corrispondente alla media dei tassi marginali delle ORP sul periodo (se condotte mediante aste a tasso variabile) o al tasso fisso delle ORP (nel caso di aste a tasso fisso), il sistema di riserva obbligatoria non impone costi significativi al settore bancario. Nel contempo, adempie due importanti funzioni nell'assetto operativo per l'attuazione della politica monetaria. In primo luogo, contribuisce alla stabilità dei tassi a breve termine del mercato monetario, poiché l'obbligo di riserva deve essere rispettato solo in media sul periodo di mantenimento, consentendo agli enti creditizi di appianare temporanei e inattesi afflussi e deflussi di liquidità nei propri conti. In secondo luogo, amplia il fabbisogno di liquidità del sistema bancario, ossia la necessità complessiva di rifinanziamento dall'Eurosistema delle banche, assicurando in tal modo una domanda continua e prevedibile di rifinanziamento che facilita l'orientamento dei tassi del mercato monetario a breve termine da parte dell'Eurosistema.

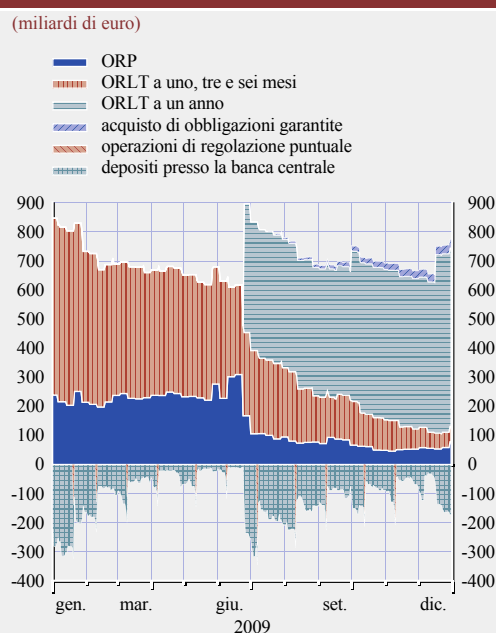
OPERAZIONI DI MERCATO APERTO

L'Eurosistema utilizza ORP, ORLT e operazioni di *fine tuning* per gestire le condizioni di liquidità nel mercato monetario. Tutte le operazioni di immissione di liquidità devono essere interamente garantite. Le ORP sono operazioni regolari con cadenza settimanale e scadenza normalmente a una settimana. Sono il principale strumento di segnalazione dell'orientamento della politica monetaria della BCE. Le ORLT regolari sono operazioni di immissione di liquidità condotte su base mensile con una scadenza a tre mesi. Diverse operazioni supplementari, introdotte negli anni precedenti, hanno continuato a essere utilizzate nel 2009: le ORLT supplementari con scadenze a tre e sei mesi e le operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale, pari alla durata del periodo di mantenimento. Il 7 maggio 2009 il Consiglio direttivo ha deciso che sarebbero state condotte tre ORLT di immissione di liquidità con scadenza a un anno. Le prime due operazioni (regolate il 25 giugno e il 1° ottobre) sono state condotte con procedure d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione e differenziale nullo sul

tasso sulle ORP. Il tasso dell'ultima operazione (regolata il 17 dicembre) è stato fissato al tasso minimo di offerta/tasso fisso medio sulle ORP sulla vita residua dell'operazione (una scadenza di 371 giorni).

Nel 2009 tutte le 52 ORP sono state condotte con aste a tasso fisso in cui tutte le offerte sono state soddisfatte. Il numero di controparti idonee è aumentato nel 2009 da 2.099 a 2.157. In media, 401 controparti hanno partecipato a ORP nel 2009, contro 443 nel 2008. Prima del regolamento della prima ORLT con scadenza a un anno, il volume medio aggiudicato nelle ORP è stato di 236 miliardi di euro (cfr. figura 47), con un elevato numero di controparti (558 partecipanti in media). L'ORP regolata il 24 giugno, immediatamente prima dell'aggiudicazione della prima ORLT a un anno, ha evidenziato un significativo calo del volume aggiudicato, a 168 miliardi di euro, che ha segnato l'inizio di una tendenza alla diminuzione sia dei tassi di partecipazione che dei volumi delle ORP, poi continuata per tutta

Figura 47 Volume delle operazioni di politica monetaria in essere



Fonte: BCE.

la seconda metà dell'anno. Nel 2009 il minor numero di controparti (109) che ha partecipato a una ORP è stato registrato nell'operazione regolata il 23 dicembre e il minore volume delle ORP (46 miliardi di euro) è stato aggiudicato nell'operazione regolata il 4 novembre.

Nella prima metà dell'anno, il volume della liquidità in essere aggiudicato nelle ORLT, nelle ORLT supplementari e nelle operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale è calato costantemente, da 617 miliardi di euro il 1° gennaio a 309 miliardi il 24 giugno (cfr. figura 47). Tale flessione è stata accompagnata da una parallela, graduale riduzione del ricorso quotidiano ai depositi presso l'Eurosistema. Dopo il regolamento della prima ORLT a un anno, il volume totale in essere delle operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale e delle ORLT è più che raddoppiato, collocandosi a 729 miliardi di euro. È rimasto a livelli molto elevati durante la seconda metà dell'anno (raggiungendo 670 miliardi di euro il 31 dicembre). Tuttavia, il volume totale delle operazioni di rifinanziamento, escluse le ORLT a un anno, è diminuito significativamente poiché le controparti hanno allungato la scadenza del rifinanziamento dall'Eurosistema facendo maggior ricorso alle operazioni a un anno.

Il 31 dicembre le ORLT a un anno rappresentavano l'82 per cento del volume di rifinanziamento totale in essere, le ORP l'11 per cento, le operazioni con scadenza a tre o sei mesi rispettivamente il 3 e il 4 per cento e le operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale lo 0,4 per cento. Il programma di acquisto di obbligazioni garantite (cfr. la sezione 1.3 di questo capitolo) ha costituito il 4 per cento dell'offerta di liquidità. Il 31 dicembre il volume in essere delle sole ORLT a un anno (614 miliardi di euro) ha superato di 23 miliardi il fabbisogno di liquidità aggregato del sistema bancario.

La partecipazione alle ORLT a un anno è stata nel complesso molto elevata, ma è diminuita nel corso dell'anno, con 1.121 controparti che hanno

partecipato alla prima operazione, 589 alla seconda e 224 alla terza. La partecipazione alle altre operazioni è altresì diminuita significativamente nel 2009, nelle operazioni a tre mesi da un massimo di 133 (il 28 gennaio) a un minimo di 8 (il 7 ottobre e il 7 dicembre) e nelle operazioni a sei mesi da un massimo di 110 (il 10 giugno) a un minimo di 21 (l'11 novembre e il 9 dicembre). La partecipazione alle operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale è anch'essa calata, da un massimo di 147 (il 9 giugno) a un minimo di 8 (il 7 dicembre).

La BCE conduce operazioni di *fine tuning* di immissione o di assorbimento di liquidità per gestire le condizioni di liquidità nel mercato o per indirizzare i tassi di interesse. La decisione del Consiglio direttivo di ampliare l'accesso alle operazioni di *fine tuning* dal 6 ottobre 2008, riconoscendo l'idoneità a tutte le controparti ammesse a partecipare alle operazioni di mercato aperto dell'Eurosistema effettuate tramite un'asta standard e che rispondono inoltre a determinati criteri di selezione specificati dalle rispettive BCN, è rimasta in vigore nel 2009.

Nel 2009 la BCE ha condotto operazioni di *fine tuning* solo nell'ultimo giorno dei periodi di mantenimento. Sono state condotte 12 operazioni di assorbimento di liquidità, con una durata di un giorno, tramite aste a tasso variabile con tasso massimo di offerta pari al tasso fisso delle ORP. In media sono stati assorbiti 154 miliardi di euro tramite queste operazioni, con 136 controparti che hanno partecipato.

LE OPERAZIONI ATTIVABILI SU INIZIATIVA DELLE CONTROPARTI

Le controparti possono utilizzare le due operazioni attivabili su propria iniziativa per ottenere liquidità *overnight* contro idonee garanzie o per effettuare depositi *overnight* presso l'Eurosistema. Alla fine del 2009, 2.401 controparti avevano accesso alle operazioni di rifinanziamento marginale e 2.775 a quelle di deposito.

I tassi per queste operazioni forniscono in linea di principio un limite massimo e minimo per il tasso *overnight* e pertanto svolgono una funzione importante per l'attuazione della politica monetaria. Il 15 gennaio 2009, a seguito di una decisione del Consiglio direttivo del 18 dicembre 2008, l'ampiezza del corridoio formata da questi due tassi è stata aumentata da 100 a 200 punti base simmetricamente attorno al tasso delle ORP. Il 7 maggio 2009 il corridoio è stato ristretto a 150 punti base quando il tasso sulle ORP è stato diminuito all'1,00 per cento al fine di garantire che il tasso sui depositi presso la banca centrale rimanesse al di sopra dello zero, mantenendo così un incentivo per la negoziazione nel mercato *overnight* non garantito. Nel contempo, il corridoio è stato mantenuto simmetrico attorno al tasso fisso sulle ORP.

Le ampie aggiudicazioni nelle operazioni di mercato aperto a tasso fisso hanno portato a un significativo aumento nell'uso delle operazioni di deposito attivabili su iniziativa delle controparti, in particolare dopo il regolamento della prima ORLT con scadenza a un anno. Il ricorso medio giornaliero alle operazioni di deposito è stato di 109 miliardi di euro (contro 0,5 miliardi nel 2007 e 208,5 miliardi nel periodo compreso tra il 9 ottobre e il 31 dicembre 2008). Nel 2009 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 miliardo di euro (contro 6,7 miliardi di euro nel periodo ottobre-dicembre 2008). Tale flessione potrebbe essere connessa a una riduzione dell'incertezza relativa al fabbisogno di liquidità delle singole banche, a un miglioramento del funzionamento del mercato interbancario *overnight* non garantito (come riscontrato, ad esempio, nella riapertura delle linee di credito) e alle ampie aggiudicazioni nelle operazioni di rifinanziamento.

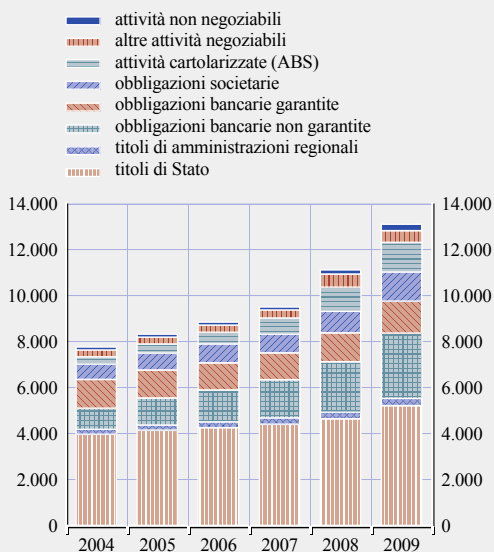
LE ATTIVITÀ IDONEE PER LE OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA

Come previsto dallo Statuto del SEBC e in linea con la prassi delle banche centrali a livello mondiale, tutte le operazioni di credito dell'Eurosistema sono basate su adeguate garanzie. Il concetto di adeguatezza implica, in primo luogo, che l'Eurosistema sia in larga misura tutelato contro il rischio di perdite nelle sue operazioni di credito e, in secondo luogo, che sufficienti garanzie debbano essere disponibili per un ampio novero di controparti, affinché l'Eurosistema possa fornire l'importo di liquidità che ritiene necessario nelle sue operazioni di politica monetaria e come credito infragiornaliero nelle operazioni connesse ai sistemi di pagamento. Per facilitare tutto ciò, 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, insieme al fatto che l'accesso alle operazioni di mercato aperto è concesso a un ampio gruppo di controparti, è stata fondamentale nel fornire sostegno alla conduzione della politica monetaria in periodi di tensione. La flessibilità del quadro operativo dell'Eurosistema ha consentito di fornire la liquidità necessaria e di rispondere al non corretto funzionamento del mercato monetario evitando restrizioni sulla disponibilità di adeguate garanzie durante la crisi finanziaria. Alla fine del 2008 il Consiglio direttivo ha deciso di ampliare la lista di attività stanziabili in garanzia nelle operazioni di credito, con una misura temporanea che rimarrà in vigore sino alla fine del 2010.

Nel 2009 l'ammontare medio di attività idonee è aumentato del 17,9 per cento rispetto al 2008, a un totale di 13.100 miliardi di euro (cfr. figura 48). Il debito delle amministrazioni pubbliche, pari a 5.500 miliardi di euro, ha rappresentato il 40 per cento del totale, mentre il resto delle attività negoziabili è stato rappresentato da obbligazioni bancarie non garantite (2.800 miliardi di euro ossia il 20 per cento), obbligazioni bancarie garantite (1.400 miliardi di euro ossia l'11 per cento), titoli garantiti da attività (1.300 miliardi di euro

Figura 48 Garanzie idonee per tipologia di attività

(miliardi di euro; medie sul periodo corrispondente)

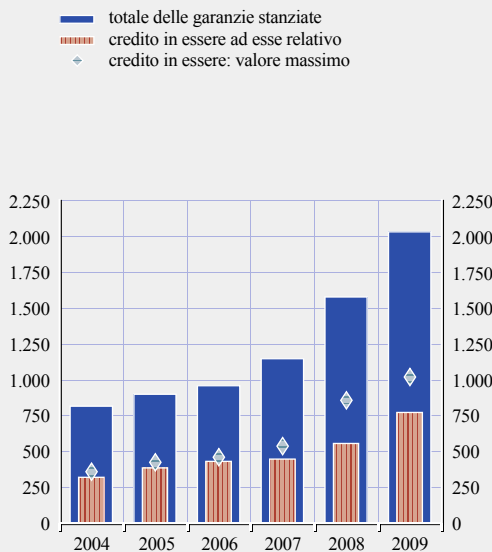


Fonte: BCE.

ossia il 10 per cento), obbligazioni societarie (1.300 miliardi di euro ossia il 10 per cento) e altre obbligazioni (500 miliardi di euro ossia il 4 per cento) come quelle emesse da organizzazioni sovranazionali. Il volume complessivo delle attività negoziabili idonee per effetto delle misure temporanee di espansione delle garanzie ammontava a circa 1.400 miliardi di euro alla fine del 2009. La lista delle garanzie idonee include anche attività non negoziabili, soprattutto crediti (anche definiti prestiti bancari). A differenza delle attività negoziabili, quelle non negoziabili sono valutate per l'idoneità solo al momento del loro utilizzo. Pertanto, il volume di attività non negoziabili potenzialmente idonee non è facilmente stimabile. Tenendo conto di ciò, l'ammontare di attività non negoziabili stanziate da controparti come garanzia in operazioni di credito dell'Eurosistema si stima abbia raggiunto 300 miliardi di euro nel 2009, pari al 2 per cento delle garanzie idonee totali nell'Eurosistema. La minore soglia di credito temporaneamente introdotta per ampliare la lista

Figura 49 Garanzie stanziate nelle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema e credito in essere nelle operazioni di politica monetaria¹⁾

(miliardi di euro)



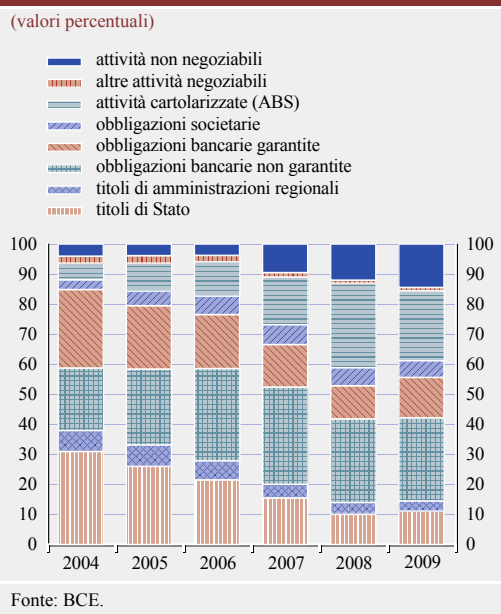
Fonte: BCE.

1) Le garanzie stanziate si riferiscono alle attività depositate come *collateral* nei paesi che utilizzano un sistema di *pooling* e alle attività utilizzate a garanzia nei paesi che utilizzano un sistema di *earmarking*.

delle garanzie idonee è stata applicata anche alle attività non negoziabili.

Le attività negoziabili e non negoziabili stanziate dalle controparti a garanzia delle operazioni di credito dell'Eurosistema sono aumentate significativamente da un valore medio di 1.579 miliardi di euro nel 2008 a 2.034 miliardi nel 2009. Tale incremento è principalmente riconducibile al fatto che le controparti hanno stanziato ampi importi aggiuntivi di garanzie presso l'Eurosistema a seguito della turbolenza sui mercati finanziari (cfr. figura 49). Come indicato dal confronto tra garanzie e consistenze di crediti alle controparti dell'Eurosistema, la quota delle garanzie stanziate non utilizzate per coprire crediti connessi a operazioni di politica monetaria è aumentata marginalmente su base aggregata. Ciò suggerisce che l'insufficienza di garanzie non ha rappresentato un vincolo per le controparti dell'Eurosistema, malgrado il crescente volume di liquidità ricevuto nelle operazioni di rifinanziamento.

Figura 50 Scomposizione per tipologia delle attività, compresi i crediti, costituite in garanzia



Per quanto riguarda la composizione delle garanzie stanziate (cfr. figura 50), la quota media dei titoli garantiti da attività è diminuita dal 28 per cento nel 2008 al 23 per cento nel 2009, per effetto di riduzioni dei valori di mercato e di aumenti degli scarti di garanzia, mentre l'importo complessivo stanziato è rimasto stabile. Le obbligazioni bancarie non garantite hanno rappresentato in media leggermente meno del 28 per cento delle garanzie stanziate nel 2009, diventando così la maggiore classe di attività stanziate a garanzia nelle operazioni dell'Eurosistema. Tra il 2008 e il 2009 la quota media delle attività non negoziabili è aumentata dal 12 al 14 per cento. In aggiunta, nello stesso periodo la quota media dei titoli delle amministrazioni centrali è salita dal 10 all'11 per cento. Le nuove classi di attività idonee solo per effetto delle misure temporanee hanno rappresentato circa il 3,8 per cento delle garanzie negoziabili totali stanziate.

GLI ASPETTI DI GESTIONE DEI RISCHI

Il rischio di insolvenza di una controparte in un'operazione di credito dell'Eurosistema

è mitigato dall'obbligo per le controparti di fornire adeguate garanzie. Tuttavia, l'Eurosistema è comunque esposto a una serie di rischi finanziari in caso di insolvenza di una controparte, tra cui rischi di credito, di mercato e di liquidità. In aggiunta, l'Eurosistema è esposto al rischio valutario nel contesto di operazioni di immissione di liquidità in valuta estera contro garanzie denominate in euro, quali quelle condotte nel 2009. Per ridurre tali rischi a livelli accettabili, l'Eurosistema mantiene elevati criteri di qualità creditizia per le attività accettate in garanzia, valuta le garanzie su base giornaliera e applica appropriate misure di controllo dei rischi.

Per motivi prudenziali, l'Eurosistema ha stabilito delle riserve contro potenziali perdite derivanti da un'eventuale risoluzione di garanzie ricevute da controparti insolventi. Il livello della riserva è rivisto con cadenza annuale, in attesa dell'eventuale cessione delle garanzie e in linea con la prospettiva di ripresa. Più in generale, i rischi finanziari delle operazioni di credito sono quantificati e segnalati regolarmente agli organi decisionali della BCE.

Nel 2009 la BCE ha aggiunto al sistema di controllo dei rischi degli affinamenti tecnici che erano stati annunciati il 4 settembre 2008, introducendo correzioni riguardanti l'utilizzo di attività cartolarizzate (*asset-backed securities*) e obbligazioni bancarie non garantite stanziabili nelle operazioni di credito dell'Eurosistema. Per quanto riguarda le attività cartolarizzate, l'Eurosistema ha annunciato il 20 gennaio e il 20 novembre 2009 requisiti aggiuntivi per i *rating* degli istituti esterni di valutazione del credito accettati. In aggiunta, affinché le attività cartolarizzate emesse al 1° marzo 2009 fossero stanziabili nelle operazioni di credito dell'Eurosistema, è stato deciso che il *pool* sottostante non dovesse essere formato, per intero o in parte, da *tranche* di altre attività cartolarizzate. Le attività cartolarizzate emesse prima del 1° marzo 2009 sono esenti da quest'ultimo requisito fino al 1° marzo 2010. Per quanto attiene alle obbligazioni bancarie

non garantite, l'Eurosistema ha annunciato il 20 gennaio 2009 l'introduzione di limiti per il loro utilizzo a partire dal 1° marzo 2009.

Pur preservando le principali caratteristiche del sistema per le operazioni di credito dell'Eurosistema, quali l'ampia gamma di garanzie stanziabili e il vasto accesso delle controparti alla liquidità della banca centrale, le suddette modifiche del sistema di controllo dei rischi sono state realizzate con l'obiettivo di mantenere un adeguato livello di protezione per l'Eurosistema. In aggiunta, le modifiche relative all'utilizzo di attività cartolarizzate miravano a contribuire al ripristino del corretto funzionamento di questi mercati.

Inoltre, per assicurare un'adeguata valutazione dei rischi delle attività cartolarizzate utilizzate nelle operazioni di credito, l'Eurosistema ha esaminato se l'esistenza di informazioni individuali (*loan-by-loan*) sulle attività sottostanti a garanzia di tali strumenti dovesse essere presa in considerazione nel sistema di gestione dei rischi. A tal fine, l'Eurosistema ha condotto discussioni con agenzie di *rating*, investitori, enti settoriali e istituzioni erogatrici di tali titoli e ha lanciato una connessa consultazione pubblica il 23 dicembre 2009. Le informazioni a livello dei singoli prestiti aumenterebbero la trasparenza sulle attività cartolarizzate, rendendo così possibili valutazioni dei rischi più informate per tali attività e contribuendo a ripristinare la fiducia nei mercati delle cartolarizzazioni.

1.2 LE OPERAZIONI SUL MERCATO DEI CAMBI E LE OPERAZIONI CON ALTRE BANCHE CENTRALI

Nel 2009 l'Eurosistema non ha effettuato alcun intervento sul mercato valutario. Inoltre, la BCE non ha effettuato alcuna operazione avente per oggetto le divise dei paesi che partecipano agli AEC II. L'accordo in essere tra la BCE e l'FMI, volto a facilitare l'esecuzione di transazioni in diritti speciali di prelievo (DSP) da parte dell'FMI e per conto della BCE con

altri detentori di DSP, è stato attivato in nove occasioni nel 2009.

Al fine di risolvere le tensioni nei mercati europei del finanziamento in dollari statunitensi innescate dalle turbolenze dei mercati finanziari, la BCE ha concluso con il Federal Reserve System nel 2007 un accordo per consentire uno scambio di liquidità nelle reciproche valute (linea di *swap*) che è stato ripetutamente prorogato, l'ultima volta sino al 1° febbraio 2010. In connessione alle operazioni di anticipazione a termine tramite asta (*Term Auction Facility*, TAF) offerte dal Federal Reserve System e in stretta cooperazione con altre banche centrali, l'Eurosistema ha fornito alle proprie controparti finanziamenti in dollari statunitensi ricevuti tramite tale linea di *swap* a fronte di garanzie stanziabili nelle operazioni di credito dell'Eurosistema. Nel contesto della volatilità dei mercati finanziari del 2009, l'Eurosistema ha continuato a condurre operazioni con aste a tasso fisso con piena aggiudicazione con scadenza di 7, 28 e 84 giorni per fornire liquidità in dollari statunitensi alle controparti dell'Eurosistema. Nel 2009 il finanziamento in dollari statunitensi alle controparti dell'area dell'euro è stato fornito tramite 69 operazioni temporanee a fronte di garanzie stanziabili e sei operazioni di *swap* in valuta EUR/USD. Date le migliorate condizioni dei mercati dei finanziamenti e la limitata domanda, le operazioni sotto forma di *swap* in valuta EUR/USD sono state interrotte alla fine di gennaio 2009, mentre le operazioni pronti contro termine in dollari statunitensi con scadenze di 28, 84 e 7 giorni sono state terminate dopo le operazioni condotte rispettivamente il 28 luglio 2009, il 6 ottobre 2009 e il 27 gennaio 2010.

A seguito della chiusura nell'ottobre 2008 della linea di *swap* con la Banca Nazionale Svizzera, nel 2009 l'Eurosistema ha continuato a fornire liquidità in franchi svizzeri alle proprie controparti. Tali operazioni sono state condotte sotto forma di *swap* in valuta EUR/CHF a prezzo fisso e con un volume di aggiudicazione massimo, determinato dalla BCE in coordinazione con la Banca Nazionale

Svizzera. Nel 2009 l'Eurosistema ha effettuato 51 operazioni di *swap* per la fornitura di franchi svizzeri con scadenza di sette giorni. Il 18 gennaio 2010 il Consiglio direttivo ha deciso, di concerto con la Banca Nazionale Svizzera, di non condurre altre operazioni di *swap* finalizzate all'immissione di liquidità in franchi svizzeri con scadenza a una settimana dopo il 31 gennaio 2010, in un contesto di calo della domanda e migliorate condizioni nei mercati dei finanziamenti.

Nell'aprile 2009 il Consiglio direttivo ha deciso di stabilire un accordo temporaneo per lo scambio di liquidità nelle reciproche valute (linea di *swap*) con il Federal Reserve System per fornire a quest'ultimo la capacità di offrire liquidità in euro fino a 80 miliardi. Tale linea di *swap* è stata ripetutamente prorogata, l'ultima volta sino al 1° febbraio 2010. In aggiunta, la BCE e la Sveriges Riksbank hanno annunciato nel giugno 2009 che avrebbero attivato l'accordo temporaneo per lo scambio di liquidità nelle reciproche valute (linea di *swap*) stipulato nel 2007 per un importo massimo di 10 miliardi di euro, nell'intento di facilitare il funzionamento dei mercati finanziari e di fornire se necessario liquidità in euro alla Sveriges Riksbank.

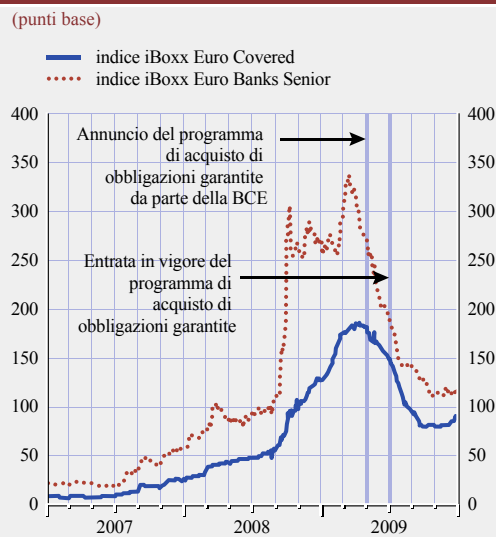
1.3 IL PROGRAMMA DI ACQUISTO DI OBBLIGAZIONI GARANTITE

Nel maggio 2009 il Consiglio direttivo ha deciso di istituire un programma di acquisti diretti di obbligazioni garantite a fini di politica monetaria. Il programma, che costituiva un elemento portante dell'approccio di accresciuto sostegno al credito della BCE, è stato avviato allo scopo di contribuire alla ripresa del mercato delle obbligazioni garantite. È stato annunciato che l'Eurosistema intendeva acquistare obbligazioni garantite denominate in euro per un valore di 60 miliardi di euro tra il luglio 2009 e la fine di giugno 2010. Tali obbligazioni, emesse nell'area dell'euro, devono rispettare determinati criteri, che sono stati resi noti a tutti gli operatori di mercato.

Al 31 dicembre 2009 l'Eurosistema aveva acquistato obbligazioni garantite per un valore nominale totale di circa 28 miliardi di euro, di cui il 24 per cento è stato rappresentato da acquisti sul mercato primario e il 76 per cento da acquisti sul mercato secondario. Dall'annuncio del programma, l'attività di nuova emissione nel mercato delle obbligazioni garantite si è ripresa e i differenziali tra i rendimenti delle obbligazioni garantite e i tassi *swap* si sono ristretti significativamente, in parte anche per effetto di un generale miglioramento dei mercati finanziari. A ciò si è accompagnato anche un generale restringimento di altri differenziali, quali quelli sulle obbligazioni bancarie *senior* non garantite (cfr. figura 51)¹.

¹ Per ulteriori informazioni sul programma di acquisto di obbligazioni garantite, cfr. il sito Internet della BCE, in particolare <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo>.

Figura 51 Differenziale fra il rendimento delle obbligazioni garantite e i tassi *swap* e fra i rendimenti delle obbligazioni bancarie *senior* non garantite e i tassi *swap*



Fonte: Markit.
 Note: gli Indici iBoxx sono indici comunemente utilizzati che rilevano l'andamento dei differenziali di rendimento in vari mercati obbligazionari rispetto ai tassi di interesse degli *swap*. Sono elaborati da un'affiliata della società di informazione finanziaria Markit. L'indice iBoxx Euro Covered è un indicatore del differenziale fra il rendimento di un paniere di obbligazioni garantite denominate in euro e il tasso di interesse sugli *swap* con scadenza analoga. L'indice iBoxx Euro Banks Senior è un indicatore del differenziale fra il rendimento di un paniere di obbligazioni bancarie *senior* non garantite e il tasso di interesse sugli *swap* con scadenza analoga.

I.4 LE ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO

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

LA GESTIONE DELLE RISERVE UFFICIALI

Il portafoglio di riserve ufficiali della BCE è stato originariamente costituito tramite trasferimenti di riserve in valuta delle BCN dell'area dell'euro. Nel tempo, la composizione del portafoglio riflette le variazioni del valore di mercato degli investimenti, nonché le operazioni della BCE in valute e in oro. Lo scopo principale delle riserve ufficiali della BCE è di assicurare che, ogniqualvolta necessario, l'Eurosistema disponga di un sufficiente ammontare di risorse liquide per effettuare operazioni sul mercato dei cambi in valute di paesi non appartenenti all'UE. Gli obiettivi per la gestione delle riserve valutarie della BCE sono, in ordine di importanza, la liquidità, la sicurezza e il rendimento.

Il portafoglio di riserve in valuta della BCE si compone di dollari statunitensi, yen giapponesi, oro e DSP. Le riserve in dollari statunitensi e yen giapponesi sono gestite attivamente dalla BCE e dalle BCN dell'area dell'euro 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 dell'Eurosistema. Esso prevede che a ogni BCN, o gruppo di BCN che agisce congiuntamente a tal fine, venga assegnata una quota nel portafoglio in dollari statunitensi o in quello in yen giapponesi². Dal gennaio 2009, quando la Slovacchia è entrata nell'area dell'euro, la Národná banka Slovenska ha gestito un portafoglio in dollari statunitensi in rappresentanza della BCE.

Nel 2009 la BCE ha venduto un totale di 35,5 tonnellate di oro. I proventi totali delle vendite di oro sono andati a integrare il portafoglio in dollari statunitensi. Tali vendite erano in piena conformità con il Central Bank Gold Agreement (accordo sull'oro fra le banche centrali), annunciato l'8 marzo 2004, di cui la BCE è firmataria e che è stato rinnovato il 7 agosto 2009.

Il valore delle riserve nette in valuta³ della BCE ai tassi di cambio correnti e ai prezzi di mercato è aumentato da 49,5 miliardi di euro alla fine del 2008 a 51 miliardi alla fine del 2009, di cui 38,3 miliardi in valuta estera (yen giapponesi e dollari statunitensi) e 12,7 miliardi in oro e DSP. Ai tassi di cambio di fine 2009 le attività denominate in dollari e quelle in yen costituivano rispettivamente il 78,5 e il 21,5 per cento delle riserve in valuta. Il calo di valore in euro del portafoglio in valute, pari allo 0,5 per cento, ha rispecchiato principalmente il deprezzamento dello yen giapponese (del 5,3 per cento) e del dollaro statunitense (del 3,4 per cento) rispetto all'euro sull'anno, mentre le plusvalenze patrimoniali e il reddito da interessi, generati dalle attività di gestione del portafoglio, e l'investimento dei proventi delle vendite dell'oro sopramenzionate hanno fornito contributi positivi. Il valore sia delle posizioni in oro che dei diritti speciali di prelievo è cresciuto del 14,0 per cento circa, malgrado le vendite di oro. Tale incremento è principalmente dovuto all' apprezzamento dell'oro di circa il 22,1 per cento nel 2009 in termini di euro.

Nel 2009 alcuni strumenti garantiti dai governi sono stati aggiunti alla lista degli strumenti idonei per l'investimento delle riserve valutarie della BCE. L'avvio di un programma di prestito

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

3 Le riserve nette in valuta sono costituite dalle attività di riserva ufficiale, escluso il valore netto di mercato degli *swap* in valuta, più i depositi in valuta estera presso residenti, meno i previsti deflussi netti di valuta connessi a operazioni pronti contro termine e a operazioni a termine. Per informazioni dettagliate sulle fonti dei dati, cfr. il sito Internet della BCE.

di titoli automatico per le attività denominate in dollari della BCE, che era stato messo a punto nel 2008, è stato posticipato, in quanto si è ritenuto opportuno attendere condizioni più favorevoli.

LA GESTIONE DEI FONDI PROPRI

Il portafoglio di fondi propri della BCE è costituito dalla quota investita del capitale versato della BCE, nonché dalle consistenze della sua riserva generale e degli accantonamenti a fronte dei rischi di cambio, di tasso di interesse e di prezzo dell'oro. Lo scopo di tale portafoglio è quello di fornire alla BCE un reddito che contribuisca a coprire le spese operative. L'obiettivo della gestione è di massimizzare i rendimenti attesi, con il vincolo di non incorrere in perdite a un certo 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 10,2 miliardi di euro alla fine del 2008 a 11,8 miliardi di euro alla fine del 2009. L'aumento del valore di mercato è ascrivibile agli investimenti nel portafoglio di fondi propri degli accantonamenti a fronte dei rischi di cambio, di tasso di interesse e di prezzo dell'oro istituiti dalla BCE nel 2005, nonché ai rendimenti degli investimenti e ai contributi della Národná banka Slovenska al capitale e alle riserve della BCE a seguito dell'adozione dell'euro da parte della Slovacchia.

La lista degli strumenti idonei è stata estesa nel 2009, includendovi alcuni titoli garantiti dai governi che rispondono ai requisiti di idoneità della BCE per il suo portafoglio di fondi propri.

La BCE ha posto in essere una “muraglia cinese” nell'attuazione del programma di acquisto di obbligazioni garantite, giacché il portafoglio di fondi propri e le attività di acquisto per il suddetto programma erano gestiti dalla stessa unità.

GLI ASPETTI DI GESTIONE DEI RISCHI

I rischi finanziari a cui la BCE è esposta nelle sue attività di investimento sono tenuti

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

Nel 2009 la BCE ha continuato a potenziare la struttura informatica a sostegno del sistema di gestione dei rischi per le proprie operazioni di investimento. Tale sistema è stato esteso al fine di coprire il portafoglio di obbligazioni garantite acquistate dalla BCE nell'ambito del programma.

Uno degli indicatori utilizzati per tenere sotto osservazione il rischio di mercato è il valore a rischio (VaR), che è definito come la perdita per un portafoglio di attività che non sarà superata alla fine di uno specifico periodo di tempo con una data probabilità. Il valore di tale indicatore dipende da una serie di parametri utilizzati per il calcolo, in particolare il livello di confidenza, la lunghezza dell'orizzonte temporale e il campione utilizzato per stimare la volatilità dei prezzi delle attività. A titolo di esempio, il calcolo di questo indicatore per il portafoglio di investimento della BCE, incluso il portafoglio del programma di acquisto di obbligazioni garantite, al 31 dicembre 2009, 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 10.655 milioni di euro. Il calcolo del medesimo indicatore con un campione di cinque anni, anziché uno, determinerebbe un VaR di 7.975 milioni di euro. Gran parte di questo rischio di mercato è dovuto al rischio di cambio e di prezzo dell'oro. L'esiguità del rischio di tasso di interesse riflette il fatto che la durata finanziaria modificata dei portafogli di investimento della BCE è rimasta relativamente bassa nel 2009.

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

L'Eurosistema ha il compito statutario di assicurare un regolare ed efficiente funzionamento dei sistemi di pagamento. Lo strumento principale di cui si avvale per adempiere a tale compito – oltre alla funzione di sorveglianza (cfr. la sezione 4 del capitolo 3) – è l'offerta di servizi di pagamento e di regolamento delle transazioni in titoli. A tal fine l'Eurosistema ha realizzato Target, il sistema transeuropeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale (*Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system*) per i pagamenti in euro di importo rilevante e/o urgenti. Il sistema di prima generazione, tecnicamente decentralizzato, è stato sostituito da un sistema di seconda generazione (Target2) a maggio del 2008, quando è stata completata la migrazione al nuovo sistema. Target2 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 (Banca d'Italia, Banque de France e Deutsche Bundesbank).

In materia di regolamento delle transazioni in titoli, notevoli progressi sono stati compiuti nel progetto dell'Eurosistema denominato *Target2-Securities* (T2S), teso alla realizzazione di una piattaforma informatica unica tramite la quale regolare pressoché ogni tipo di transazione in titoli in Europa, eliminando così la distinzione fra operazioni nazionali e transfrontaliere. Nel corso del 2009 i lavori si sono incentrati sul proseguimento della stesura della documentazione tecnica relativa alla piattaforma, sul rafforzamento delle relazioni con i sistemi di deposito accentrato (SDA) e sui preparativi per la fase di sviluppo, avviata agli inizi del 2010. Ulteriori progressi hanno riguardato una serie di questioni strategiche, quali gli aspetti di *governance* e l'armonizzazione.

Per quanto concerne la movimentazione transfrontaliera delle garanzie, dal 1999 il Modello di banche centrali corrispondenti

(*Correspondent Central Banking Model*, CCBM) permette a tutte le controparti dell'area dell'euro di utilizzare un insieme comune di attività idonee a garanzia delle operazioni di credito dell'Eurosistema. Al fine di accrescere l'efficienza della gestione di tali garanzie, a luglio del 2008 l'Eurosistema ha deciso di porre in essere il *Collateral Central Bank Management* o CCBM2, sistema che si baserà su una piattaforma tecnica unica e consentirà un'ulteriore standardizzazione delle procedure.

2.1 IL SISTEMA TARGET2

Il sistema Target2 svolge un ruolo importante per l'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.

L'OPERATIVITÀ DI TARGET2

Nel 2009 il sistema Target2 ha operato regolarmente, trattando un numero elevato di pagamenti in euro. La sua quota di mercato è rimasta stabile: in termini di valore complessivo, l'89 per cento di tutte le operazioni eseguite dai sistemi di pagamento di importo rilevante in euro è stato regolato tramite Target2. Il numero medio dei pagamenti processati giornalmente dal sistema è diminuito del 7 per cento, per un totale di 345.771 operazioni, mentre il valore medio è sceso del 19 per cento, per un ammontare di 2.153 miliardi di euro. Il 30 settembre 2009 Target2 ha raggiunto il picco di 508.368 transazioni. La tavola 12 presenta una sintesi dei pagamenti regolati da Target2 nel corso del 2009 e un raffronto con il traffico dell'anno precedente. Il calo registrato in termini di volume e di valore è in gran parte da ricondurre agli effetti della crisi finanziaria. Inoltre, gli indicatori statistici sono basati su una nuova metodologia, applicata alle statistiche di Target2 a partire dal gennaio 2009, elemento da considerare nel confronto

Tavola 12 Pagamenti gestiti da Target¹⁾

Valore delle transazioni (in miliardi di euro)	2008	2009	var. perc.
Target			
Totale	682.780	551.174	
Media giornaliera	2.667	2.153	-19
Volume (n. di transazioni)	2008	2009	var. perc.
Target			
Totale	94.711.380	88.517.321	
Media giornaliera	369.966	345.771	-7

Fonte: BCE.

1) Nel 2008 e nel 2009 i giorni di operatività sono stati 256.

dei valori del 2009 con quelli degli anni precedenti, in particolare in termini di valore delle operazioni regolate.

La disponibilità complessiva di Target2, ossia la misura in cui i partecipanti sono stati in grado di utilizzare il sistema durante le ore di apertura senza che si verificassero malfunzionamenti, ha raggiunto nel 2009 il 99,99 per cento. Sul livello di disponibilità hanno inciso unicamente i malfunzionamenti imputabili a *proprietary home accounts* nazionali (conti detenuti al di fuori della SSP), mentre per quanto riguarda la SSP la disponibilità è stata nel periodo in rassegna del 100 per cento.

Il 99,96 per cento dei pagamenti è stato trattato nell'arco di cinque minuti e tutti gli utenti hanno espresso soddisfazione riguardo alle ottime prestazioni del sistema.

Nel dicembre del 2009 i partecipanti diretti che detenevano un conto di regolamento lordo in tempo reale in Target2 erano 822. Il numero complessivo di banche (comprese filiali e controllate) raggiungibili tramite il sistema a livello mondiale è aumentato fino a circa 55.000. Target2 ha inoltre effettuato il regolamento delle posizioni in contanti di 69 sistemi ancillari.

LA COOPERAZIONE CON GLI UTENTI DI TARGET2

L'Eurosistema mantiene strette relazioni con gli utenti di Target2 e nel corso del 2009 si sono tenute riunioni periodiche fra le

BCN dell'area dell'euro e i gruppi di utenti nazionali. Inoltre, a cadenza trimestrale sono state organizzate riunioni congiunte tra il Gruppo di lavoro su Target2 dell'Eurosistema e il Gruppo di lavoro su Target2 delle associazioni del settore creditizio europeo, in cui si sono discussi a livello paneuropeo gli aspetti operativi del sistema. Le questioni strategiche sono state invece affrontate in seno al Gruppo di Contatto sulla strategia per i pagamenti in euro, al quale partecipano esponenti dell'alta direzione delle banche commerciali e delle banche centrali.

LA GESTIONE DELLE NUOVE VERSIONI DEL SISTEMA

L'Eurosistema assicura che i nuovi sviluppi nel campo dei pagamenti di elevato ammontare si riflettano in Target2. Questa costante attenzione all'evoluzione del sistema è necessaria per accrescere il livello di servizio offerto e rispondere alle esigenze degli operatori. Per conseguire questo obiettivo, tutte le parti interessate vengono tempestivamente coinvolte nel processo di gestione delle nuove versioni (o *release*) del sistema.

In linea di massima, una nuova versione di Target2 viene rilasciata ogni anno, solitamente a novembre, in coincidenza con la nuova versione annuale degli standard SWIFT. Lo sviluppo della *release* annuale di Target2 dura 21 mesi, così da dare a tutte le parti coinvolte tempo sufficiente per la discussione, la definizione delle priorità, l'implementazione e il collaudo. Le informazioni necessarie vengono fornite ai partecipanti con ampio anticipo, in modo che questi possano elaborare appropriati piani di adeguamento e di finanziamento di tutte le modifiche previste. Nel 2009 hanno avuto luogo due *release*: la prima, a carattere intermedio, è stata introdotta l'11 maggio per attivare la funzionalità di regolamento tra SDA differenti nell'interfaccia con i sistemi ancillari; la seconda, entrata in vigore il 23 novembre, ha tra l'altro potenziato l'applicazione per il monitoraggio *online* in tempo reale del sistema e introdotto il nuovo standard di messaggistica MT202COV.

I PAESI PARTECIPANTI A TARGET2

Tutti i paesi dell'area dell'euro partecipano a Target2, poiché il suo utilizzo è obbligatorio per il regolamento degli ordini di pagamento risultanti direttamente dalle operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema o effettuati in connessione con queste. Quando la Slovacchia ha adottato l'euro il 1° gennaio 2009, la Národná banka Slovenska e la relativa piazza finanziaria nazionale sono entrate a far parte del sistema Target2. Nel 2002 il Consiglio direttivo della BCE ha confermato il diritto delle BCN dei paesi esterni all'area dell'euro di collegarsi a Target secondo il principio "nessun obbligo, nessuna proibizione"; Target può quindi essere utilizzato, su base volontaria, anche dagli Stati membri che non hanno adottato l'euro, per agevolare il regolamento delle operazioni denominate in euro in questi paesi. Dal punto di vista giuridico e di operatività, ciascuna banca centrale partecipante e connessa è responsabile per la gestione della rispettiva componente nazionale del sistema e per il mantenimento delle relazioni con i propri utenti.

A febbraio del 2010, una volta completate le attività preparatorie e quelle di collaudo, la Българска народна банка (Banca nazionale di Bulgaria) e la relativa comunità di utenti si sono connesse a Target2. Attualmente al sistema partecipano 23 banche centrali dell'UE e le rispettive comunità di utenti nazionali, vale a dire le 17 banche centrali dell'area dell'euro, compresa la BCE, e sei banche centrali di paesi non appartenenti all'area⁴. Inoltre, alcune istituzioni finanziarie ubicate in altri paesi del SEE partecipano a Target2 tramite accesso remoto.

PROSSIMI SVILUPPI

A novembre del 2009 l'Eurosistema ha definito i contenuti della nuova *release* di Target2 (versione 4.0), la cui implementazione è programmata per il 22 novembre 2010. Questa nuova *release* prevede la possibilità di connettersi a Target2 via Internet, in particolare per le istituzioni creditizie di piccole e medie dimensioni, e include diversi miglioramenti richiesti dall'utenza. I contenuti

della versione 5.0, prevista per novembre 2011, saranno definiti nel corso del 2010 in collaborazione con la comunità degli utenti.

2.2 TARGET2-SECURITIES

Target2-Securities è il futuro servizio dell'Eurosistema per il regolamento in moneta di banca centrale delle transazioni in titoli, grazie al quale le operazioni transfrontaliere saranno regolate in maniera altrettanto semplice ed efficiente rispetto a quelle domestiche. T2S permetterà di trattare quasi tutti i titoli scambiati in Europa in un sistema di regolamento unico e secondo una tempistica armonizzata, utilizzando un'interfaccia informatica comune e una messaggistica standardizzata. T2S rappresenta pertanto un fondamentale passo avanti verso l'integrazione del mercato europeo dei capitali. Inoltre, pur essendo un'iniziativa dell'Eurosistema, T2S permetterà di regolare transazioni in titoli anche in valute diverse dall'euro, ove la banca centrale competente, sostenuta dal relativo mercato, acconsenta.

La crisi finanziaria ha accresciuto notevolmente la consapevolezza dei vantaggi di T2S. Il sistema ridurrà i costi di *back office* degli operatori di mercato, portando le tariffe di regolamento a un livello tra i più bassi al mondo. Grazie all'utilizzo di sofisticati algoritmi di regolamento, di meccanismi di riproposizione automatica (*recycling mechanisms*) e dell'autocollateralizzazione⁵, T2S renderà inoltre molto più efficiente la gestione delle garanzie e della liquidità da parte delle banche. Un altro vantaggio sarà dato dal fatto che, estendendo in tutta l'Europa la possibilità di regolamento lordo in tempo reale in moneta di banca centrale, T2S ridurrà i rischi finanziari cui sono esposti gli operatori, in particolare per le transazioni transfrontaliere. Infine, per la continuità di servizio, T2S adotterà le stesse procedure d'avanguardia di Target2.

4 Bulgaria, Danimarca, Estonia, Lettonia, Lituania e Polonia.

5 L'autocollateralizzazione è un meccanismo in base al quale i titoli trasferiti (o quelli detenuti) possono essere offerti in garanzia per ottenere un credito dalla banca centrale che consenta di regolare la transazione.

Nel 2009 le quattro BCN incaricate dello sviluppo e della gestione operativa della piattaforma (Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France e Banca d'Italia) hanno tradotto in specifiche tecniche i requisiti utente elaborati in stretta collaborazione con gli operatori di mercato, così da disporre di una base per lo sviluppo del software. A novembre del 2009 è stata pubblicata l'intera documentazione tecnica, di cui i documenti più importanti sono le specifiche funzionali generali e la configurazione tecnica generale.

Per dare supporto agli organi decisionali della BCE nel completamento del progetto nei tempi previsti e per rafforzarne la gestione interna, a marzo del 2009 il Consiglio direttivo ha deciso di istituire un nuovo organo di governo del progetto, il *T2S Programme Board*. A quest'ultimo le banche centrali dell'Eurosistema hanno delegato alcuni compiti di implementazione, cosicché esso potesse divenire pienamente operativo ed agire per conto dell'intero Eurosistema. Sebbene il Consiglio direttivo resti il massimo organo decisionale per le questioni attinenti agli orientamenti strategici, al *T2S Programme Board* competono l'elaborazione di proposte di *policy* da sottoporre al Consiglio direttivo, la gestione ordinaria del progetto e il mantenimento delle relazioni con i soggetti esterni e con le quattro BCN incaricate della realizzazione della piattaforma.

Il *T2S Programme Board* è formato da otto membri, con un mandato di 18 mesi rinnovabile: un dirigente di alto livello della BCE (che ha funzioni di presidente), due ex-CEO degli SDA, quattro rappresentanti di BCN dell'area dell'euro e un rappresentante di una BCN esterna all'area. I membri non esprimono le opinioni delle rispettive istituzioni, ma agiscono esclusivamente nell'interesse dell'Eurosistema e del progetto T2S. Il 17 settembre 2009 il Consiglio direttivo ha approvato il codice di condotta e il regolamento interno del *T2S Programme Board*.

Uno dei fattori cruciali per il successo del progetto sarà il conseguimento di una "massa critica" in

termini di volume di transazioni da regolare tramite la piattaforma quando questa entrerà in funzione. Al riguardo, un passo fondamentale è stato compiuto a luglio del 2009 con la firma del *T2S Memorandum of Understanding*, un protocollo di intesa tra l'Eurosistema e 27 SDA di 25 paesi europei: non soltanto tutti gli SDA situati nell'area dell'euro, ma anche nove SDA di paesi non appartenenti all'area (Danimarca, Estonia, Lettonia, Lituania, Romania, Svezia, Regno Unito, Islanda e Svizzera). In seguito, anche i depositari norvegese e polacco hanno annunciato di voler aderire al protocollo di intesa, portando a 29 il numero totale. Inoltre, le banche centrali di Danimarca, Svezia e Norvegia si sono dichiarate interessate a regolare tramite la nuova piattaforma anche le transazioni nelle rispettive valute. La sottoscrizione del protocollo di intesa, pur non vincolando gli SDA ad utilizzare T2S una volta a regime, fornisce una solida base di negoziazione per un accordo contrattuale tra i depositari e l'Eurosistema, accordo che dovrebbe essere formalizzato nel corso del 2010.

Il progetto T2S contribuirà in modo significativo all'armonizzazione della complessa infrastruttura europea del *post-trading*, determinando un calo dei costi, un'intensificazione della concorrenza e una riduzione dei rischi⁶. Il ricorso all'interfaccia tecnica condivisa di T2S e a una singola tempistica di regolamento, nonché l'adozione di standard di settore in materia di messaggistica e di procedure di riscontro, contribuirà notevolmente a promuovere il processo di armonizzazione. Nel 2009 sono proseguiti i lavori volti a omogeneizzare le procedure di riscontro e di regolamento di T2S, e sono stati approvati gli standard per il trattamento in T2S delle operazioni sul capitale relative a transazioni non regolate. Gli standard sono stati approvati anche dal *Clearing and Settlement Advisory Monitoring Expert Group II* della Commissione europea, che è il gruppo incaricato di rimuovere le "barriere Giovannini"

⁶ Per un approfondimento, si veda l'articolo "Harmonisation in the post-trading sector" nel prossimo Rapporto *Financial integration in Europe* della BCE.

in favore di sistemi di compensazione e regolamento efficienti.

2.3 LE PROCEDURE DI REGOLAMENTO PER LE GARANZIE

Le attività stanziabili a garanzia possono essere utilizzate per tutti i tipi di operazioni di credito dell'Eurosistema a livello non solo nazionale ma anche transfrontaliero. Dall'introduzione dell'euro, l'uso transfrontaliero delle garanzie ha segnato un costante aumento: a dicembre del 2009 l'ammontare delle garanzie detenute dall'Eurosistema utilizzate su base transfrontaliera (incluse sia le attività negoziabili che quelle non negoziabili) è salito a mille miliardi di euro, a fronte di 861 miliardi nel dicembre 2008. Complessivamente, alla fine del 2009 le garanzie utilizzate su base transfrontaliera rappresentavano il 43,46 per cento delle garanzie totali fornite all'Eurosistema.

La movimentazione transfrontaliera delle garanzie nell'area dell'euro viene effettuata 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.

I SERVIZI DI GESTIONE DELLE GARANZIE OFFERTI DALL'EUROSISTEMA

Il CCBM rimane il principale canale impiegato per il trasferimento transfrontaliero di garanzie ai fini dell'esecuzione delle operazioni di politica monetaria e di credito infragiornaliero dell'Eurosistema. Nel 2009 il CCBM ha gestito il 31,4 per cento delle garanzie totali fornite all'Eurosistema e le attività detenute in custodia tramite il CCBM sono salite da 713 miliardi di euro a fine 2008 a 738 miliardi a fine 2009.

Dal suo avvio nel 1999, il CCBM ha contribuito al processo di integrazione dei mercati finanziari consentendo a tutte le controparti dell'area

dell'euro di utilizzare l'insieme delle attività stanziabili in garanzia sia ai fini delle operazioni di politica monetaria, sia per ottenere liquidità infragiornaliera in Target2. Il CCBM era stato tuttavia concepito come soluzione provvisoria, basata sul principio di armonizzazione minima. Per conseguire un livello di servizio maggiormente armonizzato e quindi una più profonda integrazione dei mercati finanziari, nel 2008 l'Eurosistema ha deciso di avviare la realizzazione del sistema CCBM2, basato su una piattaforma unica. Il compito di sviluppare e gestire CCBM2 per conto dell'Eurosistema è stato affidato alla Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique e alla De Nederlandsche Bank, con l'obiettivo di rendere operativa la piattaforma prima dell'avvio di T2S o, al più tardi, in concomitanza con quest'ultimo.

Ottimizzando i costi della movimentazione delle garanzie, il CCBM2 accrescerà il livello di armonizzazione e l'efficienza. Inoltre, le istruzioni saranno trattate con modalità interamente automatizzata, cosicché il conferimento di garanzie idonee, a livello sia nazionale che transfrontaliero, consentirà la contestuale erogazione del relativo credito in Target2. Questo sistema avanzato offrirà inoltre alle controparti dell'Eurosistema, in particolare alle banche operative in più paesi, nuove opportunità per ottimizzare l'utilizzo delle garanzie e migliorare la gestione della liquidità. Il CCBM2 permetterà infine alle banche centrali di sottoporre a più stretto monitoraggio le attività stanziate in garanzia nelle operazioni di finanziamento.

Sebbene lo scopo del CCBM2 sia il consolidamento tecnico della gestione delle garanzie, il sistema sarà posto in essere secondo il principio dell'accesso decentrato al credito. La partecipazione delle BCN dell'area dell'euro avrà carattere volontario ed è stato previsto un approccio modulare, in base al quale le singole BCN sceglieranno i moduli che rispondono alle proprie esigenze e a quelle dei rispettivi mercati. La piattaforma sarà totalmente compatibile con Target2 e T2S.

Attualmente l'Eurosistema sta completando l'elaborazione delle specifiche di dettaglio per gli utenti, basate sui requisiti utente approvati nel 2008. Il dialogo aperto tra l'Eurosistema e gli operatori di mercato proseguirà durante le prossime fasi del progetto.

I COLLEGAMENTI TRA SISTEMI NAZIONALI DI REGOLAMENTO TITOLI

A livello transfrontaliero le garanzie possono anche essere movimentate tramite i collegamenti tra SRT nazionali, i quali consentono il trasferimento di titoli idonei da un sistema all'altro. Una volta trasferiti tramite tali collegamenti a un altro SRT, i titoli possono essere utilizzati secondo le procedure domestiche allo stesso modo di qualunque garanzia nazionale. L'ammontare delle garanzie movimentate tramite questi collegamenti è diminuito da 148 miliardi di euro a dicembre del 2008 a 116 miliardi alla fine del 2009. Tale cifra corrisponde al 5,4 per cento del totale delle garanzie (transfrontaliere e nazionali) detenute dall'Eurosistema nel 2009: i collegamenti sono dunque utilizzati con frequenza molto minore rispetto al CCBM.

Da agosto 2009 le controparti hanno a disposizione 54 collegamenti diretti e 7 indiretti (*relayed links*), ma solo un ristretto numero di questi viene effettivamente utilizzato. La diminuzione rispetto ai 60 collegamenti diretti disponibili nel 2008 va ricondotta alla riorganizzazione dei collegamenti all'interno della rete societaria di un SDA internazionale. Sono considerati idonei per le operazioni di credito dell'Eurosistema soltanto i collegamenti conformi agli standard utente dell'Eurosistema (cfr. la sezione 4 del capitolo 3).

3 LE BANCONOTE E LE MONETE

3.1 LA CIRCOLAZIONE E LA GESTIONE DELLE BANCONOTE E DELLE MONETE

DOMANDA DI BANCONOTE E MONETE IN EURO

Alla fine del 2009 il numero di banconote in euro in circolazione era di 13,6 miliardi, per un valore di 806,4 miliardi di euro, pari a un incremento del 4,0 per cento in volume e del 5,7 in valore rispetto ai livelli raggiunti alla fine del 2008 (13,1 miliardi di biglietti per un valore di 762,8 miliardi di euro).

Nel 2009 il numero di banconote in circolazione si è mantenuto più elevato del solito rispetto al livello su cui si era stabilizzato dall'ottobre 2008. In seguito al fallimento di Lehman Brothers e al successivo acuirsi della crisi finanziaria, le attività nei conti di risparmio sono state trasformate in contante, accrescendo il valore dei biglietti in circolazione di ulteriori 35-40 miliardi di euro. La domanda è stata particolarmente sostenuta per i biglietti di taglio elevato utilizzati come riserva di valore. La domanda di banconote in euro è aumentata soprattutto nei paesi dell'Europa orientale, dove le valute nazionali si sono deprezzate rispetto all'euro. Alla fine del 2009 le banconote in eccedenza non sono rientrate dalla circolazione, a indicare che vengono utilizzate come riserva di valore sia all'interno che all'esterno dell'area. Nell'attuale contesto economico l'accumulo di tali riserve è agevolato dai bassi tassi di interesse, che riducono il costo

(sotto forma di perdita di interessi attivi) collegato alla detenzione di moneta. Poiché il volume di biglietti da 50, 100 e 500 euro in circolazione si è mantenuto elevato, il valore medio delle banconote in circolazione alla fine del 2009 è rimasto su un livello relativamente alto (59,11 euro rispetto a 58,15 alla fine dell'anno precedente).

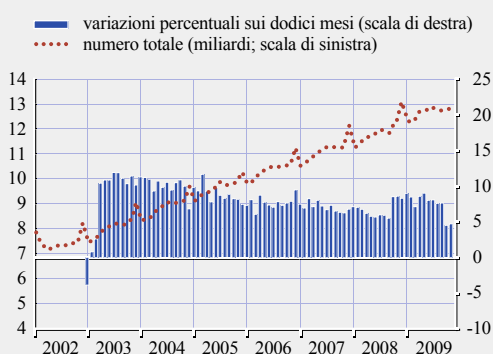
I dati statistici concernenti i trasferimenti netti di banconote in euro dalle istituzioni creditizie dell'area verso destinazioni esterne suggeriscono che, in termini di valore, il 20-25 per cento dei biglietti in euro in circolazione è detenuto da non residenti nell'area.

Le figure 52 e 53 illustrano l'andamento del numero e del valore totale delle banconote in euro in circolazione, insieme ai tassi di crescita sui dodici mesi.

Per quanto concerne i singoli tagli, i biglietti da 100 euro hanno registrato l'incremento numerico più consistente, posizionandosi alla fine del 2009 al 6,6 per cento in più rispetto a un anno prima, seguiti dalle banconote da 500, 50 e 200 euro, con un incremento rispettivamente del 6,4, 5,9 e 4,8 per cento. La circolazione dei tagli minori è aumentata a tassi compresi fra circa l'1 e il 3 per cento (cfr. figura 54).

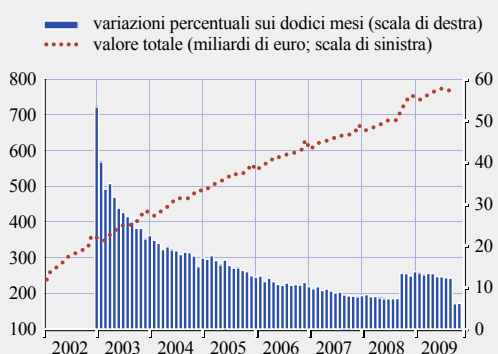
Nel 2009 il numero totale di monete in euro in circolazione (al netto delle scorte detenute

Figura 52 Numero delle banconote in euro in circolazione nel periodo 2002-2009



Fonte: BCE.

Figura 53 Valore delle banconote in euro in circolazione nel periodo 2002-2009

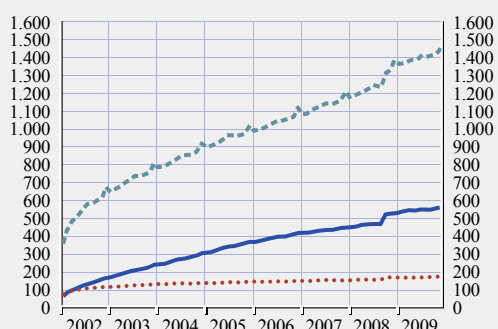


Fonte: BCE.

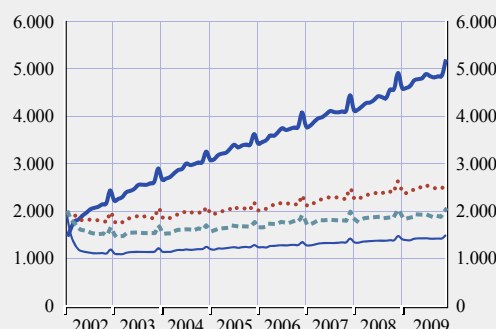
Figura 54 Numero delle banconote in euro in circolazione nel periodo 2002-2009 per taglio

(milioni di pezzi)

— 500 euro
 200 euro
 - - - 100 euro



— 50 euro
 20 euro
 - - - 10 euro
 — 5 euro



Fonte: BCE.

dalle BCN) è aumentato del 6,2 per cento, a 87,5 miliardi, mentre il loro valore è cresciuto del 4,5 per cento, a 21,3 miliardi. La quota dei tagli minori, le monete da 1, 2 e 5 centesimi, rispetto al numero totale di monete in circolazione è rimasta relativamente stabile, al 60 per cento.

GESTIONE DELLE BANCONOTE DA PARTE DELL'EUROSISTEMA

Nel 2009 le BCN dell'area dell'euro hanno esitato 33,5 e introitato 33,0 miliardi di biglietti. Il tasso medio di rientro dalla circolazione⁷ delle banconote è leggermente diminuito, a 2,59: ciò significa che le BCN dell'area hanno controllato l'autenticità e l'idoneità all'uso delle banconote in media una volta ogni quattro mesi e mezzo, utilizzando apparecchiature completamente automatizzate. Le banconote di taglio elevato, ossia da 500, 200 e 100 euro, spesso utilizzate come riserva di valore, hanno registrato tassi di rientro contenuti, rispettivamente 0,38, 0,60 e 0,81, mentre i biglietti usati normalmente per le transazioni, ossia quelli da 50, 20, 10 e 5 euro, hanno registrato tassi di rientro più elevati, rispettivamente 2,02, 3,85, 4,47 e 2,64. Le BCN hanno giudicato non idonee alla circolazione e sostituito circa 5,4 miliardi di banconote, con un tasso di non idoneità all'uso⁸ intorno al

16,4 per cento, prossimo a quello di circa il 17,0 per cento registrato l'anno precedente.

3.2 LA CONTRAFFAZIONE DELLE BANCONOTE IN EURO E I RELATIVI DETERRENTI

CONTRAFFAZIONE DELLE BANCONOTE IN EURO

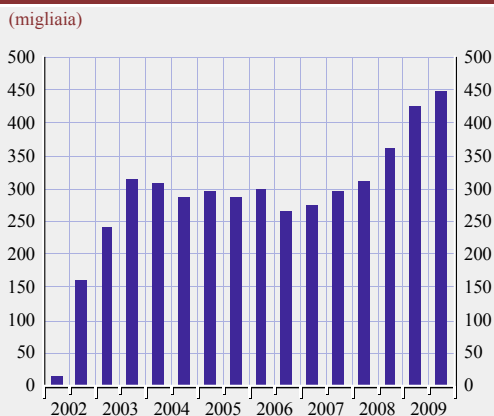
Nel 2009 i centri nazionali di analisi⁹ hanno ricevuto circa 860.000 banconote in euro contraffatte. Rispetto al numero di biglietti autentici in circolazione, la quota di falsi rimane su livelli molto contenuti. La figura 55 mostra l'andamento di lungo periodo dei ritiri dalla circolazione dei biglietti contraffatti. Più in dettaglio si nota che l'incremento del numero di falsi, iniziato nel 2008, è andato di pari passo con la crescente contraffazione dei tagli inferiori. Il taglio più contraffatto, quasi metà di tutti i falsi, è stato quello da 20 euro, seguito dai

⁷ Definito come il rapporto fra il numero totale di banconote introitate dalle BCN in un dato periodo di tempo e il numero medio di biglietti in circolazione in quel periodo.

⁸ Definito come il rapporto fra il numero di banconote giudicate non più idonee all'uso in un dato periodo di tempo e il numero totale di biglietti selezionati in quel periodo.

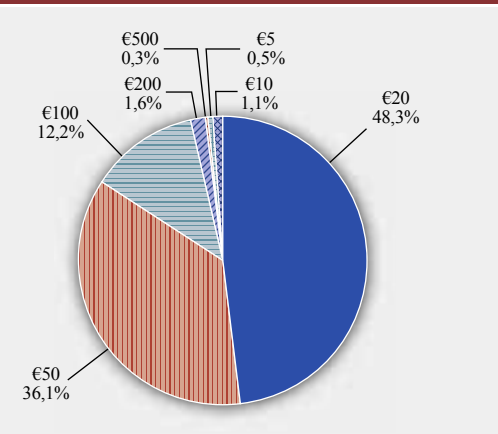
⁹ Centri stabiliti in ciascuno degli Stati membri dell'UE per l'analisi iniziale delle banconote in euro contraffatte svolta a livello nazionale.

Figura 55 Numero di banconote in euro contraffatte ritirate dalla circolazione nel periodo 2002-2009



Fonte: BCE.

Figura 56 Distribuzione per taglio delle banconote in euro contraffatte nel 2009



Fonte: BCE.

biglietti da 50 euro, che hanno inciso per quasi un terzo. La figura 56 fornisce i dati disaggregati relativi ai vari tagli.

Anche se la fiducia nella sicurezza dell'euro è pienamente giustificata dalle misure anticounterfeiting adottate dalle autorità europee e internazionali, tale affidabilità non deve indurre a una soddisfazione eccessiva. La BCE suggerisce ai cittadini di continuare a prestare attenzione ai rischi di frode, rammentando il metodo basato sulle tre parole chiave "toccare-guardare-muovere" descritto nel sito Internet della BCE, e di non affidarsi mai a una sola caratteristica di sicurezza.

L'Eurosistema continua a approfondire notevole impegno per informare adeguatamente il pubblico e gli esperti nella gestione del contante ai fini del riconoscimento dei biglietti contraffatti.

DETERRENTI ALLA CONTRAFFAZIONE

L'Eurosistema continua a partecipare attivamente alle iniziative del *Central Bank Counterfeit Deterrence Group* (CBCDG), un gruppo di lavoro cui aderiscono 31 banche centrali e autorità responsabili della stampa delle banconote che collaborano sotto l'egida del G10. Come negli anni precedenti, una delle principali attività del gruppo rimane la ricerca di tecniche volte a impedire la riproduzione

illegittima delle banconote. La BCE ospita il Centro internazionale per la lotta alla contraffazione (*International Counterfeit Deterrence Centre*, ICDC), che opera quale struttura tecnica a disposizione di tutti i membri del CBCDG. Il ruolo primario dell'ICDC consiste nel fornire supporto tecnico e gestire un sistema di comunicazione centralizzato al servizio di tutti i soggetti che operano nel campo dei sistemi di deterrenza alla contraffazione. L'ICDC inoltre amministra un sito Internet¹⁰ che fornisce informazioni e assistenza sulla riproduzione delle immagini delle banconote, oltre ai collegamenti ai siti Internet nazionali.

Vengono organizzati costantemente corsi di formazione per esperti nella gestione del contante, sia all'interno che all'esterno dell'UE, e viene pubblicato materiale informativo aggiornato a sostegno della lotta alla contraffazione condotta dall'Eurosistema. Tale obiettivo viene perseguito anche attraverso la stretta collaborazione con l'Europol e la Commissione europea.

SVILUPPI DEL QUADRO DI RIFERIMENTO PER IL RICIRCOLO DELLE BANCONOTE

Il Regolamento (CE) n. 44/2009 del Consiglio, entrato in vigore il 23 gennaio 2009, modifica il

¹⁰ Per i dettagli consultare il sito Internet <http://www.rulesforuse.org>

Regolamento (CE) n. 1338/2001 del Consiglio e stabilisce l'obbligo per le istituzioni creditizie, i fornitori di servizi di pagamento e le altre istituzioni coinvolte nel processamento delle banconote di verificarne la legittimità in base alle previsioni del "Quadro di riferimento per l'identificazione dei falsi e la selezione dei biglietti non più idonei alla circolazione da parte delle banche e di tutte le categorie professionali che operano con il contante" (noto anche con la più breve denominazione di "quadro di riferimento per il ricircolo delle banconote").

3.3 LA PRODUZIONE E L'EMISSIONE DI BANCONOTE

ACCORDI DI PRODUZIONE

Nel 2009 è stata allocata alle BCN la produzione complessiva di 10,9 miliardi di biglietti in euro, rispetto ai 6,4 miliardi nel 2008: tale incremento riflette il rafforzamento della domanda interna, la crescente diffusione dell'euro come valuta internazionale e gli anticipi della produzione a lungo termine.

L'allocazione della produzione di banconote in euro ha continuato a essere basata sul sistema di *pooling* decentrato adottato nel 2002. Secondo tale accordo, ciascuna BCN nell'area dell'euro è responsabile dell'approvvigionamento di una quota del fabbisogno totale di biglietti a essa assegnata per determinati tagli. La tavola 13 mostra in sintesi l'allocazione della produzione nel 2009.

Tavola 13 L'assegnazione della produzione di banconote in euro nel 2009

Taglio	Quantità (in milioni di banconote)	BCN incaricate della produzione
5 euro	1.118,1	FR, NL
10 euro	1.352,9	DE, GR, FR, AT
20 euro	4.228,3	DE, IE, GR, ES, FR, IT, CY, LU, MT, NL, PT, SI, FI
50 euro	2.958,5	BE, DE, ES, IT
100 euro	1.043,6	DE, IT, AT
200 euro	-	-
500 euro	240,0	DE
Totale	10.941,4	

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

Nel 2009 in Asia sono state acquistate e vendute banconote in euro per un valore rispettivamente di 5,3 e 1,1 miliardi di euro nell'ambito del programma pilota per la custodia di banconote in euro all'esterno dell'area (*Extended Custodial Inventory*, ECI)¹¹. In base all'attuale programma pilota, che terminerà nel gennaio 2012, i depositi ECI sono gestiti a Hong Kong da due banche commerciali e a Singapore da un consorzio fra altre due banche commerciali. Gli ECI agevolano la distribuzione internazionale dei biglietti in euro e forniscono dati statistici sulla loro circolazione all'esterno dell'area, nonché informazioni sui falsi individuati nelle aree di competenza.

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

In base al programma a medio termine adottato dal Consiglio direttivo nel 2007, l'Eurosistema ha mantenuto il suo impegno per rafforzare la convergenza dei servizi di cassa offerti dalle BCN dell'area.

L'Eurosistema, in particolare, ha posto in atto ulteriori misure per lo sviluppo di uno scambio elettronico di dati con le istituzioni creditizie per i depositi e i prelievi di contante, e gli standard di confezionamento delle banconote per i servizi di cassa offerti dalle BCN a titolo gratuito.

Gli sforzi collettivi tesi ad accrescere la convergenza e l'integrazione consentiranno ai soggetti coinvolti di cogliere ulteriori vantaggi dalla moneta unica e assicureranno condizioni di parità concorrenziale.

LA SECONDA SERIE DI BANCONOTE IN EURO

Nel 2009 la BCE ha continuato a sviluppare una nuova serie di banconote in euro. Il disegno artistico della nuova serie di banconote sarà basato sul tema "epoche e stili dell'Europa" e manterrà gli elementi più importanti del disegno

¹¹ Un ECI è un deposito in contante gestito da una banca commerciale che detiene valuta sulla base di un accordo di custodia.

della prima serie. La seconda serie, pertanto, rimarrà strettamente correlata alla prima, pur con alcune modifiche al disegno originario. Con il nuovo disegno si intendono integrare le caratteristiche di sicurezza che offrono la massima protezione dalle contraffazioni e garantire allo stesso tempo che il pubblico riesca a distinguere facilmente le banconote autentiche da quelle contraffatte. Anche il costo dei materiali e della produzione delle banconote deve essere preso in considerazione. Il lavoro di sviluppo dei materiali di originazione (i materiali *master* utilizzati per la produzione delle banconote) è iniziato nel 2008 e proseguirà nel 2010.

Il coinvolgimento di cartiere e stamperie in tutta l'area dell'euro è stato coordinato per garantire che siano in grado di produrre le nuove banconote in conformità con specifiche tecniche rigorosamente definite. Allo stesso tempo, tutti i principali soggetti coinvolti nel ciclo del contante sono consultati e tenuti al corrente dei progressi compiuti durante il processo di sviluppo. La nuova serie verrà introdotta in un orizzonte temporale di diversi anni e il primo taglio dovrebbe essere emesso tra qualche anno. I tempi e la sequenza esatti dell'emissione verranno stabiliti in un secondo momento. L'Eurosistema informerà il pubblico con ampio anticipo sulle modalità di introduzione delle nuove banconote. Le BCN rimborseranno le banconote in euro della prima serie senza limiti di tempo.

4 LE STATISTICHE

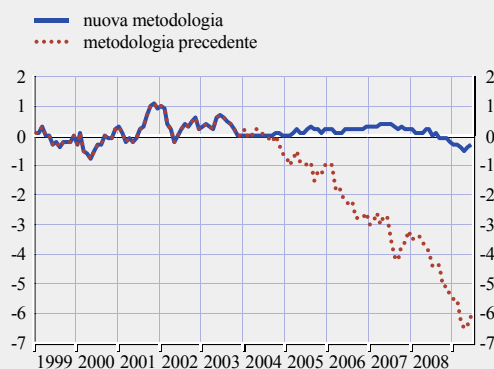
La BCE, assistita dalle BCN, sviluppa, raccoglie, elabora e pubblica un'ampia gamma di statistiche che sono di supporto alla politica monetaria dell'area dell'euro e ai vari compiti del SEBC. Esse sono anche utilizzate ampiamente dalle autorità pubbliche, dagli operatori dei mercati finanziari, dai mezzi di informazione e dal pubblico in generale. Nel 2009 la regolare produzione di statistiche relative all'area dell'euro ha continuato a svolgersi in maniera ordinata e tempestiva, con uno sforzo ulteriore connesso alla necessità di incorporare un numero relativamente elevato di transazioni straordinarie e di altre variazioni di bilancio a seguito della crisi finanziaria. Sono state inoltre pubblicate statistiche più esaustive e armonizzate sui fondi di investimento nazionali e dell'area dell'euro, oltre che migliori statistiche sull'operatività con l'estero, e sono stati diffusi i risultati di una nuova indagine sull'accesso al credito da parte delle imprese dell'area (in particolare piccole e medie imprese, PMI). Un ulteriore sviluppo importante è costituito dal consolidamento dell'assetto giuridico per la raccolta di informazioni statistiche da parte della BCE, approvato dal Consiglio dell'UE. Infine, la BCE ha continuato a contribuire all'armonizzazione dei concetti statistici in Europa e alla revisione degli standard statistici mondiali ed europei.

4.1 STATISTICHE NUOVE O PIÙ ESAUSTIVE

Nel novembre 2009 è iniziata la pubblicazione di nuove statistiche armonizzate sulle attività e le passività dei fondi di investimento dell'area dell'euro¹². Questa nuova e completa serie fornisce informazioni di bilancio dettagliate su tali fondi, con una scomposizione basata sulle strategie di investimento, ed è più tempestiva e particolareggiata della versione precedente. Un manuale metodologico sulle statistiche relative ai fondi di investimento è stato pubblicato nel maggio 2009. Sono inoltre proseguiti i lavori in vista della segnalazione, all'inizio del 2010, delle nuove statistiche del SEBC sulle attività e le passività delle società veicolo finanziarie coinvolte in operazioni di cartolarizzazione.

Figura 57 Errori e omissioni nella bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro

(totali cumulati; primo trimestre 1999-secondo trimestre 2009; in percentuale del PIL)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Inoltre, nel novembre 2009 il SEBC ha aggiunto all'elenco delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) dell'UE una lista ulteriore di 45.000 fondi di investimento. Un elenco delle società veicolo finanziarie dovrebbe essere pubblicato nel primo trimestre del 2010.

Nell'ambito delle statistiche relative alla bilancia dei pagamenti e alla posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro, è stata adottata una nuova metodologia¹³ che riduce notevolmente sia gli errori e omissioni sia le asimmetrie a livello di area dell'euro (cfr. figura 57), migliorando sostanzialmente la qualità dei dati pubblicati.

A settembre 2009 la BCE ha pubblicato per la prima volta i risultati di un'indagine sull'accesso ai finanziamenti da parte delle imprese dell'area, condotta di concerto con la Commissione europea. L'edizione iniziale dell'indagine ha fornito evidenze per lo più qualitative sulle condizioni di finanziamento per le PMI, paragonandole a quelle prevalse nella prima metà del 2009 per le imprese di

¹² In attuazione del Regolamento BCE/2007/8 relativo alle statistiche sulle attività e sulle passività dei fondi di investimento (diversi dai fondi comuni monetari).

¹³ Una nota pubblicata sul sito Internet della BCE il 2 novembre 2009 fornisce dettagli sulle modifiche metodologiche attuate.

grandi dimensioni. I risultati dell'indagine sono scomposti in base a caratteristiche quali: dimensione dell'impresa, tipologia di attività economica, paese di appartenenza nell'area dell'euro ed età dell'impresa.

La BCE ha migliorato ulteriormente le statistiche relative agli strumenti di debito a breve termine europei (*Short-Term European Paper*, STEP) e ha iniziato a pubblicare con frequenza giornaliera le consistenze aggregate in essere e le nuove emissioni scomposte per settore, scadenza, *rating* e valuta, oltre che i rendimenti giornalieri e i differenziali di rendimento (cfr. anche la sezione 3 del capitolo 3).

Nel 2009 sono proseguiti i lavori per migliorare la tempestività, la completezza e la coerenza dei conti trimestrali finanziari e non finanziari integrati dell'area dell'euro suddivisi per settore¹⁴. Tali conti permettono fra l'altro di individuare i rischi interconnessi e le esposizioni intersettoriali nel contesto delle valutazioni sulla stabilità finanziaria e delle analisi macroprudenziali.

4.2 ALTRI SVILUPPI IN AMBITO STATISTICO

A ottobre 2009 il Consiglio dell'UE ha adottato un regolamento sulla raccolta di informazioni statistiche da parte della Banca centrale europea¹⁵, dando seguito a una raccomandazione formulata dalla BCE nel settembre 2008. Il regolamento consente la raccolta di informazioni statistiche per lo svolgimento di tutti i compiti del SEBC (compreso il contributo alla stabilità finanziaria) e per l'intero settore delle società finanziarie dell'area dell'euro (comprese le imprese di assicurazione e i fondi pensione). Inoltre, il nuovo quadro giuridico permette, in un contesto di rigorose misure di tutela della riservatezza, lo scambio di informazioni riservate all'interno del SEBC e con il Sistema statistico europeo. Nel contesto dell'introduzione del nuovo regolamento, l'impegno del SEBC rispetto alla sua funzione statistica è stato ampliato con la definizione dei principi che disciplinano la produzione di dati. Coerentemente con tale impegno, sono stati inoltre pubblicati rapporti esaustivi sulla qualità delle

statistiche dell'area dell'euro in linea con il Quadro di riferimento per la qualità delle statistiche della BCE e con le procedure di *quality assurance*.

Per accrescere l'efficienza nella produzione di statistiche all'interno del SEBC, il quadro giuridico della BCE è stato affinato attraverso la modifica e la rifusione dell'indirizzo della BCE sugli obblighi di segnalazione in materia di statistiche sulla finanza pubblica¹⁶.

La diffusione delle statistiche è stata ulteriormente migliorata. In particolare, i siti Internet sia della BCE sia delle BCN riportano ora tavole aggiuntive sulle statistiche dell'area dell'euro e sui corrispondenti dati nazionali; inoltre, la *Statistical Data Warehouse* della BCE si è arricchita di nuove informazioni. Nel contesto della strategia di rafforzamento della comunicazione della BCE in materia di statistiche dell'area dell'euro, sono stati altresì introdotti ulteriori strumenti di visualizzazione (ad esempio sui tassi di cambio effettivi nominali) ed è stata integrata con nuovi elementi la pagina del sito Internet della BCE dedicata all'inflazione (*Inflation Dashboard*).

La BCE ha inoltre continuato a partecipare attivamente all'ulteriore sviluppo degli standard statistici internazionali, impegnandosi su fronti quali: il Sistema dei conti nazionali (*System of National Accounts*, SNA) 2008, pubblicato nell'agosto 2009¹⁷; la sesta edizione del Manuale di bilancia dei pagamenti (*Balance of Payments Manual*)¹⁸ dell'FMI; la revisione in corso del SEC95. La BCE ha altresì pubblicato, di concerto con la BRI e l'FMI, la prima parte di un manuale sulle statistiche relative ai titoli (*Handbook on Securities Statistics*)¹⁹.

14 Tali conti sono pubblicati di concerto dalla BCE e da Eurostat dal 2007.

15 Regolamento (CE) n. 951/2009 del Consiglio, che modifica il regolamento (CE) n. 2533/98.

16 Indirizzo BCE/2009/20 del 31 luglio 2009 sulle statistiche sulla finanza pubblica (rifusione).

17 Lo SNA 2008 è disponibile sul sito Internet della divisione di statistica delle Nazioni Unite (<http://unstats.un.org>).

18 La sesta edizione del *Balance of Payments Manual* può essere scaricata dal sito Internet dell'FMI (<http://www.imf.org>).

19 Disponibile sul sito Internet dell'FMI.

4.3 ESIGENZE STATISTICHE DERIVANTI DALLA CRISI FINANZIARIA

Nel 2009 sono state affrontate nuove esigenze di miglioramento della trasparenza dei mercati finanziari e del quadro statistico per l'analisi della stabilità finanziaria.

Oltre all'estensione della copertura statistica del settore finanziario, il lavoro si è incentrato su: la pubblicazione di dati più tempestivi sui tassi di interesse; la produzione di statistiche più dettagliate sui titoli e lo sviluppo di statistiche sui detentori dei titoli; il miglioramento delle rilevazioni in materia di derivati creditizi, compresi i *credit default swap*, di stretto concerto con la BRI; il miglioramento delle statistiche sulle imprese di assicurazione e i fondi pensione; la riconciliazione nei dati che le istituzioni creditizie forniscono per adempiere agli obblighi di segnalazione per finalità statistiche e di vigilanza, in cooperazione con il Comitato delle autorità europee di vigilanza bancaria (*Committee of European Banking Supervisors*, CEBS). Questi preparativi consentiranno altresì alla BCE di fornire il necessario sostegno statistico al Comitato europeo per il rischio sistemico (*European Systemic Risk Board*, ESRB) appena sarà costituito.

Nel contesto della cooperazione internazionale, la BCE partecipa all'*Inter-Agency Group on Economic and Financial Statistics* assieme a: BRI, Commissione europea (Eurostat), FMI, OCSE, Nazioni Unite e Banca mondiale. Il Gruppo ha aperto e sta gradualmente migliorando un sito Internet dedicato ai Principali indicatori globali (*Principal Global Indicators*)²⁰, che si concentra sulle economie del G20. La BCE ha inoltre sostenuto gli esperti dell'FMI e il segretariato del *Financial Stability Board* nella preparazione del rapporto sulla crisi finanziaria e le lacune informative (*The Financial Crisis and Information Gaps*), indirizzato ai ministri finanziari e ai governatori delle banche centrali del G20 nel novembre 2009²¹.

20 Cfr. <http://www.principalglobalindicators.org/>

21 Disponibile sul sito Internet del *Financial Stability Board* (<http://www.financialstabilityboard.org>).

5 LA RICERCA ECONOMICA

In linea con l'approccio adottato in tutto l'Eurosistema, l'attività di ricerca della BCE mira a: 1) fornire risultati rilevanti per la formulazione di una consulenza sulla politica monetaria e su altri compiti dell'Eurosistema; 2) mantenere e utilizzare modelli econometrici al fine di costruire previsioni e proiezioni economiche e raffrontare l'impatto di scelte di politica monetaria alternative; 3) comunicare con la comunità accademica e di ricerca, ad esempio attraverso la pubblicazione dei risultati delle ricerche su riviste scientifiche soggette al meccanismo della *peer-review*, nonché con la partecipazione a convegni e l'organizzazione di conferenze su temi inerenti alla ricerca economica. Alla luce delle sfide poste dalla crisi finanziaria e delle lezioni apprese, la BCE ha avviato una revisione pluriennale della sua attività di ricerca nel 2008, che è proseguita nel 2009. Inoltre, la prospettiva di assumere nuove responsabilità per fornire sostegno al lavoro dell'ESRB ha indotto la BCE a formulare un nuovo programma di ricerca, incentrato sullo sviluppo di strumenti per l'analisi macroprudenziale e sistemica dei rischi a fini di stabilità finanziaria.

5.1 LE PRIORITÀ DELLA RICERCA E I RISULTATI CONSEGUITI

La ricerca economica della BCE è effettuata in modo decentrato: tutte le aree operative conducono progetti in base alle loro necessità e competenze. La Direzione Generale Ricerca economica ha il compito di coordinare il lavoro, nonché di produrre ricerca propria di elevata qualità. Il Direttore Generale per la Ricerca presiede il *Research Coordination Committee* (RCC), che allinea le attività di ricerca effettuate presso la BCE alle esigenze dell'istituzione e alle necessità dei suoi processi di politica monetaria. L'RCC stabilisce una serie di ambiti prioritari per ogni anno e indirizza il focus delle attività di ricerca verso tali ambiti.

Per il 2009 le priorità di ricerca sono rimaste sostanzialmente invariate rispetto al 2008: previsioni e sviluppo di modelli; miglioramento

dell'analisi monetaria; comprensione del meccanismo di trasmissione della politica monetaria; stabilità finanziaria; efficienza del sistema finanziario europeo; questioni relative a pagamenti e regolamenti; connessioni internazionali; questioni fiscali. Nonostante queste priorità, dato il contesto della crisi finanziaria, rispetto agli anni precedenti è stata posta una maggiore enfasi su temi legati alle questioni finanziarie.

La priorità sulle previsioni e sullo sviluppo di modelli investe tutta l'attività di ricerca e lo sviluppo di strumenti intrapreso a sostegno dell'analisi economica e delle previsioni, queste ultime in particolare nel contesto degli esercizi di proiezione dell'Eurosistema/BCE. Nel 2009 sono state valutate varie estensioni del *New Area-Wide Model* (NAWM), che è ormai ben consolidato come strumento previsivo nell'ambito degli esercizi di proiezione dell'Eurosistema/BCE, quali l'inclusione di modelli del settore finanziario e di politica fiscale. La struttura del modello di base potrebbe essere rivista in futuro alla luce dell'esito di tali progetti. È stato ulteriormente sviluppato anche il modello di Christiano, Motto e Rostagno (CMR), utilizzato in vari esercizi di *policy* incentrati sul comportamento dei mercati finanziari. Sia il NAWM che il modello CMR sono esempi di modelli dinamici stocastici di equilibrio generale (*dynamic stochastic general equilibrium*, DSGE), che sono stati sempre più utilizzati per la formulazione di consulenze in materia di *policy* presso le banche centrali. Nel corso del 2009 è stato sviluppato un nuovo modello DSGE dagli esperti della BCE in collaborazione con le BCN del SEBC per affrontare le questioni di *policy* internazionali. Tra i modelli macroeconomici più tradizionali, il modello a più paesi (*Multy-Country Model*, MCM), che considera i più grandi paesi dell'area dell'euro e i loro collegamenti commerciali, è stato rivisto per includervi i meccanismi delle aspettative. Questa nuova versione del modello è stata introdotta nel processo di *policy* nel corso dell'anno. Il lavoro di ricerca sugli strumenti di previsione a breve termine è proseguito, con un'enfasi

sull'ulteriore sviluppo di strumenti utilizzando tecniche fattoriali dinamiche e bayesiane. È stato inoltre avviato un progetto per creare strumenti destinati a misurare il prodotto potenziale.

La ricerca sull'analisi monetaria si è incentrata sullo sviluppo e sull'uso di strumenti quantitativi per valutare gli andamenti monetari, prestando particolare attenzione alla creazione di *input* analitici di elevata qualità per la preparazione delle decisioni di *policy*. Il lavoro si è concentrato sulla comprensione del ruolo della moneta e del credito nell'economia. Un *forum* di ricerca interna²² si è occupato di tali questioni per tutto l'anno.

Per quanto riguarda il meccanismo di trasmissione della politica monetaria, nel 2009 sono stati avviati vari progetti su una serie di argomenti: la dinamica dei prezzi delle attività e i premi al rischio; il ruolo del settore bancario; le decisioni finanziarie delle imprese non finanziarie; l'impatto sul meccanismo di trasmissione di caratteristiche specifiche dei singoli paesi. I progetti proseguiti dall'anno precedente includono: il *Wage Dynamics Network*, una rete di ricerca del SEBC²³ che analizza le dinamiche salariali in 17 paesi dell'UE; lo *Household Finance and Consumption Network*, una rete di ricerca dell'Eurosistema che raccoglie e analizza informazioni a livello microeconomico su un'ampia gamma di decisioni delle famiglie connesse alle attività reali e finanziarie detenute, all'assunzione di debito, all'atteggiamento nei confronti del rischio, all'occupazione, ai redditi, alle pensioni, ai trasferimenti intergenerazionali, ai doni, ai consumi e al risparmio; nonché un *forum* di ricerca della BCE sulle politiche di comunicazione delle banche centrali.

I nessi tra la stabilità finanziaria e la politica monetaria sono altresì stati esplorati, con un'enfasi sullo sviluppo di indicatori di stabilità finanziaria e sull'impatto delle preoccupazioni circa la stabilità finanziaria sulla conduzione della politica monetaria. In particolare, è stato completato il lavoro sull'analisi della dinamica del credito e dei mercati monetari. Tale linea di ricerca ha esaminato la desiderabilità

e l'attuabilità del principio di politica del *leaning against the wind* (andare controvento), ossia di contrastare i boom dei prezzi delle attività potenzialmente costosi, nonché la risposta di liquidità ottimale durante i periodi di crisi finanziaria.

La ricerca sull'efficienza del sistema finanziario ha incluso due gruppi di lavoro con il Center for Financial Studies (CFS), un istituto di ricerca indipendente affiliato all'Università di Francoforte sul Meno. Tali gruppi di lavoro si sono incentrati sull'integrazione e sullo sviluppo di servizi finanziari al dettaglio e sulla modernizzazione finanziaria.

Quanto ai sistemi di pagamento e regolamento, la BCE ha avviato un lavoro di ricerca sull'area unica per i pagamenti in euro e Target2 sotto l'ombrello del *Payment Economics Network*. Il *network* comprende la Bank of England, la Reserve Bank of Australia, la Federal Reserve Bank of New York, la Federal Reserve Bank of Chicago, la Bank of Canada, De Nederlandsche Bank e accademici esterni, e ha il compito di promuovere la consapevolezza della ricerca intrapresa sui sistemi di pagamento e di regolamento titoli. Il sito internet del *network*²⁴ fornisce collegamenti a *working paper*, documenti rilevanti di *policy*, dettagli sulle conferenze prossime e passate e informazioni sui progetti di ricerca in tale ambito.

Nel quadro della priorità di ricerca relativa alle questioni internazionali, le principali aree di interesse sono state la globalizzazione e i collegamenti finanziari e commerciali e il ruolo internazionale dell'euro. La globalizzazione e i collegamenti finanziari e commerciali sono stati oggetto di due *forum* di ricerca della BCE. Il lavoro sul ruolo internazionale dell'euro si è incentrato sull'analisi della composizione delle riserve in valuta estera nei vari paesi,

²² I *forum* di ricerca sono canali interni formali per condividere esperienze e risultati dei progetti di ricerca della BCE su un argomento specifico.

²³ Le reti di ricerca coordinano le attività di ricerca dei ricercatori dell'Eurosistema/SEBC e aiutano a diffondere i risultati. Possono coinvolgere anche ricercatori esterni.

²⁴ <http://www.paymenteconomics.org>

sull'effetto delle valute internazionali su differenziali di reddito e trasferimento del tasso di cambio, nonché sulla relazione fra tasso di cambio e prezzi mondiali delle materie prime. In aggiunta, è continuato il lavoro su un'estensione internazionale del NAWM.

Sul fronte fiscale, ulteriore lavoro è stato intrapreso sullo sviluppo di strumenti per il monitoraggio e l'analisi delle finanze pubbliche e sulla loro efficienza e sostenibilità.

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* della BCE. Nel 2009 sono stati pubblicati 156 *Working Paper* e 8 *Occasional Paper*. Un totale di 116 *Working Paper* sono stati redatti o co-redatti da esperti della BCE, molti dei quali insieme a economisti dell'Eurosistema, mentre gli altri sono opera di visitatori esterni che hanno partecipato a conferenze e seminari, che lavorano nel contesto delle reti di ricerca o che trascorrono un periodo prolungato presso la BCE per il completamento di un progetto di ricerca. Come ormai è norma consolidata, è previsto che la maggior parte di queste pubblicazioni compaia da ultimo nelle principali riviste accademiche soggette al meccanismo della *peer-review*. Nel 2009 gli esperti della BCE hanno pubblicato 92 articoli in riviste accademiche.

Il Bollettino di ricerca (*Research Bulletin*) è una pubblicazione periodica della BCE volta a divulgare a un vasto pubblico i lavori di ricerca di interesse generale. Nel marzo 2009 ha trattato dell'influenza del settore bancario e del credito sul meccanismo di trasmissione della politica monetaria, delle proprietà del ciclo economico dell'area dell'euro e dell'utilizzo della liquidità globale come indicatore preventivo delle inversioni cicliche.

La BCE ha organizzato, da sola o congiuntamente con altri soggetti, una serie di conferenze e seminari su temi di ricerca. Le conferenze organizzate con altri soggetti hanno visto il coinvolgimento del Centre for Economic Policy Research (CEPR), della BRI e di altre banche centrali, sia dell'Eurosistema sia esterne allo stesso. Inoltre, è stato allestito un gran numero di *workshop* e seminari per divulgare le ricerche condotte in seno alla BCE. 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.

Le conferenze e i *workshop* hanno coperto un'ampia gamma di materie. I collegamenti tra la stabilità finanziaria e la politica monetaria sono stati al centro di tre di essi, uno dei quali è stato organizzato insieme alla BRI e un altro insieme al CFS. Altre due conferenze hanno trattato diversi aspetti del funzionamento dei mercati monetari e dei pagamenti al dettaglio. Nel giugno 2009 è stata organizzata una conferenza sui tassi di cambio insieme alla Bank of Canada. Infine, in dicembre si è tenuta una conferenza BCE/CEPR sulle questioni del mercato del lavoro. Il Federal Reserve Board e la BCE hanno ospitato congiuntamente due conferenze in ottobre, una a Washington e l'altra a Francoforte, in preparazione di un aggiornamento dell'*Handbook on Monetary Economics*.

Un meccanismo aggiuntivo consolidato di divulgazione della ricerca è rappresentato dalle serie di seminari, di cui due hanno rivestito particolare importanza: i *Joint Lunchtime Seminar*, organizzati congiuntamente con la Deutsche Bundesbank e il CFS, nonché gli *Invited Speaker Seminar*. Queste due serie comprendono seminari settimanali in cui ricercatori esterni sono invitati alla BCE per presentare i loro lavori recenti. La BCE organizza anche seminari di ricerca più specifici che non rientrano nell'ambito di queste due serie.

6 ALTRI COMPITI E ATTIVITÀ

6.1 IL RISPETTO DEI DIVIETI CONCERNENTI IL FINANZIAMENTO MONETARIO E L'ACCESSO PRIVILEGIATO

Ai sensi dell'articolo 271, paragrafo d, del Trattato la BCE ha il compito di accertare il rispetto, da parte delle 27 BCN dell'UE e della BCE stessa, dei divieti derivanti dagli articoli 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.

L'esercizio di monitoraggio svolto per il 2009 conferma che le disposizioni degli articoli 123 e 124 del Trattato e i relativi regolamenti del Consiglio sono stati in generale rispettati.

6.2 FUNZIONI CONSULTIVE

L'articolo 127, paragrafo 4, del Trattato richiede che la BCE sia consultata su ogni proposta di legge comunitaria o nazionale che rientra nella

sua sfera di competenza²⁵. Tutti i pareri della BCE sono pubblicati sul suo sito Internet. I pareri della BCE sulle proposte di legge comunitaria sono pubblicati anche sulla Gazzetta ufficiale dell'Unione europea.

Nel 2009 la BCE ha adottato 100 pareri, di cui 11 in risposta a consultazioni da parte di istituzioni dell'UE e 89 in risposta a consultazioni richieste da autorità nazionali, a fronte di 92 consultazioni nel 2008. L'elenco dei pareri adottati nel 2009 e all'inizio del 2010 è allegato al presente Rapporto annuale.

Particolarmente degni di nota sono i due pareri sintetizzati di seguito, formulati dalla BCE su richiesta del Consiglio UE. Essi riguardano il pacchetto legislativo sulla riforma della vigilanza finanziaria europea, in attuazione delle raccomandazioni espresse dal Gruppo de Larosière.

Nell'ambito di tale pacchetto, la Commissione europea ha formulato una proposta di regolamento relativo alla vigilanza macroprudenziale del sistema finanziario nella Comunità, che istituisce il Comitato europeo per il rischio sistemico (*European Systemic Risk Board*, ESRB), e una proposta di decisione del Consiglio che attribuisce alla BCE compiti specifici con riguardo al funzionamento dell'ESRB. Nel suo parere su tali proposte²⁶, la BCE si è espressa generalmente a favore del quadro legislativo delineato per l'ESRB e ha manifestato la disponibilità a svolgere le funzioni di segretariato per l'ESRB e a prestare assistenza analitica, statistica, amministrativa e logistica, mettendo a disposizione le competenze tecniche delle BCN e delle autorità di vigilanza. Come indicato nel parere, il coinvolgimento della BCE e del SEBC nell'ESRB non influirà sull'obiettivo primario del SEBC (di cui all'articolo 127, paragrafo 1, del Trattato) del mantenimento della stabilità dei prezzi. La BCE concorda

²⁵ Il Regno Unito è esentato dall'obbligo di consultare la BCE, in conformità con il Protocollo su talune disposizioni relative al Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del Nord (GU C 115 del 9.5.2008, pag. 284).

²⁶ CON/2009/88.

altresi con l'approccio della Commissione in merito a diversi argomenti, ossia la procedura da seguire per emanare segnalazioni di rischio e raccomandazioni e monitorane il seguito, la composizione del Comitato direttivo dell'ESRB, l'adozione di identiche procedure per l'elezione del Presidente e del Vicepresidente dell'ESRB, il fatto che il Presidente e il Vicepresidente della BCE siano membri con diritto di voto del Consiglio generale dell'ESRB, nonché la possibilità di invitare i paesi non appartenenti all'UE a partecipare ad alcune riunioni dell'ESRB e dei comitati tecnici (per maggiori dettagli sull'ESRB, cfr. riquadro 8).

La seconda parte del pacchetto concerne le proposte di regolamento della Commissione per l'istituzione di tre nuove Autorità di vigilanza europee (*European Supervisory Authorities*, ESA) a livello microprudenziale: l'Autorità bancaria europea, l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali e l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati. La BCE nel suo parere²⁷ ha accolto con favore il quadro istituzionale proposto e la prevista creazione di un unico codice europeo applicabile a tutte le istituzioni finanziarie. La BCE sostiene con forza efficienti accordi istituzionali per la cooperazione fra le Autorità di vigilanza europee e l'ESRB e lo stretto coinvolgimento di quest'ultimo nel nuovo quadro istituzionale microprudenziale. La BCE ha suggerito alcune modifiche al fine di rimuovere gli ostacoli al regolare flusso di informazioni tra l'ESRB e il Sistema europeo delle autorità di vigilanza finanziaria e assicurare forme adeguate di coinvolgimento e partecipazione istituzionale della BCE e, se del caso, delle BCN del SEBC, in relazione alle Autorità di vigilanza europee e ai nuovi comitati istituiti. Secondo la valutazione della BCE, inoltre, se una BCN è un'autorità competente per la vigilanza ai sensi del diritto nazionale, l'assolvimento di tale compito non costituisce un'infrazione del divieto di finanziamento monetario. Nella misura in cui il finanziamento di ciascuna ESA consiste, in particolare, in contributi obbligatori da parte delle competenti autorità di vigilanza nazionali,

la valutazione di cui sopra si applica anche al caso di una BCN che contribuisca alle entrate dell'ESA: ciò, in tali circostanze, implicherebbe unicamente da parte della BCN il finanziare l'assolvimento dei propri compiti di vigilanza.

Prima dei pareri sulla suddetta riforma, la BCE ha adottato un parere²⁸ su una proposta di direttiva che modifica le Direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE per quanto riguarda gli enti creditizi collegati a organismi centrali, taluni elementi dei fondi propri, i grandi fidi, i meccanismi di vigilanza e la gestione delle crisi. Nel suo parere la BCE ha invitato alla prudenza, in rapporto all'attuazione della politica monetaria, nell'adozione di misure sui limiti alle esposizioni interbancarie, onde evitare che tali misure pregiudichino il regolare flusso di liquidità all'interno del mercato interbancario. Inoltre, la BCE ha esaminato vari aspetti in materia di attuazione della legislazione europea nel settore bancario, gestione della liquidità, scambio di informazioni tra banche centrali e autorità di vigilanza, collegi delle autorità di vigilanza e mandati europei delle autorità di vigilanza nazionali per quanto concerne la stabilità finanziaria, nonché le misure proposte sui requisiti patrimoniali e la gestione del rischio per la cartolarizzazione.

La BCE ha altresì adottato un parere²⁹ su una proposta di regolamento relativo alle agenzie di *rating* del credito. Pur accogliendo con favore il regolamento proposto, la BCE ha presentato una serie di osservazioni dettagliate, riguardanti fra l'altro la facoltà dell'Eurosistema, ai sensi dello Statuto del SEBC, di definire i requisiti in termini di elevati standard di credito per le attività idonee alle operazioni di politica monetaria e determinare le condizioni per l'utilizzo del *rating* nell'ambito delle operazioni di banca centrale. La BCE ha inoltre proposto l'esenzione dal regolamento proposto dei sistemi di valutazione interni delle BCN e ha rilevato che andrebbe approfondita l'interazione fra il regime delle agenzie di *rating*, ai sensi

27 CON/2010/5.

28 CON/2009/17.

29 CON/2009/38.

del regolamento proposto, e il processo per il riconoscimento delle agenzie esterne di valutazione del merito di credito (*External Credit Assessment Institutions*, ECAI), ai sensi della Direttiva 2006/48/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2006, relativa all'accesso all'attività degli enti creditizi e al suo esercizio (rifusione)³⁰. La BCE ha ribadito l'importanza di stabilire adeguati canali fra le autorità competenti e le banche centrali e ha presentato una serie di raccomandazioni sulla proposta di istituire un registro centrale da parte del Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (*Committee of European Securities Regulators*, CESR). Per quanto riguarda la responsabilità della concessione delle licenze e la vigilanza diretta delle agenzie di *rating* del credito, la BCE ha rilevato che il ruolo del CESR dovrebbe essere rivisto alla luce dell'applicazione delle raccomandazioni del Gruppo de Larosière.

Nel 2009 la BCE ha risposto a un numero eccezionalmente elevato di richieste di consultazione da parte delle autorità nazionali, in larga misura riconducibili alla crisi finanziaria e all'accresciuta attività legislativa in relazione ai mercati finanziari. Alcuni pareri hanno interessato questioni attinenti alle BCN, come le modifiche degli statuti delle BCN di Belgio, Bulgaria, Irlanda, Lettonia, Lituania, Polonia, Slovacchia, Spagna e Ungheria³¹. Alcune di queste consultazioni facevano riferimento alle regole di distribuzione dei profitti³²: a tale riguardo, la BCE ha ribadito che gli Stati membri sono tenuti a salvaguardare l'indipendenza istituzionale e finanziaria delle rispettive BCN. Come indicato nel parere sulle modifiche allo statuto della Lietuvos bankas, questa forma di tutela è particolarmente importante nei periodi di crisi e, anche se il disegno di legge mira a rafforzare la stabilità e la credibilità del sistema finanziario, le modifiche *ad hoc* riconducibili a particolari esigenze di alcuni azionisti non sarebbero compatibili con il Trattato o lo Statuto del SEBC. Inoltre, per quanto attiene all'indipendenza delle banche centrali, la BCE ha formulato due pareri su un decreto legge italiano concernente la tassazione delle riserve

auree della Banca d'Italia³³. La BCE ha rilevato che le norme contenute nel decreto darebbero luogo a trasferimenti di talune risorse finanziarie dalla Banca d'Italia al bilancio dello Stato e che tali trasferimenti, sia nella forma di distribuzione dei profitti che in ogni altra forma equivalente, devono essere effettuati nell'osservanza dei limiti imposti dal Trattato e, in particolare, del principio di indipendenza della banca centrale, ai sensi dell'articolo 130, e del divieto di finanziamento monetario, ai sensi dell'articolo 123, paragrafo 1.

Per le questioni attinenti al personale, la BCE ha formulato pareri su una proposta di atto normativo concernente il personale della Deutsche Bundesbank³⁴ e sui disegni di legge di Irlanda e Lettonia riguardanti i dipendenti pubblici, incluso il personale delle BCN³⁵. In linea con i suoi precedenti pareri, la BCE ha reiterato l'importanza dell'indipendenza delle BCN, rilevando, fra l'altro, che nella gestione della sua politica del personale una BCN non deve trovarsi nella posizione di poter essere influenzata dal governo. Nel caso dell'Irlanda e della Lettonia, la BCE, pur riconoscendo la gravità della situazione economica e la necessità di stabilizzare le finanze pubbliche, ha altresì osservato che uno Stato membro non può pregiudicare la capacità di una BCN di assumere e mantenere personale qualificato necessario per svolgere in maniera autonoma le funzioni a essa conferite dal Trattato e dallo Statuto del SEBC.

Nell'area dei sistemi di pagamento e regolamento, la BCE è stata consultata su diversi disegni di legge concernenti, fra l'altro, gli istituti di pagamento, la vigilanza sui sistemi di pagamento e regolamento, i requisiti operativi per i fornitori di servizi

30 GU L 177 del 30.6.2006, pag. 1.

31 CON/2009/4, CON/2009/90, CON/2009/13, CON/2009/89, CON/2009/53, CON/2009/26, CON/2009/40, CON/2009/83, CON/2009/44, CON/2009/67, CON/2009/75, CON/2009/85 e CON/2009/96.

32 CON/2009/4, CON/2009/26, CON/2009/53, CON/2009/83 e CON/2009/85.

33 CON/2009/59 e CON/2009/63.

34 CON/2009/45.

35 CON/2009/15 e CON/2009/47.

di compensazione e le norme applicabili agli operatori dei sistemi di compensazione e regolamento³⁶. Nell'ambito del disegno di legge finlandese che modifica la disciplina del mercato mobiliare³⁷, e segnatamente la concessione delle licenze e l'operato dei gestori dei sistemi di compensazione con sede all'estero, la BCE ha fatto riferimento alla sua politica in materia di localizzazione, fondata sul principio che l'Eurosistema deve mantenere, in ogni caso, il controllo ultimo sull'euro. Pertanto, sia in un'ottica generale di *policy*, sia dal punto di vista del rischio sistemico, l'Eurosistema non può permettere, per principio, che infrastrutture situate all'esterno dell'area dell'euro acquisiscano un ruolo preminente nelle transazioni in euro. La BCE ha ribadito la sua politica sulla localizzazione in un parere di propria iniziativa su un disegno di legge olandese concernente la vigilanza sui gestori dei sistemi di compensazione e regolamento³⁸.

Nel campo delle banconote, la BCE è stata consultata in merito a un disegno di legge della Repubblica Ceca riguardante, fra l'altro, la circolazione di banconote e monete. Nel suo parere³⁹, la BCE ha fornito chiarimenti in merito agli oneri nascosti per l'accettazione del contante. La BCE ha rilevato che le banconote e le monete aventi "corso legale" devono essere accettate al loro pieno valore nominale per il pagamento di beni e servizi e che l'imposizione di una commissione per l'uso del contante costituirebbe uno svantaggio rispetto ad altri strumenti di pagamento.

La BCE è stata consultata in merito al quadro normativo del Lussemburgo per la raccolta di talune statistiche e sul ruolo della BCN per quanto riguarda i dati statistici della bilancia dei pagamenti e del bilancio⁴⁰, nonché sull'organizzazione e il funzionamento delle statistiche ufficiali in Romania⁴¹. La BCE ha posto in rilievo che il quadro statistico dovrebbe mirare a ottimizzare la qualità e la disponibilità delle statistiche ufficiali e nel contempo preservare l'indipendenza della BCN.

Nel contesto della crisi finanziaria internazionale, la BCE ha formulato un gran numero di pareri⁴², così come nel 2008, relativi alle misure di sostegno proposte a livello nazionale concernenti le garanzie statali agli istituti finanziari, la ricapitalizzazione delle banche, il sostegno speciale ai sistemi di garanzia dei depositi e, in particolare nella seconda metà dell'anno, l'istituzione di programmi per le attività deteriorate (come in Germania e in Irlanda⁴³). Secondo la valutazione della BCE, i nuovi programmi proposti, o l'estensione dei precedenti programmi introdotti nel 2008, hanno consentito l'attuazione della politica monetaria unica e la salvaguardia dell'indipendenza delle BCN. Inoltre, i programmi si sono dimostrati conformi al divieto di finanziamento monetario, in particolare in tutti i casi in cui le iniziative di sostegno proposte prevedevano un ruolo per le rispettive BCN.

Alla fine del 2009 la BCE è stata consultata da Belgio, Francia e Ungheria⁴⁴ su alcuni disegni di legge⁴⁵ che contenevano disposizioni relative all'istituzione di comitati nazionali per la stabilità finanziaria e/o il rischio sistemico.

36 Cfr., ad esempio, CON/2009/9, CON/2009/21, CON/2009/27, CON/2009/36, CON/2009/40, CON/2009/43, CON/2009/46, CON/2009/55, CON/2009/75 e CON/2009/98.

37 CON/2009/66.

38 CON/2009/84.

39 CON/2009/52.

40 CON/2009/7.

41 CON/2009/42.

42 CON/2009/2, CON/2009/3, CON/2009/6, CON/2009/10, CON/2009/11, CON/2009/12, CON/2009/16, CON/2009/18, CON/2009/19, CON/2009/20, CON/2009/22, CON/2009/24, CON/2009/25, CON/2009/26, CON/2009/28, CON/2009/29, CON/2009/30, CON/2009/31, CON/2009/32, CON/2009/34, CON/2009/39, CON/2009/48, CON/2009/49, CON/2009/51, CON/2009/53, CON/2009/54, CON/2009/56, CON/2009/58, CON/2009/62, CON/2009/65, CON/2009/68, CON/2009/73, CON/2009/78, CON/2009/79, CON/2009/82, CON/2009/83, CON/2009/86, CON/2009/92, CON/2009/93 e CON/2009/99.

43 CON/2009/54 e CON/2009/68.

44 Nel parere sul disegno di legge ungherese (CON/2010/10), la BCE ha anche rammentato alle autorità ungheresi di consultare la BCE in una fase appropriata dell'iter legislativo, affinché la BCE abbia tempo sufficiente per esaminare i progetti di disposizioni legislative e formulare le proprie opinioni, consentendo altresì alle competenti autorità nazionali di prendere in considerazione il parere della BCE prima di approvare le disposizioni.

45 CON/2010/3, CON/2010/7 e CON/2010/10.

La BCE ha rilevato che tali comitati potrebbero accrescere le capacità delle BCN e delle autorità di vigilanza di offrire supporto analitico all'ESRB. La BCE ha altresì segnalato la necessità di sviluppare le opportune sinergie, evitando che a questi comitati nazionali vengano conferiti compiti e poteri potenzialmente in contrasto con quelli dell'ESRB. Inoltre, il quadro giuridico di tali comitati dovrebbe rispecchiare adeguatamente il ruolo delle banche centrali, senza vincolare l'indipendenza dei governatori delle BCN o influenzare indebitamente la qualità e imparzialità del loro contributo in qualità di membri dell'ESRB. Infine, data l'importanza di garantire l'efficacia degli accordi in materia di vigilanza macroprudenziale nell'UE, la BCE giudica essenziale salvaguardare la capacità dell'ESRB di svolgere i propri compiti in maniera autonoma, assicurando un canale autorevole ed efficace per la trasmissione delle segnalazioni di rischio e delle raccomandazioni formulate dall'ESRB.

Dal 2008 il Rapporto annuale riporta anche le informazioni riguardanti casi chiari e rilevanti di mancato rispetto dell'obbligo di consultare la BCE su proposte legislative nazionali e comunitarie. Per la BCE sono "chiari" i casi in cui non esiste alcun dubbio giuridico che la BCE doveva essere consultata, mentre "rilevanti" sono i casi: a) in cui la BCE, se consultata, avrebbe espresso critiche sostanziali sul merito della proposta legislativa; o b) che sono di rilevanza generale per il SEBC.

Nel 2009 la BCE ha registrato 12 casi di inottemperanza all'obbligo di consultazione su proposte legislative nazionali, inclusi due casi in cui la BCE ha emesso un parere di propria iniziativa. Di questi 12 casi, i seguenti 11 sono stati giudicati chiari e rilevanti.

In primo luogo, la BCE ha deciso di formulare un parere di propria iniziativa sulle misure irlandesi per l'emergenza finanziaria proposte nel *Public Interest Bill 2009*⁴⁶, in quanto il disegno di legge presentava implicazioni dirette per la Central Bank and Financial Services Authority of Ireland, oltre a sollevare seri dubbi

riguardo l'indipendenza della banca centrale, e segnatamente l'indipendenza personale, che ha rilevanza generale per il SEBC.

Il secondo parere di propria iniziativa è stato formulato in relazione a un disegno di legge olandese sull'introduzione della vigilanza prudenziale sui gestori dei sistemi di compensazione e regolamento. La BCE era stata consultata nel 2007 in merito a un precedente disegno di legge che, tuttavia, non conteneva le disposizioni concernenti i gestori dei sistemi di compensazione e regolamento con sede in un altro Stato. Poiché le nuove disposizioni sono rilevanti e riguardano, fra l'altro, la politica della BCE per la localizzazione delle infrastrutture, quale descritta in precedenza, la BCE ha deciso di emanare un parere di propria iniziativa.

Il disegno di legge ungherese relativo ai servizi di pagamento e ai fornitori di tali servizi riguardava principalmente l'attuazione della Direttiva 2007/64/CE. Tuttavia, esso conteneva anche disposizioni concernenti, in particolare, la Magyar Nemzeti Bank e il principio di indipendenza della banca centrale e quindi presentava una rilevanza generale per il SEBC. Sebbene la BCE non sia stata consultata, il disegno di legge è stato modificato nel corso dell'*iter* legislativo nei punti su cui la BCE avrebbe probabilmente espresso alcune critiche. In un altro caso ungherese, la BCE è stata consultata in merito al disegno di legge riguardante, fra l'altro, le funzioni della Magyar Nemzeti Bank, la struttura e lo status giuridico dell'Autorità per la vigilanza finanziaria ungherese e l'istituzione del Consiglio per la stabilità finanziaria; la proposta di legge tuttavia è stata approvata prima che la BCE avesse l'opportunità di rispondere alla richiesta di consultazione⁴⁷.

La BCE non è stata consultata su un disegno di legge della Slovacchia in materia valutaria che introduceva, fra l'altro, un divieto temporaneo per gli istituti di credito di applicare qualsiasi commissione o altra misura simile sui

46 CON/2009/15.

47 Cfr. CON/2010/10 e la precedente nota 44.

versamenti di contante. Il disegno di legge è di rilevanza generale per il SEBC, poiché solleva alcune questioni relative alle monete in euro nel contesto dell'introduzione dell'euro.

Infine, per quanto concerne le misure di sostegno intraprese dagli Stati membri durante la crisi dei mercati finanziari, la BCE non è stata consultata in sei casi, ossia dalle autorità di Belgio, Finlandia, Lettonia, Svezia, Ungheria e Grecia. La BCE ritiene che le normative correlate alla crisi siano di rilevanza generale per il SEBC. La BCE, tuttavia, è stata consultata in merito alla grande maggioranza delle misure di sostegno; pertanto, l'inottemperanza all'obbligo di consultazione ha interessato solo un numero relativamente limitato di casi, connessi soprattutto a norme che modificano o ampliano misure su cui la BCE era già stata consultata.

6.3 LA GESTIONE DELLE OPERAZIONI DI INDEBITAMENTO E PRESTITO PER CONTO DELL'UNIONE EUROPEA

Ai sensi dell'articolo 21.2 dello Statuto del SEBC, nonché dell'articolo 9 del Regolamento (CE) n. 332/2002 del Consiglio del 18 febbraio 2002, così come modificato dal Regolamento (CE) n. 431/2009 del Consiglio del 18 maggio 2009, la BCE continua a essere competente per la gestione delle operazioni di indebitamento e prestito concluse dall'Unione europea nell'ambito del meccanismo di sostegno finanziario a medio termine, ai sensi della Decisione BCE/2003/14 del 7 novembre 2003, modificata dalla Decisione BCE/2009/17 del 19 giugno 2009. Nel 2009 la BCE ha ricevuto cinque somme a titolo di pagamento per conto dell'Unione europea, versando i relativi importi ai paesi debitori (Romania, Ungheria e Lettonia). Gli interessi su due prestiti sono maturati e di conseguenza ne è stato curato il pagamento dalla BCE. Al 31 dicembre 2009 l'importo totale dei prestiti comunitari in essere nell'ambito del meccanismo di sostegno finanziario a medio termine ammontava a 9,2 miliardi di euro.

6.4 SERVIZI DI GESTIONE DELLE RISERVE OFFERTI DALL'EUROSISTEMA

Nel corso del 2009 è proseguita l'offerta di un'ampia gamma di servizi in applicazione del quadro di riferimento introdotto nel 2005 per la gestione delle riserve denominate in euro dei clienti dell'Eurosistema. I servizi, destinati a banche centrali, autorità monetarie, agenzie governative non appartenenti all'area dell'euro e organizzazioni internazionali, sono offerti da singole banche centrali dell'Eurosistema (*Eurosystem service providers*) sulla base di condizioni armonizzate e in linea con gli standard generali di mercato, mentre la BCE svolge un ruolo di coordinamento, garantendo l'ordinato funzionamento di tale assetto. Il numero di clienti che hanno usufruito di tali servizi dell'Eurosistema è rimasto stabile nel 2009. Per quanto concerne i servizi stessi, si è registrato un notevole incremento delle disponibilità liquide totali e delle consistenze in titoli detenute dai clienti, soprattutto in seguito all'introduzione, nella seconda parte dell'anno, di un nuovo servizio di investimento, i depositi a tempo determinato in contropartita diretta. Tale potenziamento dei servizi offerti si riflette nell'Indirizzo BCE/2006/4, come modificato il 28 maggio 2009 (BCE/2009/11).



La nuova sede della BCE: vista simulata della Grossmarkthalle con, a sinistra, il nuovo centro conferenze.

CAPITOLO 3

LA STABILITÀ FINANZIARIA E L'INTEGRAZIONE

I LA STABILITÀ FINANZIARIA

Il SEBC contribuisce alla buona conduzione delle politiche delle autorità nazionali competenti nei settori della vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e della stabilità del sistema finanziario. Inoltre, esso fornisce consulenza a tali autorità e alla Commissione europea in merito alla portata e all'applicazione della legislazione dell'UE in materia.

I.1 IL MONITORAGGIO DELLA STABILITÀ FINANZIARIA

La BCE, in collaborazione con il Comitato per la vigilanza bancaria (*Banking Supervision Committee, BSC*) del SEBC, ha tra i propri obiettivi la salvaguardia della stabilità del sistema finanziario¹. Le principali attività in questo ambito consistono nel monitoraggio dei rischi per la stabilità finanziaria e nella valutazione della capacità del sistema finanziario di far fronte agli shock. Particolare attenzione è dedicata alle banche, poiché ancora oggi esse sono i più importanti intermediari di fondi. Nel contempo, la crescente rilevanza dei mercati e delle altre istituzioni finanziarie e i collegamenti esistenti fra questi e le banche richiedono che anche le vulnerabilità di tali componenti del sistema finanziario siano oggetto di monitoraggio da parte del SEBC.

Agli inizi del 2009 l'ulteriore deterioramento del contesto macrofinanziario e le ridotte prospettive di crescita hanno acuito le tensioni nel sistema finanziario dell'area dell'euro. In questo periodo, l'elevata incertezza relativa alla gravità della fase di contrazione del ciclo del credito e l'indebolimento delle prospettive della redditività delle banche hanno inciso negativamente sulla fiducia degli investitori nella capacità di tenuta delle banche e delle altre istituzioni finanziarie. Tuttavia, le misure correttive straordinarie adottate dai governi e dalle banche centrali a livello mondiale a partire dalla fine del 2008 hanno contribuito a ridurre il rischio sistemico; ciò a sua volta ha indotto una ripresa significativa dei mercati finanziari, caratterizzata da un calo dei premi al rischio per la maggior parte delle categorie di

attività. Il recupero dei mercati finanziari è stato ulteriormente sostenuto da segnali di ripresa economica a partire dalla seconda metà del 2009. Nel complesso, questi andamenti hanno contribuito favorevolmente alle prospettive per la stabilità finanziaria nell'area dell'euro dal secondo trimestre del 2009 benché, come osservato in seguito, persistano motivi di cautela nella valutazione delle prospettive.

Nel 2009 il considerevole recupero dei mercati finanziari ha sospinto anche la *performance* dei grandi gruppi bancari (*large and complex banking groups, LCBG*) dell'area dell'euro. I risultati dell'attività di negoziazione delle banche sono migliorati dopo le pesanti perdite subite nel 2008, mentre la ripresa dell'attività di emissione sui mercati dei capitali ha aiutato le banche a mantenere i proventi da commissioni e provvigioni relativamente stabili. Un altro importante contributo al rilancio degli utili è stato l'aumento degli interessi netti sospinti, fra l'altro, da un'inclinazione della curva dei rendimenti più accentuata, dai notevoli acquisti di titoli pubblici da parte dei grandi gruppi bancari dell'area dell'euro e da margini più ampi sui prestiti, nonostante la compressione di quelli sui depositi. Inoltre, la maggior parte di tali gruppi ha proseguito nell'attività diretta a ridurre i costi nonché a razionalizzare e a ristrutturare i modelli di *business*. Allo stesso tempo, il miglioramento della redditività è stato in parte compensato da un aumento degli accantonamenti per perdite su crediti, consistente e diffuso tra le istituzioni. La ripresa degli utili dei grandi gruppi bancari dell'area dell'euro, unitamente a un calo del tasso di crescita delle attività e ad aumenti di capitale provenienti da fonti sia pubbliche che private, ha contribuito ad innalzare i coefficienti

¹ Dalla fine del 2004 la BCE pubblica un rapporto semestrale sulla stabilità del sistema finanziario dell'area dell'euro intitolato *Financial Stability Review*. Nel 2009 essa ha anche pubblicato il rapporto annuale sulla stabilità del settore bancario dell'UE, oltre ai seguenti rapporti *ad hoc*: *Credit default swaps and counterparty risk* e *EU banks' funding structures and policies*. Nel gennaio 2010 la BCE ha inoltre diffuso gli indicatori strutturali per il settore bancario dell'UE. Le pubblicazioni citate presentano i principali risultati della regolare attività di monitoraggio della struttura e della stabilità del settore bancario da parte del BSC e sono disponibili sul sito Internet della BCE.

patrimoniali regolamentari mediani su livelli superiori a quelli precedenti alla crisi. È tuttavia degno di nota il fatto che sia aumentata la dispersione tra le banche con i risultati migliori e quelle con i risultati peggiori nell'ambito degli LCBG presi in esame.

Le azioni correttive straordinarie adottate dalle banche centrali e dai governi a partire dalla fine del 2008 sono riuscite a ripristinare la fiducia e a migliorare la capacità di tenuta dei sistemi finanziari dell'area dell'euro e mondiali. Oltre all'aumento del livello di copertura della garanzia dei depositi, le misure adottate dai governi dell'area dell'euro sono riconducibili a tre categorie: 1) garanzie sulle passività bancarie, 2) interventi di ricapitalizzazione, 3) interventi di sostegno delle attività. Nel complesso, nel periodo tra ottobre 2008 e novembre 2009, i governi dell'area dell'euro hanno stanziato circa 2.400 miliardi di euro, pari al 26 per cento del PIL dell'area dell'euro, a sostegno dei sistemi finanziari nazionali. Il grado di utilizzo effettivo complessivo è stato in genere basso, ma ha mostrato variazioni considerevoli tra le varie misure e tra i diversi paesi. Il ricorso agli strumenti di ricapitalizzazione è stato relativamente diffuso, mentre l'effettiva emissione di passività bancarie assistite da garanzie governative è stata notevolmente inferiore alle garanzie rese disponibili dai governi. L'ammontare e il ricorso alle garanzie sulle passività in valore assoluto risultano tuttavia di gran lunga superiori a quelli degli interventi di ricapitalizzazione. Le misure di sostegno delle attività sono state adottate solo in alcuni paesi. Inoltre alcune delle maggiori banche dell'area dell'euro sembrano aver ricevuto la quota più consistente di tali interventi. Circa la metà del sostegno erogato per ciascuna tipologia di misure nell'intera area dell'euro è stata assorbita dalle tre istituzioni beneficiarie più grandi. Per ogni singola misura di sostegno, i tre beneficiari principali rappresentano nel complesso tra il 6 e il 9 per cento delle attività bancarie totali dell'area dell'euro.

Nonostante il miglioramento della redditività dei grandi gruppi bancari dell'area dell'euro

verificatosi nel 2009, sulle prospettive per la stabilità del sistema bancario dell'area gravano rischi significativi. Innanzitutto, il protratto peggioramento della qualità dei prestiti bancari e il prospettato aumento delle perdite su crediti implicano che gli utili netti di molte banche dell'area dell'euro rimarranno probabilmente sotto pressione ancora per qualche tempo. Inoltre, sussistono motivi di cautela in merito alla durata della recente ripresa della redditività delle banche, dal momento che è improbabile che il contesto straordinariamente favorevole alle attività di *investment banking* perduri con l'avvio della normalizzazione delle condizioni di mercato. Allo stesso tempo, il margine di interesse è esposto a un appiattimento della curva dei rendimenti.

In aggiunta, rappresenta una fonte di rischio anche l'interdipendenza tra le prospettive della stabilità finanziaria e quelle relative alla sostenibilità delle finanze pubbliche, influenzate dagli interventi pubblici a sostegno del settore finanziario, dalle misure di stimolo fiscale e dalla debole attività economica. Nel complesso, le sfide che il settore bancario dell'area dell'euro si troverà ad affrontare nel prossimo periodo richiedono cautela in merito ai tempi del ritiro delle misure di sostegno pubblico. In particolare, nel decidere la strategia di uscita da tali misure, i governi dovranno valutare con attenzione i rischi di un'uscita prematura e quelli di un'uscita tardiva. Ritirare il sostegno pubblico prima che la solidità di fondo delle principali istituzioni finanziarie sia sufficientemente ristabilita comporta il rischio che alcune di esse restino vulnerabili a scenari avversi, potendo anche innescare nuove tensioni nel sistema finanziario. Un'uscita tardiva, d'altro lato, può comportare il rischio di distorsioni concorrenziali – creando il pericolo di comportamenti opportunistici (*moral hazard*) associati alla protezione dai rischi, compresa la possibilità di un'eccessiva assunzione di rischi – ed accentuare i rischi per le finanze pubbliche. Infine, alcune banche, specie quelle che hanno beneficiato del sostegno pubblico, possono richiedere una profonda ristrutturazione diretta ad assicurare la redditività nel lungo termine,

quando tale sostegno non sarà più disponibile. Alcune grandi banche dell'area dell'euro hanno già avviato ristrutturazioni della specie.

Quanto alle altre istituzioni finanziarie, il settore delle assicurazioni dell'area dell'euro ha continuato a fronteggiare difficili condizioni nel corso del 2009. I risultati finanziari sono rimasti modesti, poiché la crescita dei premi è stata nulla in media nella prima metà del 2009 e alcune imprese di assicurazione hanno continuato a segnalare notevoli riduzioni dei premi sottoscritti. La protratta incertezza nei mercati azionari e del credito ha ridotto la domanda di prodotti di assicurazione vita, soprattutto di prodotti *unit-linked* per i quali il rischio di investimento è sostenuto dall'assicurato, e ha contribuito alla riduzione dei premi sottoscritti. D'altro lato, il reddito da investimenti ha beneficiato del miglioramento dei mercati dei capitali dopo la metà marzo del 2009 e, nella prima metà del 2009, è risultato superiore in media rispetto all'anno precedente. Il miglioramento del reddito da investimenti, tuttavia, non è bastato a evitare un calo generalizzato della redditività. Ciò nonostante, le posizioni patrimoniali delle società di assicurazione sono migliorate nella prima metà del 2009, anche per effetto di una ripresa dei mercati dei capitali che ha indotto un parziale recupero delle perdite non realizzate subite nel 2008. In prospettiva, benché alcuni rischi che le imprese di assicurazione fronteggiano (soprattutto i rischi di investimento) siano lievemente diminuiti, altri rischi perdurano: si tratta soprattutto di quelli associati ai bassi rendimenti dei titoli di Stato e a un contesto economico debole. Nonostante le prospettive in termini di rischi, le informazioni disponibili sulle condizioni di solvibilità delle imprese di assicurazione dell'area dell'euro suggeriscono che queste dispongono ancora in media di una ragionevole capacità di assorbimento degli shock.

Dopo le perdite generalizzate realizzate nel 2008 dagli *hedge fund* per la maggior parte delle strategie di investimento, i notevoli rendimenti degli investimenti nel 2009 hanno consentito il recupero di una parte considerevole delle

perdite subite dal settore nel 2008. Inoltre, sembrano essersi ridotte le pressioni sulla provvista di liquidità e il rischio associato di vendite forzate di attività nel comparto in esame. I notevoli risultati medi degli investimenti hanno contribuito a una graduale inversione dei riscatti, che sono diminuiti nel secondo e nel terzo trimestre del 2009 rispetto al primo trimestre dello stesso anno. Inoltre, alcuni dati preliminari suggeriscono che il terzo trimestre del 2009 potrebbe segnare la cessazione dei deflussi di capitale dal settore. La ripresa dei mercati finanziari ha anche condotto a livelli più elevati di leva finanziaria, che tuttavia è cresciuta partendo da livelli molto bassi e che, alla fine del 2009, appariva ancora inferiore rispetto alla fine del 2007.

1.2 GLI ACCORDI PER LA STABILITÀ FINANZIARIA

Nel dicembre 2008 il Comitato economico e finanziario (CEF) ha incaricato il Gruppo di lavoro di alto livello sugli accordi per la stabilità finanziaria a livello transfrontaliero (*High-Level Working Group on Cross-Border Financial Stability Arrangements*), al quale ha partecipato la BCE, di individuare le lezioni da trarre dai recenti sviluppi ai fini degli accordi per la stabilità finanziaria nell'UE. Il rapporto redatto dal gruppo nel luglio 2009 formulava una serie di raccomandazioni in merito al coordinamento delle politiche dell'UE, alla ripartizione dei costi fiscali e alla cooperazione tra le autorità del paese di origine e del paese ospitante in situazioni di crisi². Inoltre, la Commissione europea ha avviato un processo di revisione e ha presentato proposte per migliorare la legislazione dell'UE in settori quali la vigilanza bancaria, le procedure di risoluzione delle crisi bancarie e i sistemi di garanzia dei depositi.

La BCE ha contribuito alla consultazione pubblica della Commissione europea sulla revisione della Direttiva 94/19/CE relativa ai sistemi di garanzia dei depositi nell'agosto 2009.

² Il rapporto è disponibile sul sito Internet del Consiglio dell'UE (<http://www.consilium.europa.eu>).

La posizione dell'Eurosistema si basa su due principi fondamentali. Innanzitutto, i sistemi di garanzia dei depositi sono una parte importante della rete di sicurezza; pertanto, il loro ruolo nel promuovere la stabilità finanziaria e la fiducia del pubblico andrebbe rafforzato. In secondo luogo, essi contribuiscono a realizzare un mercato unico dei servizi finanziari promuovendo condizioni di parità concorrenziale tra le banche operanti a livello internazionale, circostanza che impone un livello più elevato di armonizzazione di tali sistemi nell'UE.

Il 20 ottobre 2009 il Consiglio Ecofin ha adottato conclusioni di carattere generale³ relative al rafforzamento degli accordi nell'UE per assicurare la stabilità finanziaria e fornire strumenti di gestione delle crisi nell'eventualità di una futura crisi finanziaria. Il Consiglio ha inoltre approvato un piano d'azione che stabilisce le priorità per proseguire i lavori relativi al rafforzamento della vigilanza, della stabilità e della regolamentazione finanziaria dell'UE. Tra le priorità sono state individuate azioni relative a: 1) l'architettura di vigilanza, 2) il quadro di riferimento per la prevenzione, la gestione e la soluzione delle crisi, 3) l'assetto regolamentare, 4) la promozione dell'integrità dei mercati finanziari. Inoltre, il Consiglio Ecofin ha chiesto al CEF di considerare la possibilità di sviluppare accordi operativi per migliorare il coordinamento a livello UE delle politiche di prevenzione, gestione e soluzione delle crisi transfrontaliere, e di svolgere ulteriori lavori per valutare i pro e i contro di accordi *ex ante* ed *ex post* per la ripartizione degli oneri finanziari, compresi possibili principi, criteri e procedure che potrebbero essere applicati in una crisi, qualora si renda necessario il sostegno pubblico.

Il 2 dicembre 2009 il Consiglio Ecofin ha richiamato tali conclusioni di carattere generale e, su tale base, ha accolto con favore l'analisi preliminare condotta dalla Commissione europea nella comunicazione relativa a un quadro europeo per la gestione transfrontaliera delle crisi nel settore bancario, che interessa i tre principali ambiti relativi agli interventi

preventivi, agli interventi di risoluzione delle crisi nel settore bancario e alle procedure di insolvenza. Il Consiglio Ecofin ha inoltre indicato la direzione verso cui orientare ulteriori lavori della Commissione in tali ambiti e ha preso atto dei lavori preparatori intrapresi in relazione alla cooperazione e a una maggior disponibilità alla ripartizione *ex post* degli oneri; ha quindi invitato la Commissione europea, il Comitato per i servizi finanziari e il CEF a presentare proposte concrete su tali aspetti entro la prima metà del 2010⁴.

3 Il documento è consultabile sul sito Internet del Consiglio dell'UE (<http://www.consilium.europa.eu>).

4 Le conclusioni della riunione del Consiglio Ecofin del 2 dicembre 2009 sono pubblicate sul sito Internet del Consiglio dell'UE (<http://www.consilium.europa.eu>).

2 LA REGOLAMENTAZIONE E LA VIGILANZA FINANZIARIA

2.1 ASPETTI GENERALI

Nel 2009, a seguito dell'intensificarsi della crisi finanziaria nell'autunno del 2008, sono state intraprese azioni concrete per individuare i miglioramenti da apportare all'assetto istituzionale della vigilanza. A livello UE, il rapporto del gruppo de Larosière, pubblicato nel febbraio 2009, ha avanzato proposte per migliorare gli accordi relativi alla vigilanza finanziaria nell'UE. Sulla base di tale rapporto, la Commissione europea ha pubblicato nel maggio 2009 una comunicazione sulla vigilanza finanziaria europea che ha proposto le tappe per migliorare gli accordi dell'UE in materia di vigilanza. Queste sono state sostanzialmente approvate dal Consiglio Ecofin il 9 giugno e dal Consiglio europeo il 18-19 giugno. Il 23 settembre la Commissione europea ha pubblicato proposte legislative⁵ per un nuovo assetto istituzionale della vigilanza nell'UE, costituito da due pilastri⁶.

In primo luogo, sarà istituito un Comitato europeo per il rischio sistemico (*European Systemic Risk Board*, ESRB). Secondo la proposta legislativa della Commissione, l'ESRB sarà responsabile della vigilanza macroprudenziale sul sistema finanziario all'interno dell'UE, contribuendo così alla prevenzione o all'attenuazione dei rischi sistemici nel sistema finanziario (per maggiori dettagli, cfr. il riquadro 8).

In secondo luogo, sarà costituito un Sistema europeo delle autorità di vigilanza finanziaria (*European System of Financial Supervisors*, ESFS). Secondo la proposta della Commissione, l'ESFS consisterà in una rete integrata che comprende le autorità di vigilanza nazionali e tre nuove Autorità di vigilanza europee (*European Supervisory Authorities*, ESA): l'Autorità bancaria europea (*European Banking Authority*, EBA), l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (*European Securities and Markets Authority*, ESMA) e l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali o professionali (*European Insurance and Occupational Pensions Authority*, EIOPA). Le nuove autorità discenderanno dalla trasformazione degli attuali comitati di vigilanza (istituiti nel contesto del livello 3 della procedura

Lamfalussy per la regolamentazione e la vigilanza finanziaria). Le tre ESA dovranno tra l'altro: 1) contribuire alla fissazione di standard comuni di regolamentazione e vigilanza di elevata qualità, in particolare mediante l'elaborazione di proposte di standard tecnici che saranno soggetti all'approvazione della Commissione europea affinché diventino legalmente vincolanti, 2) contribuire a un'applicazione uniforme della legislazione dell'UE, svolgendo, tra l'altro, una attività di mediazione⁷ tra le autorità di vigilanza nazionali, promuovendo il funzionamento coerente dei collegi di supervisori e adottando azioni in situazioni di emergenza, 3) operare in stretta collaborazione con l'ESRB, 4) condurre analisi comparate (*peer reviews*) delle autorità di vigilanza per rafforzare l'uniformità delle valutazioni di vigilanza, 5) seguire da vicino e valutare gli andamenti dei mercati. La Commissione europea ha inoltre proposto modifiche mirate della legislazione esistente sui servizi finanziari per assicurare che le nuove autorità di vigilanza possano lavorare efficacemente⁸.

Le proposte legislative della Commissione europea, sulle quali la BCE è stata consultata⁹, dovranno essere adottate sia dal Parlamento

5 I documenti sono consultabili sul sito Internet della Commissione europea (<http://ec.europa.eu>).

6 Per informazioni più dettagliate sulla genesi istituzionale delle proposte di istituzione del nuovo assetto di vigilanza, cfr. il capitolo 4.

7 La mediazione sarà vincolante, restando tuttavia inteso quanto stabilito nell'approccio generale del Consiglio Ecofin in base al quale le decisioni delle ESA non dovrebbero avere conseguenze sulle responsabilità in materia di politiche di bilancio degli Stati membri.

8 Proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio recante modifica delle direttive 98/26/CE, 2002/87/CE, 2003/6/CE, 2003/41/CE, 2003/71/CE, 2004/39/CE, 2004/109/CE, 2005/60/CE, 2006/48/CE, 2006/49/CE e 2009/65/CE per quanto riguarda i poteri dell'Autorità bancaria europea, dell'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali e dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati.

9 Cfr. il Parere della BCE, del 26 ottobre 2009, su una proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo alla vigilanza macroprudenziale del sistema finanziario nella Comunità e che istituisce il Comitato europeo per il rischio sistemico e su una proposta di decisione del Consiglio che attribuisce alla Banca centrale europea compiti specifici con riguardo al funzionamento del Comitato europeo per il rischio sistemico (CON/2009/88); nonché il Parere della BCE, dell'8 gennaio 2010, relativo a tre proposte di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che istituiscono l'Autorità bancaria europea, l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali e l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (CON/2010/5).

europeo sia dal Consiglio dell'UE mediante la procedura legislativa di codecisione. Nella riunione del 18-19 giugno 2009, il Consiglio europeo ha esortato il Consiglio Ecofin ad adottare prontamente le proposte legislative in modo che le nuove strutture di vigilanza dell'UE possano essere costituite a tutti gli effetti nel corso del 2010.

Il 20 ottobre 2009 il Consiglio Ecofin ha raggiunto un accordo di massima su

due testi legislativi riguardanti l'ESRB. Il 2 dicembre, poi, ha approvato una proposta di compromesso sui progetti di regolamento che istituiscono le tre ESA, comprendenti anche talune disposizioni che rivestono importanza per l'istituzione dell'ESRB (per esempio, in relazione alla raccolta delle informazioni dalle ESA). La Presidenza del Consiglio dell'UE ha avviato le trattative con il Parlamento europeo finalizzate al conseguimento di un accordo nel 2010.

Riquadro 8

L'ISTITUZIONE DEL COMITATO EUROPEO PER IL RISCHIO SISTEMICO E LE RELATIVE IMPLICAZIONI PER LA BCE

1. Vigilanza macroprudenziale e rischio sistemico

Numerose banche centrali in tutto il mondo svolgono un ruolo ai fini della salvaguardia della stabilità del sistema finanziario nelle rispettive giurisdizioni. Nell'UE, il SEBC concorre all'ordinata conduzione delle politiche perseguite dalle autorità competenti in relazione alla vigilanza prudenziale degli enti creditizi e alla stabilità del sistema finanziario. La crisi finanziaria ha chiaramente dimostrato l'esigenza di una migliore comprensione e di un monitoraggio più efficace del rischio sistemico, soprattutto per quanto riguarda le interdipendenze del sistema finanziario, e ha evidenziato carenze significative nel campo dell'analisi efficace delle informazioni disponibili e della consapevolezza delle principali vulnerabilità finanziarie.

La vigilanza macroprudenziale si incentra sul sistema finanziario nel suo complesso, a differenza della vigilanza sulle singole istituzioni finanziarie; è quindi strettamente connessa al concetto di rischio sistemico, che può discendere da comportamenti collettivi delle istituzioni finanziarie, dalle loro interazioni e dalle interconnessioni fra il settore finanziario e l'economia reale.

2. Compiti dell'ESRB

Secondo le proposte legislative della Commissione europea, il Comitato europeo per il rischio sistemico (*European Systemic Risk Board*, ESRB), un nuovo organismo indipendente, sarà responsabile della vigilanza macroprudenziale sul sistema finanziario dell'UE. Esso sarà incaricato di: 1) definire, raccogliere e analizzare tutte le informazioni rilevanti per lo svolgimento della sua missione, 2) individuare e classificare i rischi sistemici, 3) segnalare eventuali rischi sistemici, se considerati significativi, 4) raccomandare l'adozione di misure correttive in risposta ai rischi individuati, 5) verificare il seguito dato alle segnalazioni e alle raccomandazioni.

Nello svolgimento del suo mandato, l'ESRB dovrà operare in stretta collaborazione con il Sistema europeo delle autorità di vigilanza finanziaria (*European System of Financial Supervisors*, ESFS). In particolare, l'ESRB fornirà alle Autorità di vigilanza europee (*European supervisory*

authorities, ESA) le informazioni sui rischi sistemici di cui queste necessitano per svolgere i propri compiti. D'altro canto, le ESA dovranno agire in stretta collaborazione con l'ESRB, in particolare fornendo le informazioni necessarie per l'assolvimento dei compiti dell'ESRB e assicurando un adeguato seguito alle sue segnalazioni e raccomandazioni. L'ESRB collaborerà anche con le istituzioni internazionali quali l'FMI e il Financial Stability Board, nonché con tutti gli organismi che assumono rilievo all'esterno dell'UE per i temi connessi alla vigilanza macroprudenziale.

3. Coinvolgimento della BCE

Secondo le proposte legislative della Commissione, la BCE è incaricata di assicurare la funzione di segretariato e, quindi, di fornire assistenza analitica, statistica, amministrativa e logistica all'ESRB. In base alla proposta legislativa, il mandato del segretariato dell'ESRB comprenderà, in particolare: la preparazione delle riunioni dell'ESRB; la raccolta ed il trattamento delle informazioni a sostegno dei compiti dell'ESRB; l'elaborazione delle analisi necessarie, anche avvalendosi della consulenza tecnica delle BCN e delle autorità di vigilanza; il supporto all'ESRB a livello amministrativo nell'attività di cooperazione internazionale con altri organismi su temi di rilievo macroprudenziale; il supporto ai lavori del Consiglio generale (*General Board*), del Comitato direttivo (*Steering Committee*) e del Comitato tecnico consultivo (*Advisory Technical Committee*).

L'ESRB beneficerà delle competenze delle BCN e delle autorità di vigilanza, in particolare attraverso la partecipazione di queste al Comitato consultivo tecnico che sarà istituito quale parte della struttura dell'ESRB. Tale comitato fornirà consulenza e assistenza su aspetti tecnici connessi ai lavori dell'ESRB.

Nel parere su tali proposte¹, la BCE ha espresso un generale sostegno al quadro normativo proposto per l'ESRB e ha confermato la sua disponibilità a sostenere tale organismo e ad assicurare lo svolgimento della funzione di segretariato. Inoltre, l'ESRB usufruirà delle competenze macroeconomiche, finanziarie e monetarie di tutte le banche centrali dell'UE, attraverso la partecipazione dei membri del Consiglio generale della BCE al *General Board* dell'ESRB. Il coinvolgimento della BCE e del SEBC nel funzionamento dell'ESRB non influirà sull'obiettivo primario del SEBC, di cui all'articolo 127 del Trattato, che consiste nel preservare la stabilità dei prezzi.

Al fine di agevolare i lavori dell'ESRB, la BCE, per rispondere al compito di fornire il segretariato, garantirà le risorse umane e finanziarie necessarie al funzionamento dello stesso. La CE potenzierà le capacità esistenti nel campo del monitoraggio e della valutazione dei rischi per la stabilità finanziaria. La BCE sosterrà inoltre l'ESRB sviluppando e adeguando nuovi strumenti e metodologie di analisi per l'individuazione e la valutazione dei rischi sistemici e per la segnalazione tempestiva dei rischi.

¹ Per maggiori dettagli sul parere (CON/2009/88), cfr. la sezione 6.2 del capitolo 2.

2.2 IL SETTORE BANCARIO

Il vertice di Londra dei capi di Stato o di governo del G20 nell'aprile 2009 ha segnato

una tappa importante per la regolamentazione e la supervisione finanziaria poiché ha riflesso l'impegno dei *leader* del G20 a rafforzare gli standard regolamentari non appena la ripresa

economica sia assicurata. A tal fine, il G20 ha deciso di accrescere le riserve di capitale delle banche al di sopra dei minimi regolamentari, di migliorare la qualità del capitale e di elaborare raccomandazioni per attenuare la prociclicità¹⁰. E' stato inoltre deciso di introdurre un coefficiente patrimoniale non commisurato al rischio, volto a contenere la leva finanziaria, e un quadro di riferimento a livello globale diretto a promuovere riserve di liquidità più solide. Infine, è stato stabilito di affinare gli incentivi per la gestione dei rischi connessi all'attività di cartolarizzazione.

In tale contesto, il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (Comitato di Basilea), cui la BCE partecipa in qualità di osservatore, ha adottato un piano ambizioso e articolato volto a rafforzare ulteriormente la regolamentazione e la supervisione bancaria. Nel luglio 2009 il Comitato di Basilea ha pubblicato un documento contenente i miglioramenti da apportare allo schema di regolamentazione del capitale noto come Basilea 2, che consistono nella fissazione di maggiori requisiti patrimoniali per le esposizioni del portafoglio di negoziazione e le ricartolarizzazioni, nonché per le linee di liquidità e di credito fornite a veicoli fuori bilancio. Inoltre, sono stati innalzati gli standard riguardanti l'analisi interna e la *disclosure* delle esposizioni connesse a operazioni di cartolarizzazione, nonché le prassi relative ai sistemi di remunerazione e alla gestione dei rischi. Infine, nel dicembre 2009 il Comitato di Basilea, in linea con il mandato del G20, ha pubblicato documenti a fini di consultazione pubblica relativi all'accrescimento della qualità del capitale e all'introduzione di un coefficiente di leva finanziaria non commisurato al rischio, a integrazione dello schema di Basilea 2, nonché di schemi per il rischio di liquidità e di riserve di capitale anticicliche.

In linea con i lavori del Comitato di Basilea, la Commissione europea ha adottato nel luglio 2009 una proposta di modifica della direttiva sull'adeguatezza patrimoniale¹¹. La BCE è stata consultata e ha pubblicato il relativo parere il 12 novembre 2009¹². Nel parere la BCE ha

approvato nell'insieme le modifiche delineate e ha suggerito che i requisiti della direttiva proposta siano maggiormente allineati al nuovo schema regolamentare per i rischi di mercato di Basilea 2, al fine di assicurare eque condizioni di concorrenza sul piano internazionale. Inoltre, la BCE ha proposto di incorporare nelle disposizioni relative alle politiche di remunerazione le linee guida elaborate in materia dal Financial Stability Board¹³. Infine, la BCE ha raccomandato che le disposizioni relative alle politiche di remunerazione siano applicate a livello di gruppo bancario, per assicurare che i dipendenti delle banche dell'UE responsabili dell'assunzione di rischi siano trattati uniformemente.

2.3 IL SETTORE DEI VALORI MOBILIARI

La crisi finanziaria ha suscitato preoccupazioni in merito all'affidabilità e alla trasparenza dei giudizi emessi dalle agenzie di *rating* e ai potenziali conflitti di interesse associati alle loro attività. Il G20 ha deciso pertanto nell'aprile 2009 di estendere la vigilanza e l'obbligo di registrazione alle agenzie di *rating* per assicurare che queste soddisfino il codice di condotta della International Organization of Securities Commissions per le agenzie di *rating*. A livello comunitario, il 23 aprile 2009 il Parlamento europeo e il Consiglio dell'UE hanno approvato un regolamento sulle agenzie di *rating*¹⁴, che stabilisce che tutte le agenzie di

10 La prociclicità è definita come la capacità del sistema di amplificare le fluttuazioni economiche.

11 Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE per quanto riguarda i requisiti patrimoniali per il portafoglio di negoziazione e le ricartolarizzazioni e il riesame delle politiche di remunerazione da parte delle autorità di vigilanza.

12 Parere della Banca centrale europea del 12 novembre 2009 su una proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE per quanto riguarda i requisiti patrimoniali per il portafoglio di negoziazione e le ricartolarizzazioni e il riesame delle politiche retributive da parte delle autorità di vigilanza (CON/2009/94).

13 Cfr. Principles for Sound Compensation Practices e i relativi Implementation Standards, Financial Stability Board, rispettivamente aprile e settembre 2009.

14 Regolamento (CE) n. 1060/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 settembre 2009, sulle agenzie di *rating* del credito, GU L 302 del 17.11.2009, pag. 1.

rating debbano essere registrate e sottoposte alla vigilanza delle autorità competenti dei rispettivi Stati membri. Il regolamento introduce inoltre requisiti diretti a trattare i conflitti di interesse, ad assicurare la qualità dei giudizi e ad accrescere la trasparenza per i relativi utenti. Nel parere emesso nell'aprile 2009¹⁵ la BCE ha nel complesso accolto con favore il regolamento affermando, in generale, la necessità di una maggiore chiarezza sulla esatta portata del regolamento e sulle sue finalità normative.

Il G20 ha inoltre deciso che gli *hedge fund* devono essere soggetti ad obblighi di registrazione e di pubblicità delle informazioni. A tal fine, la Commissione europea ha presentato nell'aprile 2009 una proposta di direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi, inclusi gli *hedge fund*, in base alla quale i fondi di questo tipo che superano determinate dimensioni dovrebbero essere soggetti ad autorizzazione e a vigilanza e dovrebbero soddisfare una serie di standard regolamentari contemplati nella direttiva proposta. Solo in presenza di tali condizioni, un fondo di investimento alternativo potrà commercializzare fondi a investitori professionali in tutta l'UE. Nel parere sulla proposta di direttiva¹⁶, la BCE si è espressa con favore in merito all'introduzione di un quadro di riferimento armonizzato relativo ai gestori di fondi di investimento alternativi nell'UE, ma, allo stesso tempo, ha evidenziato la necessità di definire una soluzione coordinata a livello internazionale. Il parere suggerisce altresì che alcune disposizioni potrebbero essere ulteriormente affinate per riflettere le differenze tra i fondi che ricadono nel campo di applicazione della direttiva. Inoltre, la BCE ha proposto che, nell'adozione delle misure attuative, siano effettuate ulteriori riflessioni in merito agli obblighi di segnalazione nei confronti delle autorità competenti e alla fissazione di limiti di leva finanziaria che tengano pienamente conto del profilo di rischio degli *hedge fund*, senza al contempo ostacolarne eccessivamente la flessibilità.

2.4 I PRINCIPI CONTABILI

Nel 2009 i principali sviluppi in materia di principi contabili hanno riguardato la convergenza internazionale degli standard contabili e i miglioramenti necessari per far fronte alle carenze individuate alla luce della crisi finanziaria. Sono state intraprese azioni in tali ambiti al fine di compiere progressi significativi per la fissazione di un unico insieme di standard armonizzati.

In risposta alle questioni relative alla rendicontazione contabile sollevate dalla crisi finanziaria, l'International Accounting Standards Board (IASB) e il Financial Accounting Standards Board (FASB) statunitense hanno istituito, nel dicembre 2008, il gruppo consultivo sulla crisi finanziaria (*Financial Crisis Advisory Group*), ai cui lavori la BCE ha contribuito nel corso del 2009. Il gruppo fornirà consulenza ai due organismi contabili sulle implicazioni della crisi finanziaria globale e delle potenziali modifiche dell'assetto regolamentare mondiale ai fini della fissazione degli standard contabili.

Nell'aprile 2009 il FASB ha modificato le regole contabili applicabili alle perdite di valore non temporanee dei titoli di debito prevedendo che, contrariamente all'approccio degli *International Financial Reporting Standards* (IFRS), soltanto le perdite di valore connesse al rischio di credito siano riconosciute al fine della determinazione degli utili. Ciò significa che le banche degli Stati Uniti e quelle dell'UE contabilizzerebbero in modo diverso le perdite su tali titoli nel loro utile netto. La BCE e la Commissione europea hanno espresso preoccupazione in merito alle distorsioni concorrenziali indotte da tale trattamento divergente e hanno invitato lo IASB a porvi rimedio prima della fine del 2009.

15 Parere della Banca centrale europea, del 21 aprile 2009, su una proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio sulle agenzie di *rating* del credito (CON/2009/38).

16 Parere della Banca centrale europea, del 16 ottobre 2009, relativo a una proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio sui gestori di fondi di investimento alternativi (CON/2009/81).

In marzo lo IASB ha pubblicato un progetto di standard contabile (*exposure draft*) relativo alla cancellazione dei prestiti dai bilanci (*derecognition*), in cui sono state proposte modifiche agli standard IAS 39 e IFRS 7¹⁷ che avrebbero un impatto significativo sul trattamento contabile dei contratti pronti contro termine (PCT). Data l'importanza di questo mercato per le banche centrali e il settore bancario, l'Eurosistema ha evidenziato che tali modifiche solleverebbero problemi di parità concorrenziale tra le banche dell'UE e degli Stati Uniti e potrebbero avere un impatto negativo sui modelli di *business* delle banche e sul mercato europeo dei PCT. Lo IASB è stato quindi invitato a rivalutare le modifiche proposte relativamente a questi strumenti.

L'Eurosistema ha inoltre fornito commenti all'*exposure draft* dello IASB relativo alla classificazione e alla valutazione degli strumenti finanziari. Fra le questioni sollevate, l'Eurosistema ha segnalato la necessità che lo IASB dia maggior rilievo al modello di *business* dell'istituzione, consenta la possibilità di riclassificare gli strumenti finanziari in circostanze straordinarie e intensifichi la collaborazione con il FASB al fine di pervenire a un trattamento uniforme.

Lo IASB ha inoltre sottoposto a consultazione pubblica un *exposure draft* relativo alle perdite di valore su crediti per dar seguito alla raccomandazione del G20, secondo la quale gli organismi responsabili dell'elaborazione degli standard contabili dovrebbero rafforzare la rilevazione contabile degli accantonamenti per perdite su crediti, incorporando una gamma più ampia di informazioni disponibili sui crediti.

Un altro evento di rilievo è rappresentato dall'instaurazione del dialogo, sotto l'egida del Financial Stability Board, tra lo IASB, da un lato, e le autorità di vigilanza prudenziale e le autorità di regolamentazione dei mercati, compresa la BCE, dall'altro, relativo all'attività di rendicontazione da parte delle istituzioni finanziarie. Si tratta di una risposta diretta

all'invito effettuato dal G20 allo IASB di migliorare il coinvolgimento delle parti interessate (*stakeholders*).

Nell'aprile 2009 il Comitato di Basilea ha istituito un gruppo di lavoro di alto livello relativo alle raccomandazioni del G20 in materia contabile. Il gruppo, cui la BCE partecipa, ha emanato in agosto principi guida per la revisione degli standard contabili relativi agli strumenti finanziari, al fine di assistere lo IASB nel trattare aspetti riguardanti gli accantonamenti, la misurazione del *fair value* e la connessa informativa.

¹⁷ I documenti sono consultabili sul sito Internet dello IASB (<http://www.iasb.org>).

3 L'INTEGRAZIONE FINANZIARIA

L'Eurosistema contribuisce a potenziare l'integrazione finanziaria europea mediante:

- a) l'azione di sensibilizzazione sull'importanza dell'integrazione finanziaria e il monitoraggio dello stato di avanzamento di tale processo;
- b) il ruolo di catalizzatore delle attività del settore privato, attraverso il sostegno alle iniziative di coordinamento di tale settore;
- c) la consulenza sull'assetto normativo e regolamentare del sistema finanziario e l'attività di regolamentazione diretta;
- d) l'offerta di servizi di banca centrale che favoriscono l'integrazione finanziaria.

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

Nell'aprile del 2009 la BCE ha pubblicato la seconda edizione del rapporto annuale *Financial integration in Europe*. Il rapporto si propone innanzitutto di favorire ulteriori progressi nell'integrazione finanziaria europea e di sensibilizzare il pubblico in merito al ruolo di sostegno all'integrazione finanziaria svolto dall'Eurosistema, fornendo informazioni sul grado di integrazione e quindi una base empirica per le misure di politica economica finalizzate a promuovere l'integrazione finanziaria. Il rapporto valuta in primo luogo lo stato di avanzamento dell'integrazione finanziaria, sulla base di una serie di indicatori disponibili con cadenza semestrale anche sul sito Internet della BCE. Nel 2009 questi sono stati ulteriormente sviluppati per includere alcuni indicatori dello sviluppo finanziario. Il rapporto passa poi ad analizzare in dettaglio tre aspetti specifici: 1) l'impatto della crisi finanziaria sull'integrazione finanziaria dell'area dell'euro, 2) gli investitori istituzionali e l'integrazione finanziaria, 3) il finanziamento delle piccole e medie imprese e delle giovani imprese innovative in Europa. Conclude quindi 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.

La BCE ha continuato a prendere attivamente parte al *network* di ricerca sui mercati dei capitali e sull'integrazione finanziaria in Europa

che, gestito in cooperazione con il Center for Financial Studies dell'Università di Francoforte, riunisce accademici, operatori di mercato ed esponenti delle autorità. La dodicesima conferenza del *network*, ospitata presso l'Istituto Einaudi per l'Economia e la Finanza a Roma il 12 e 13 novembre 2009, si è incentrata sul tema degli insegnamenti da trarre dalla crisi, con particolare riferimento alla stabilità finanziaria, alla politica macroeconomica e alle istituzioni internazionali. Come già negli anni precedenti, la BCE ha assegnato, nell'ambito del *network*, cinque borse di studio (*Lamfalussy Fellowships*) a giovani ricercatori. Le aree prioritarie di indagine del *network* attualmente sono le seguenti: a) il ruolo dei sistemi finanziari nella gestione, distribuzione e creazione del rischio; b) l'integrazione e lo sviluppo dei servizi finanziari al dettaglio e la promozione di imprese innovative; c) la modernizzazione e la *governance* finanziaria e l'integrazione del sistema finanziario europeo nei mercati mondiali dei capitali.

IL RUOLO DI CATALIZZATORE DELLE ATTIVITÀ AL SETTORE PRIVATO

L'Eurosistema ha continuato a dare pieno appoggio all'iniziativa volta a creare l'Area unica dei pagamenti in euro (*Single Euro Payments Area*, SEPA), che consente ai singoli cittadini, alle imprese e alle amministrazioni pubbliche di effettuare pagamenti in euro con strumenti diversi dal contante in tutti i paesi aderenti a partire da un conto bancario e utilizzando un unico insieme di strumenti di pagamento, con la stessa facilità, efficienza e sicurezza che caratterizzano il contesto nazionale. Lo schema SEPA per gli addebiti diretti è stato lanciato con successo nel novembre 2009, dopo che oltre 2.500 banche vi avevano aderito per offrire questo primo servizio di addebito diretto autenticamente europeo. È stata così segnata la seconda tappa dopo il lancio del bonifico SEPA nel gennaio 2008. Una dichiarazione congiunta¹⁸ della Commissione europea e della BCE ha ulteriormente chiarito all'industria il futuro modello di *business* dello

¹⁸ Pubblicata sul sito Internet della BCE il 24 marzo 2009.

schema SEPA per gli addebiti diretti. L'Eurosistema segue con attenzione la migrazione verso l'impiego degli strumenti di pagamento SEPA sulla base degli "indicatori SEPA"¹⁹. I bonifici SEPA hanno rappresentato il 6,2 per cento del totale dei pagamenti in euro effettuati mediante bonifico nel gennaio 2010, a indicazione del fatto che ora vengono utilizzati anche per le transazioni nazionali, oltre che per i pagamenti transfrontalieri²⁰.

L'introduzione del bonifico e dell'addebito diretto SEPA ha posto le premesse per ulteriori innovazioni. Sono attualmente in corso lavori per lo sviluppo di una soluzione di pagamento *online* paneuropea²¹, nonché per i pagamenti via cellulare e per la fatturazione elettronica. L'Eurosistema ha organizzato due incontri con gli operatori di mercato per discutere lo stato di avanzamento delle iniziative connesse alle soluzioni di pagamento elettronico SEPA e continuerà a seguire con attenzione i lavori in questo ambito.

Sono stati compiuti progressi nel quadro di riferimento SEPA per le carte, entrato in funzione nel 2008. L'Eurosistema si attende che almeno un altro circuito di carte europeo risulti soddisfare i requisiti dell'Eurosistema stesso e degli altri soggetti coinvolti e varie iniziative di mercato sono già in fase di sviluppo. La migrazione alle carte munite di *chip* e numero di identificazione personale nonché ai distributori automatici di contante e ai terminali dei punti vendita attrezzati secondo lo standard EMV ha compiuto apprezzabili progressi²². Il quadro di riferimento SEPA per le carte dovrebbe aumentare la scelta e l'efficienza, ma occorre ulteriore impegno nella sua promozione. A maggio 2009 l'Eurosistema ha organizzato una riunione con i soggetti coinvolti su un quadro di riferimento per la certificazione SEPA per carte e terminali, allo scopo di realizzare un unico processo di valutazione e certificazione per i produttori di questi strumenti.

Il sesto rapporto sullo stato di avanzamento della SEPA ha indicato che potrebbero essere

necessari miglioramenti nella *governance* complessiva della SEPA stessa, soprattutto per quanto concerne il coinvolgimento dei soggetti interessati, la trasparenza e i progressi della migrazione. L'Eurosistema e la Commissione europea stanno studiando le modalità atte a migliorare la *governance* della SEPA.

Nel dicembre 2009 il Consiglio Ecofin ha confermato l'importanza di stabilire i termini ultimi per la migrazione all'addebito diretto e al bonifico SEPA, al fine di fornire la chiarezza e gli incentivi necessari al mercato per adottare gli strumenti SEPA, nonché per eliminare i costi derivanti dalla gestione in parallelo dei prodotti preesistenti e di quelli SEPA. Il Consiglio Ecofin ha pertanto invitato la Commissione europea e la BCE, in stretta collaborazione con tutte le parti interessate, a valutare con accuratezza se siano necessarie misure legislative per fissare termini vincolanti per l'introduzione dell'addebito diretto e del bonifico SEPA e, nel caso che così fosse, ad avanzare proposte legislative.

In Europa il mercato dei titoli a breve termine ha natura per lo più nazionale. L'iniziativa STEP, portata avanti dagli operatori di mercato sotto gli auspici della Federazione Bancaria Europea e dell'*ACI – the Financial Markets Association*, e sotto la guida dello *STEP Market Committee*, ha promosso dal 2001 l'integrazione del mercato dei titoli a breve termine attraverso l'elaborazione di una serie di standard e prassi di mercato, cui gli operatori possono aderire su base volontaria. L'Eurosistema ha appoggiato l'iniziativa STEP fin dalla sua nascita.

Dopo il buon esito del lancio del mercato STEP nel giugno 2006, l'Eurosistema continua a sostenere l'iniziativa in due modi. In primo

¹⁹ Disponibili sul sito Internet della BCE.

²⁰ Si stima che i pagamenti transfrontalieri rappresentino il 2-3 per cento dei pagamenti totali.

²¹ Un pagamento *online* (o pagamento elettronico) si basa su un pagamento tramite *Internet banking*, ma ha la caratteristica aggiuntiva che il commerciante in rete riceve una conferma del pagamento in tempo reale, in modo che possa mettere immediatamente il bene a disposizione.

²² Per ulteriori informazioni si possono consultare le pagine SEPA sul sito Internet della BCE.

luogo, la BCE produce statistiche sul mercato STEP, che comprendono le consistenze mensili nonché i rendimenti giornalieri e i differenziali sulle nuove emissioni. Dalla fine del novembre 2009 la BCE ha anche pubblicato statistiche giornaliere sulle consistenze delle nuove emissioni ripartite per settore, scadenza, *rating* e valuta. In secondo luogo, l'Eurosistema continuerà ad assistere il Segretariato STEP per quanto riguarda il marchio STEP fino al giugno 2010. La responsabilità ultima per l'attribuzione e la revoca del marchio STEP compete interamente al Segretariato.

Nonostante le difficili condizioni di mercato, nel quarto trimestre del 2009 le consistenze totali di titoli di debito STEP risultavano aumentate del 6,4 per cento rispetto al periodo corrispondente, collocandosi in dicembre a 404,8 miliardi di euro. L'incremento è in parte riconducibile alla decisione adottata dal Consiglio direttivo nell'ottobre 2008 di ampliare la lista di attività stanziabili in garanzia nelle operazioni di credito dell'Eurosistema anche ai titoli STEP emessi dalle banche. In seguito all'introduzione del marchio STEP nel 2006, erano operativi 149 programmi STEP nel dicembre 2009.

Per aumentare la trasparenza nel settore delle cartolarizzazioni, l'Eurosistema ha lanciato un programma, unitamente alle agenzie di *rating*, agli emittenti e agli investitori, inteso a fornire dati a livello di singole attività sottostanti a tali strumenti. Un mercato delle cartolarizzazioni funzionante correttamente, sorretto dalla standardizzazione e da una maggiore trasparenza, contribuisce alla completezza del sistema finanziario europeo e favorisce l'integrazione attraverso un'accresciuta comparabilità degli strumenti oltre i confini nazionali.

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

Nel 2009 la consulenza dell'Eurosistema sull'assetto legislativo e regolamentare si è incentrata in particolare sul seguito dato al rapporto del gruppo de Larosière nel quadro della creazione di un nuovo assetto istituzionale

di vigilanza nell'UE (cfr. la sezione 2.1 di questo capitolo). Inoltre, nell'ambito del ruolo consultivo che le spetta in conformità al Trattato, la BCE fornisce periodicamente il proprio parere su iniziative che sono direttamente o indirettamente rilevanti in una prospettiva di integrazione finanziaria (cfr. la sezione 2 di questo capitolo e la sezione 6.2 del capitolo 2).

La BCE ha fornito la propria consulenza sull'integrazione dei sistemi di regolamento dei titoli e di pagamento. Ha continuato a essere coinvolta da vicino nei lavori sul Codice di condotta per la compensazione e il regolamento, finalizzato a promuovere la concorrenza sulla base della trasparenza dei prezzi, della libertà di accesso ai servizi di regolamento e garanzia, dell'interoperabilità e della separazione contabile e dei servizi. Ha inoltre condotto analisi sull'uso dei prezzi da parte dei sistemi di deposito accentrato come parametro per migliorare la comparabilità delle tariffe.

La BCE ha continuato a prendere parte al *Clearing and Settlement Advisory Monitoring Expert Group II* (CESAME II), che si occupa della rimozione delle "barriere Giovannini" (così chiamate dal nome del gruppo che nel 2001 le ha individuate) che si frappongono a una compensazione e a un regolamento efficienti e che originano dall'eterogeneità degli standard tecnici e delle prassi operative. Questi lavori sono strettamente connessi all'attuazione di *Target2-Securities* (T2S) e si propongono di favorire l'armonizzazione del contesto del *post-trading*.

Poiché l'armonizzazione dell'assetto giuridico europeo per i pagamenti è alla base della SEPA, l'Eurosistema si interessa particolarmente alla legislazione dell'UE in quest'ambito. La direttiva sui servizi di pagamento²³ è stata recepita negli ordinamenti nazionali ed è entrata in vigore nella maggioranza degli Stati membri entro novembre 2009. La BCE ha partecipato in

²³ Direttiva 2007/64/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 novembre 2007, relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno, recante modifica alle direttive 97/7/CE, 2002/65/CE, 2005/60/CE e 2006/48/CE, che abroga la direttiva 97/5/CE.

veste di osservatore al gruppo di lavoro istituito dalla Commissione europea per il recepimento della direttiva, in cui erano rappresentate anche le BCN da delegati che affiancavano i rispettivi esponenti di governo. Inoltre, la BCE è stata coinvolta e consultata sui lavori della Commissione in merito alla revisione del Regolamento (CE) 2560/2001 (ora Regolamento (CE) 924/2009 relativo ai pagamenti transfrontalieri nella Comunità). Quanto agli addebiti diretti transfrontalieri, il regolamento modificato statuisce che tutte le banche, che attualmente offrono addebiti diretti in euro a livello nazionale, devono essere in grado di ricevere e trattare istruzioni di addebito diretto transfrontaliere in euro entro novembre 2010. Stabilisce inoltre accordi temporanei per le commissioni interbancarie sugli addebiti diretti SEPA nazionali e transfrontalieri, come dichiarato dalla BCE e dalla Commissione europea in comunicati stampa congiunti²⁴. Infine, la BCE è stata coinvolta e consultata in merito alla revisione della direttiva sulla moneta elettronica.

Nel dicembre 2008 due gruppi accademici (il gruppo di studio sul codice civile europeo e il gruppo di ricerca sul diritto privato dell'UE) hanno presentato alla Commissione europea la versione definitiva di un progetto congiunto relativo ad un quadro di riferimento comune, che prevede una serie di "norme modello" riguardanti i principali ambiti del diritto civile. La BCE ha contribuito ai lavori dello *European Financial Markets Lawyers Group* (EFMLG) su aspetti che rivestono particolare rilievo per il settore dei servizi finanziari²⁵. La BCE è stata anche coinvolta nel dialogo dell'EFMLG con le principali organizzazioni di categoria che promuovono la documentazione standard di mercato. Scopo del confronto era discutere gli insegnamenti da trarre dalle recenti turbolenze nei mercati con riferimento alle disposizioni normalmente utilizzate nella documentazione relativa alle transazioni finanziarie, analizzare le differenze tra i vari contratti quadro e avviare un processo di convergenza verso una documentazione standard di mercato.

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

Target2, la seconda generazione del servizio dell'Eurosistema per i pagamenti di importo rilevante, è la prima infrastruttura di mercato completamente integrata e armonizzata a livello europeo. Consente agli operatori attivi in più paesi europei di razionalizzare le funzioni di *back-office* e di consolidare la gestione della liquidità in euro. L'Eurosistema si impegna ad offrire un costante potenziamento di Target2 così da meglio soddisfare le esigenze della clientela; nel corso del 2009 ha infatti introdotto due nuove versioni (o *release*) del sistema.

T2S, la futura piattaforma dell'Eurosistema che offrirà servizi essenziali, neutrali e senza barriere nazionali per il regolamento delle operazioni in titoli, avrà un impatto significativo sull'armonizzazione ed integrazione del settore del *post-trading* in Europa. T2S rimuoverà molte delle "barriere Giovannini" presenti nella compensazione e nel regolamento a livello transfrontaliero fornendo un'unica piattaforma informatica dotata di interfacce comuni e di un unico protocollo di messaggistica, introducendo un calendario armonizzato per tutti i mercati connessi e sottoponendo tutte le operazioni nazionali e transfrontaliere a un unico modello armonizzato di regolamento in moneta di banca centrale con consegna contro pagamento. Nel 2009 vari gruppi di lavoro per T2S composti da esperti del settore hanno sviluppato standard per l'armonizzazione delle istruzioni e dei processi. Con il progredire dei lavori per la realizzazione di T2S, sono stati di volta in volta individuati nuovi ambiti che necessitano armonizzazione; essi sono stati affrontati direttamente nel contesto del progetto oppure riferiti al gruppo della Commissione europea CESAME II (per maggiori dettagli, cfr. la sezione 2.2 del capitolo 2).

²⁴ Pubblicati il 4 settembre 2008 e il 24 marzo 2009, i due comunicati stampa congiunti hanno chiarito le aspettative delle autorità europee in merito alle commissioni interbancarie provvisorie e di lungo termine per gli addebiti diretti SEPA.

²⁵ Il *Position paper* dell'EFMLG, pubblicato nel settembre 2009, è consultabile sul sito Internet dell'organismo (www.efmlg.org).

Infine, nel settore della gestione delle garanzie, sono proseguiti nel 2009 i lavori finalizzati alla realizzazione di una piattaforma unica condivisibile dalle BCN dell'area dell'euro (CCBM2), allo scopo di consolidare e accrescere l'efficienza dei sistemi interni dell'Eurosistema e di migliorare la gestione della liquidità e delle garanzie da parte delle controparti (cfr. la sezione 2.3 del capitolo 2).

4 LA SORVEGLIANZA SULL'INFRASTRUTTURA DI MERCATO E SUI SISTEMI DI PAGAMENTO

I sistemi di pagamento e quelli di compensazione e regolamento dei titoli sono infrastrutture fondamentali, necessarie al corretto funzionamento delle economie di mercato. Essi sono indispensabili per l'efficiente fluire dei pagamenti a fronte di beni, servizi e attività finanziarie, e il loro regolare funzionamento è di primaria importanza per l'attuazione della politica monetaria della banca centrale e il mantenimento della stabilità e della fiducia nella moneta, nel sistema finanziario e nell'economia in generale. La promozione del regolare funzionamento dei sistemi di pagamento è un compito essenziale dell'Eurosistema, che esso espleta applicando tre approcci: svolge un ruolo operativo, conduce attività di sorveglianza e agisce da catalizzatore.

Attraverso la sua attività di sorveglianza l'Eurosistema mira a garantire la sicurezza e l'efficienza dei sistemi di pagamento e di regolamento dei titoli e delle controparti centrali operanti in euro, sottoponendoli a sorveglianza, valutandoli e, laddove necessario, inducendo cambiamenti.

Al pari della maggior parte delle autorità di sorveglianza, l'Eurosistema incentra la sua attività di sorveglianza sia sui singoli sistemi di pagamento e regolamento dei titoli, sia – considerate le interdipendenze fra questi sistemi – sull'infrastruttura di mercato nel suo complesso.

Infine, anche gli strumenti di pagamento rientrano nell'ambito della sorveglianza dell'Eurosistema, la quale ha l'obiettivo di garantirne soprattutto la sicurezza e l'efficienza. A seguito sia della creazione della SEPA sia della crescente armonizzazione dell'assetto giuridico europeo, il panorama dei pagamenti al dettaglio sta attraversando un profondo cambiamento e l'importanza di un approccio coerente alla sorveglianza sugli strumenti di pagamento aumenta. L'Eurosistema ha quindi pubblicato un documento nel febbraio 2009 sull'approccio armonizzato alla sorveglianza e sui relativi standard per gli strumenti di pagamento dal titolo *Harmonised oversight approach and*

oversight standards for payment instruments. Questi standard costituiscono un fondamento comune per tutti i quadri di riferimento degli strumenti di pagamento, gettando le basi su cui istituire in generale la sorveglianza sugli strumenti di pagamento.

Al fine di fornire un quadro esaustivo di metodi, politiche e strumenti che l'Eurosistema applica nelle sue attività di sorveglianza, nel febbraio 2009 l'Eurosistema ha pubblicato l'*Eurosystem oversight policy framework*: si tratta di un punto di riferimento centrale sulle questioni di sorveglianza per i sistemi, gli operatori di mercato e altre parti interessate, nonché per l'Eurosistema stesso.

4.1 I SISTEMI DI PAGAMENTO DI IMPORTO RILEVANTE E I FORNITORI DI SERVIZI DI INFRASTRUTTURA

I sistemi di pagamento di importo rilevante 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 l'economia nel suo complesso. L'Eurosistema applica un chiaro assetto in materia di sorveglianza a tutti i sistemi di pagamento di importo rilevante che trattano operazioni in euro, sia quelli propri che quelli gestiti da privati. Tale assetto è basato sui *Principi fondamentali per i sistemi di pagamento di importanza sistemica* elaborati dal Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento (CSPR), adottati dal Consiglio direttivo nel 2001 e accettati a livello mondiale. I Principi fondamentali sono integrati dalle aspettative in materia di continuità operativa dei sistemi di pagamento di importanza sistemica (*Systemically Important Payment Systems*, SIPS), adottate dal Consiglio direttivo nel 2006 fissando il termine ultimo per la loro attuazione entro giugno 2009. Nella seconda metà del 2009 l'Eurosistema ha iniziato a valutare il grado di conformità dei SIPS alle aspettative in materia di continuità operativa.

I risultati operativi complessivi e l'erogazione di servizi da parte delle principali infrastrutture di pagamento che regolano operazioni in euro (Target2, Euro 1 e il sistema *Continuous Linked Settlement*) e dei fornitori di servizi di infrastruttura (come SWIFT) sono stati stabili e hanno mostrato capacità di tenuta nel 2009, in un periodo caratterizzato dalla graduale moderazione delle tensioni nel mercato finanziario.

TARGET

Agli inizi del 2009 le autorità dell'Eurosistema responsabili della sorveglianza su Target2 hanno completato la loro valutazione complessiva (iniziata alla fine del 2006) della progettazione del sistema Target2 sulla base dei *Principi fondamentali per i sistemi di pagamento di importanza sistemica*. Sulla base di questa valutazione, pubblicata nel maggio 2009, il Consiglio direttivo ha concluso che la progettazione del sistema Target2 era conforme a tutti i *Principi fondamentali* applicabili.

A seguito della scadenza di giugno 2009 per l'attuazione delle aspettative in materia di continuità operativa per i SIPS, nella seconda metà del 2009 è stata avviata una valutazione di Target2 in base a tali aspettative. I risultati della valutazione si renderanno disponibili nel corso del 2010.

Inoltre, prima che la nuova versione del software di Target2 entrasse in funzione il 23 novembre 2009, le autorità di sorveglianza hanno valutato le nuove funzionalità in base ai *Principi fondamentali* applicabili. Le autorità hanno concluso che, nel complesso, il nuovo software avrebbe avuto un impatto positivo sulla gestione della liquidità e del rischio di credito da parte dei partecipanti a Target2.

EURO 1

Euro 1 è un importante sistema di pagamento per le operazioni nazionali e transfrontaliere di importo rilevante in euro fra banche operanti nell'UE. Esso è gestito da EBA CLEARING, la società di compensazione dell'Associazione bancaria per l'euro (*Euro Banking Association*,

EBA). Euro 1 opera su base netta multilaterale: le posizioni di fine giornata dei partecipanti sono regolate in ultima istanza in moneta di banca centrale attraverso il sistema Target2, con la BCE nel ruolo di agente di regolamento.

Non è stata apportata alcuna modifica a Euro 1 nel 2009 tale da influire sulle condizioni di rischio del sistema e, quindi, da comportare una valutazione in una prospettiva di sorveglianza. Il sistema ha funzionato regolarmente durante l'intero anno.

Nella seconda metà del 2009 il sistema Euro 1 è stato valutato sulla base delle aspettative in materia di continuità operativa per i SIPS. Il processo di valutazione è ancora in atto e i relativi risultati si renderanno disponibili nel corso del 2010.

IL SISTEMA CONTINUOUS LINKED SETTLEMENT

Il sistema *Continuous Linked Settlement* (CLS), lanciato nel settembre 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 alle transazioni in cambi. Grazie al meccanismo PVP, CLS permette di eliminare quasi completamente i rischi di credito associati al regolamento delle operazioni in cambi. Attualmente CLS effettua regolamenti in 17 valute tra le più scambiate al mondo, fra cui l'euro, il dollaro statunitense, lo yen giapponese, la sterlina britannica e il franco svizzero.

Poiché CLS Bank ha sede negli Stati Uniti, il Federal Reserve System riveste il ruolo di principale autorità di sorveglianza su CLS nell'ambito di un accordo di cooperazione in materia di sorveglianza cui partecipano anche le banche centrali del G10 e quelle delle valute trattate dal sistema. Questo accordo è sancito in un protocollo istituito dalle banche centrali partecipanti nel novembre 2008²⁶. Quale parte di questo accordo, alla BCE (in stretta cooperazione con le BCN dell'area dell'euro)

²⁶ Il *Protocol for the Cooperative Oversight Arrangement of CLS* è consultabile sul sito Internet del Board of Governors del Federal Reserve System (<http://www.federalreserve.gov>).

spetta la responsabilità principale per la sorveglianza sul regolamento delle operazioni in euro effettuato da CLS.

Nel 2009 l'attività di sorveglianza cooperativa su CLS è stata dedicata principalmente alla revisione di nuovi servizi, iniziative e modifiche alle norme introdotte da CLS Bank. Tra queste rientrano la proposta di un nuovo servizio di aggregazione, inteso a fornire un trattamento più sicuro ed efficiente delle operazioni in cambi per un volume elevato ma di valore modesto, le proposte di una nuova politica tariffaria nonché le modifiche alle regole e al manuale per i partecipanti di CLS per trarre insegnamenti dal fallimento di Lehman Brothers.

SWIFT

SWIFT è importante in una prospettiva di stabilità finanziaria in quanto fornisce servizi protetti di messaggistica alla comunità finanziaria in oltre 210 paesi di tutto il mondo. SWIFT è una società cooperativa a responsabilità limitata con sede in Belgio. La BCE partecipa alla sorveglianza cooperativa effettuata nel quadro del G10 su SWIFT, per la quale la Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique ha il ruolo di principale autorità competente. L'attività di sorveglianza si è incentrata sulla capacità di tenuta di SWIFT alle crisi, sull'affidabilità operativa, sulla sicurezza, sulla continuità operativa, sulle procedure interne di gestione dei rischi e su progetti di rilievo avviati. L'attività di sorveglianza svolta dalle banche centrali si propone di assicurare che SWIFT disponga di assetti adeguati di *governance*, strutture, processi, procedure di gestione del rischio e controlli atti a consentirle di gestire efficacemente i rischi che potrebbe generare per la stabilità finanziaria e la solidità delle infrastrutture finanziarie.

Nel 2009 le attività di sorveglianza su SWIFT si sono principalmente incentrate:

- 1) sull'attuazione del programma di architettura distribuita finalizzato a ridefinire l'architettura tecnica di SWIFT, compreso il monitoraggio dei progressi compiuti nella

verifica della preparazione operativa e nella migrazione della clientela, nonché nella creazione del nuovo centro di comando e controllo per l'Asia e il Bacino del Pacifico;

- 2) sull'evoluzione della connettività di SWIFT offerta alla clientela;
- 3) sul monitoraggio di nuovi progetti con un impatto potenziale su riservatezza, integrità e accessibilità dei servizi critici di SWIFT;
- 4) sulla valutazione in termini di rischi della ciberdifesa di SWIFT, con particolare riguardo alle prassi di sicurezza in una prospettiva organizzativa e operativa.

Nel 2009 SWIFT ha annunciato un'iniziativa interna, dal titolo *Lean@SWIFT*, intesa a ridurre i costi operativi in seno all'organizzazione razionalizzando alcuni processi. Le autorità di sorveglianza tengono sotto stretta osservazione le azioni di SWIFT, in relazione a questa iniziativa, per assicurare che sia prestata la debita attenzione alla salvaguardia della capacità di tenuta e dell'accessibilità dei servizi offerti.

4.2 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. Nel 2009 la BCE ha continuato a dirigere la sorveglianza sull'ordinato funzionamento di STEP2, un sistema per i pagamenti al dettaglio in euro transfrontalieri e, in misura crescente, nazionali gestito da EBA CLEARING.

Il 2 novembre 2009 EBA CLEARING ha lanciato due servizi aggiuntivi di STEP2 (CORE e B2B) a sostegno dello schema SEPA per gli addebiti diretti. I due servizi sono ritenuti conformi alle rispettive regolamentazioni del Consiglio europeo per i pagamenti European Payments Council/EPC e la loro introduzione non ha alterato il grado di rispondenza di STEP2 ai principi di sorveglianza applicabili.

Nel 2009 l'Eurosistema ha continuato la sua valutazione ai fini della sorveglianza dei circuiti di pagamento con carta attivi nell'area dell'euro in base ai principi di sorveglianza per gli stessi adottati nel gennaio 2008: si tratta di 26 schemi, di cui quattro internazionali. Alcuni circuiti sono stati esonerati dall'applicazione dei principi di sorveglianza. Gli schemi internazionali vengono valutati da gruppi composti da una banca centrale capofila e da altre banche centrali che partecipano su base volontaria sulla base del principio di cooperazione.

Ai fini di questa valutazione, la BCE in veste di autorità di sorveglianza capofila all'interno dell'Eurosistema per VISA Europe, Diners/Discover e American Express ha sottoscritto protocolli di intesa con tali circuiti di carte, mentre la Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique ha firmato un documento analogo con MasterCard Europe, per il quale funge da autorità di sorveglianza capofila.

Le verifiche dei circuiti nazionali e internazionali di carte saranno sottoposte a controverifiche da parte di altre autorità in modo da garantire un'applicazione uniforme dei principi di sorveglianza. Questo processo sarà avviato agli inizi del 2010. Verso la fine del 2010 è prevista la pubblicazione di un rapporto contenente la descrizione dei principali risultati delle verifiche in forma aggregata.

Sulla base del documento *Harmonised oversight approach and oversight standards for payment instruments*, l'Eurosistema ha elaborato un progetto relativo agli assetti della sorveglianza sugli schemi di bonifico e di addebito diretto e ha invitato tutte le parti interessate a presentare osservazioni al riguardo entro novembre 2009. Una volta prese in considerazione le osservazioni ricevute nella consultazione pubblica, gli assetti di sorveglianza saranno finalizzati nel 2010.

4.3 LA COMPENSAZIONE E IL REGOLAMENTO DELLE TRANSAZIONI IN TITOLI E IN STRUMENTI DERIVATI

L'Eurosistema è particolarmente interessato all'ordinato funzionamento dei sistemi di compensazione e regolamento delle operazioni in titoli poiché eventuali disfunzioni nei servizi di compensazione, regolamento o custodia degli strumenti stanziati in garanzia potrebbero pregiudicare l'attuazione della politica monetaria, l'ordinato funzionamento dei sistemi di pagamento e il mantenimento della stabilità finanziaria.

In veste di utilizzatore dei sistemi di regolamento dei titoli (SRT), l'Eurosistema verifica la conformità degli SRT nell'area dell'euro, nonché dei collegamenti fra gli stessi, agli standard utente dell'Eurosistema²⁷. Gli SRT e i relativi collegamenti sono considerati idonei ai fini delle operazioni di credito dell'Eurosistema se rispondono agli standard utente, i quali costituiscono altresì la base di riferimento di cui si avvale l'Eurosistema per valutare gli SRT o i collegamenti di nuova realizzazione, ovvero le modifiche rilevanti apportate a quelli già considerati idonei.

Nell'agosto 2009 l'Eurosistema ha concluso la valutazione complessiva dell'insieme degli SRT e dei collegamenti diretti e indiretti. La valutazione ha confermato che il livello complessivo di conformità è elevato e che gli SRT hanno proseguito, laddove necessario, negli sforzi per migliorarne ulteriormente l'osservanza. Inoltre, un nuovo collegamento indiretto e il collegamento diretto a esso sottostante sono stati verificati e riscontrati conformi agli standard utente dell'Eurosistema.

²⁷ *Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations*, gennaio 1998.

LE RACCOMANDAZIONI SEBC-CESR PER LA COMPENSAZIONE E IL REGOLAMENTO DELLE TRANSAZIONI IN TITOLI NELL'UNIONE EUROPEA

Nel giugno 2009 il SEBC e il Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (*Committee of European Securities Regulators*, CESR) hanno pubblicato il documento *Recommendations for securities settlement systems and recommendations for central counterparties in the European Union*²⁸ inteso ad accrescere la sicurezza, la solidità e l'efficienza dei sistemi di compensazione e regolamento delle operazioni in titoli nonché delle controparti centrali (*central counterparties*, CCP) nell'UE. Le raccomandazioni ivi contenute si basano su quelle per gli SRT e quelle per le CCP emanate dal CSFR e dal Comitato tecnico della International Organization of Securities Commissions (IOSCO) e sono quanto meno altrettanto stringenti.

L'adozione e la pubblicazione delle raccomandazioni SEBC-CESR segna una tappa importante verso una serie di requisiti minimi per assicurare la sicurezza e la solidità dell'infrastruttura di *post-trading* nell'UE. Le raccomandazioni sono indirizzate alle autorità di regolamentazione e di sorveglianza, che le utilizzeranno come strumento di regolamentazione e si adopereranno per la loro attuazione coerente e il raggiungimento di condizioni di parità concorrenziale per gli SRT e le CCP nell'UE. Si prevede che gli SRT e le CCP pubblichino le loro risposte alle principali domande del rapporto SEBC-CESR e che entro la fine del 2011 siano valutati sulla base di queste raccomandazioni.

La Commissione europea, il Comitato delle autorità europee di vigilanza bancaria (*Committee of European Banking Supervisors*, CEBS) nonché gli operatori di mercato e le associazioni coinvolti sono stati consultati durante l'intero processo di redazione di queste raccomandazioni e a tutte le parti interessate si è chiesto di presentare osservazioni in due consultazioni pubbliche. La revisione ha tenuto in considerazione tutti gli sviluppi normativi e giuridici recenti nonché altre iniziative

intraprese da quando i lavori iniziali, avviati nel 2001, sono stati congelati nel 2005. In considerazione del rischio per la stabilità finanziaria derivante dalle crescenti dimensioni delle esposizioni in derivati su credito negoziati *over-the-counter* (OTC), nella revisione e finalizzazione delle raccomandazioni per le CCP sono stati presi in considerazione anche i rischi connessi a questi strumenti.

INFRASTRUTTURE DI MERCATO PER I DERIVATI OTC

Lo sviluppo di infrastrutture adeguate per i mercati dei derivati OTC è una priorità fondamentale per accrescere la trasparenza e la capacità di tenuta degli stessi. Questi lavori, incentrati inizialmente sui *credit default swap* per i quali sono sorti immediati timori di politica economica durante la crisi finanziaria, sono stati estesi successivamente ai derivati OTC più in generale.

Un importante ambito di intervento era inteso a promuovere l'utilizzo delle CCP per i derivati OTC. Grazie al forte sostegno pubblico dell'UE e alle corrispondenti iniziative del settore, nel luglio 2009 sono state istituite due CCP dell'UE per i *credit default swap*: Eurex Credit Clear (con sede nell'area dell'euro) e ICE Clear Europe (con sede nel Regno Unito). Il Consiglio direttivo ha accolto con favore questi progressi nella decisione del 16 luglio 2009. Allo stesso tempo, ha affermato di accordare una priorità particolare all'impiego, all'interno dell'area dell'euro, delle infrastrutture per la compensazione dei *credit default swap* denominati in euro, che saranno seguite con attenzione. L'importanza della disponibilità di infrastrutture dell'area dell'euro per derivati OTC è stata messa in risalto anche in recenti lavori di analisi dell'Eurosistema, che hanno evidenziato le particolari implicazioni per il rischio sistemico dei mercati dei derivati OTC per l'area dell'euro, in ragione del fatto che l'euro è una delle principali valute in cui sono denominati i contratti derivati OTC²⁹.

²⁸ Disponibile sul sito Internet della BCE.

²⁹ Il rapporto *OTC derivatives and post-trading infrastructures* è stato pubblicato sul sito Internet della BCE nel settembre 2009.

Data l'accresciuta importanza delle CCP e delle altre infrastrutture di mercato – come i *trade repository* – nei mercati dei derivati OTC, è necessario un adeguato assetto di regolamentazione e sorveglianza per assicurare l'efficiente e sicuro funzionamento di questi soggetti. A fronte di questo contesto, le raccomandazioni per gli SRT e le CCP emanate dal SEBC-CESR nel giugno 2009, di cui alla precedente sezione, hanno preso in considerazione una serie di rischi specifici insiti nella compensazione dei derivati OTC. A livello internazionale sono attualmente in corso anche lavori volti ad assicurare un'interpretazione e un'applicazione coerenti dei principi di sorveglianza in questione per le CCP con particolare riguardo ai derivati OTC. Una revisione delle raccomandazioni CSPP-IOSCO del 2004 per le CCP in relazione ai derivati OTC è iniziata nel luglio 2009³⁰ e comprenderà anche considerazioni relative ai *trade repository*. Inoltre, con l'istituzione del forum delle autorità di regolamentazione per i derivati OTC (OTC Derivatives Regulators' Forum) è stato creato un quadro di riferimento per il coordinamento internazionale e la condivisione delle informazioni in via continuativa tra le autorità competenti o aventi un legittimo interesse nelle infrastrutture dei derivati OTC³¹.

In linea di principio, i mercati per i derivati OTC dovrebbero soddisfare gli stessi criteri in termini di trasparenza, efficienza e sicurezza considerati appropriati nei mercati degli altri prodotti finanziari, pur rispecchiando le caratteristiche specifiche dei diversi prodotti.

Il 20 ottobre 2009 la Commissione europea ha delineato una proposta di azioni future relative ai mercati dei derivati OTC³². L'Eurosistema ha favorito lo sviluppo di questa strategia offrendo il suo contributo alla consultazione lanciata dalla Commissione europea nel luglio 2009 sulle possibili misure per migliorare la capacità di tenuta dei mercati dei derivati OTC³³ e continuerà a fornire consulenza e contributi in relazione allo sviluppo delle misure di regolamentazione prospettate.

ATTIVITÀ DI SORVEGLIANZA SU TARGET2-SECURITIES

Target2-Securities (T2S) è un'infrastruttura intesa a fornire un unico *pool* di titoli nonché un processo di regolamento centrale e neutrale, rafforzando così la strategia di Lisbona. Il Consiglio Ecofin ha sottolineato nel 2007 che il regime di vigilanza applicabile ai sistemi di deposito accentrato (SDA) deve rimanere sicuro ed efficiente e che andrebbero quindi analizzate le implicazioni della piattaforma T2S per questo regime.

Essendo state pubblicate informazioni su una serie di elementi principali riguardanti la concezione nonché l'assetto operativo e giuridico di T2S, l'Eurosistema ha tenuto due seminari, il 18 giugno e il 26 agosto 2009, con le banche centrali e le autorità di vigilanza interessate per vagliare le criticità che potrebbero derivare per le banche centrali e gli SDA nell'utilizzare i servizi di T2S. Inoltre, dal momento che questa piattaforma offrirà servizi transfrontalieri per SDA e banche centrali sia all'interno che all'esterno dell'area dell'euro, un numero elevato di autorità di vigilanza e sorveglianza competenti sarà interessato a ricevere informazioni da T2S per poter assolvere obblighi di regolamentazione previsti dai rispettivi statuti. Finora, tutte le autorità competenti hanno sostenuto l'idea di creare un quadro di cooperazione riguardante i servizi di T2S. Tale quadro non andrebbe a incidere sui poteri statuari delle singole autorità in merito ai sistemi interni soggetti alla normativa nazionale, né sulla loro applicazione. Le parti coinvolte in T2S saranno informate non appena il quadro di cooperazione sarà concordato. Tutte le autorità competenti, in un'ottica di sorveglianza, hanno ritenuto necessaria una revisione preliminare del progetto di T2S durante la fase di sviluppo.

30 Per maggiori dettagli, cfr. il comunicato stampa della BRI del 20 luglio 2009 (<http://www.bis.org>).

31 Per maggiori dettagli su questo forum, cfr. il comunicato stampa della Federal Reserve Bank of New York del 24 settembre 2009 (<http://www.newyorkfed.org>).

32 La comunicazione *Garantire mercati dei derivati efficienti, sicuri e solidi* è disponibile sul sito Internet della Commissione europea (<http://ec.europa.eu>).

33 Il contributo dell'Eurosistema è stato pubblicato il 4 settembre sul sito Internet della BCE.

4.4 ALTRE ATTIVITÀ

Nel novembre 2009 l'Eurosistema ha pubblicato per la prima volta un rapporto sulla sorveglianza³⁴. Con questa nuova pubblicazione, si propone di fornire alle autorità pubbliche, alle infrastrutture di mercato e ai partecipanti, nonché al pubblico più in generale, informazioni sui risultati della funzione di sorveglianza dell'Eurosistema ed esprimere la propria valutazione sulla sicurezza e la solidità delle infrastrutture di pagamento, compensazione e regolamento dell'area dell'euro.

Il rapporto comprende un quadro d'insieme dell'assetto istituzionale, degli standard e dei requisiti di sorveglianza nonché degli accordi operativi e di cooperazione per la conduzione dell'attività di sorveglianza sul sistema che costituiscono il fondamento di tale funzione dell'Eurosistema. Inoltre, il rapporto contiene informazioni sulle attività di sorveglianza dell'Eurosistema svolte durante il 2008, nonché sui principali sviluppi nel corso del 2009. Infine, il rapporto ha presentato una rassegna delle future priorità dell'Eurosistema nell'ambito della sorveglianza.

La BCE ha pubblicato un glossario riguardante i sistemi di pagamento, compensazione e regolamento. I termini sono definiti in modo semplice e chiaro per promuoverne l'accettazione da parte degli operatori di mercato e del pubblico. Ci si attende che il glossario assicuri un impiego coerente della terminologia nelle pubblicazioni prodotte all'interno del SEBC e che possa anche essere utilizzato da altre istituzioni dell'UE a titolo di riferimento. Redatto da un comitato di esperti, è stato sottoposto a una consultazione pubblica durata tre mesi. Tutti i commenti ricevuti sono stati pubblicati sul sito Internet della BCE.

Nel 2009 la Hong Kong Monetary Authority ha condotto la valutazione del sistema Euro CHATS. L'esito complessivo della valutazione è stato positivo, poiché il sistema ha dimostrato un livello elevato di conformità all'insieme dei Principi fondamentali applicabili.

L'Eurosistema nutre interesse nella sicurezza delle procedure di regolamento dei sistemi *offshore* che eseguono transazioni in euro, come il sistema Euro CHATS. In base ai principi di sorveglianza cooperativa internazionale, la Hong Kong Monetary Authority ha consultato la BCE e le ha trasmesso informazioni durante la fase di valutazione del sistema Euro CHATS; la BCE, dal canto suo, ha fornito osservazioni sul rapporto della Hong Kong Monetary Authority.

Infine, la BCE diffonde con cadenza annuale statistiche sui pagamenti, sugli scambi, la compensazione e il regolamento titoli. I dati sono disaggregati per paese e, a partire dal 2007, vengono pubblicati esclusivamente in versione elettronica all'interno dello *Statistical Data Warehouse* sul sito Internet della BCE. I dati per il 2008 sono stati resi noti l'11 settembre 2009.

³⁴ *Eurosystem oversight report 2009*, novembre 2009.



Vista degli interni della Grossmarkthalle, edificio protetto che ospitava i vecchi mercati generali (febbraio 2008). Al momento del suo completamento nel 1928, la Grossmarkthalle, progettata da Martin Elsaesser, era la più grande struttura al mondo in cemento armato a travatura di grande luce.

CAPITOLO 4

**LE RELAZIONI
EUROPEE E
INTERNAZIONALI**

I LE TEMATICHE EUROPEE

Nel 2009 la BCE ha continuato a tenere contatti regolari con istituzioni e consessi europei, in particolare il Parlamento europeo (cfr. capitolo 5), l'Eurogruppo, il Consiglio Ecofin e la Commissione europea. Il Presidente della BCE ha partecipato regolarmente sia alle riunioni dell'Eurogruppo sia a quelle del Consiglio Ecofin ogniqualvolta venivano discusse tematiche inerenti gli obiettivi e i compiti del SEBC. È stato inoltre invitato a partecipare alle riunioni del Consiglio europeo ogniqualvolta venivano affrontate questioni connesse alla crisi economica e finanziaria. Il Presidente dell'Eurogruppo e il Commissario per gli affari economici e monetari hanno preso parte alle riunioni del Consiglio direttivo quando lo hanno ritenuto opportuno.

I.1 LE TEMATICHE RELATIVE ALLE POLITICHE ECONOMICHE

LA RISPOSTA DELLE POLITICHE ECONOMICHE DELL'UE ALLA CRISI FINANZIARIA

La crisi economica e finanziaria è rimasta al centro dell'agenda delle politiche economiche europee nel 2009. Gli organismi e gli Stati membri dell'UE hanno continuato ad attuare il Piano europeo di ripresa economica approvato dal Consiglio europeo nel dicembre 2008. La BCE ha contribuito alla definizione di diversi provvedimenti a favore del settore finanziario, per esempio formulando raccomandazioni relative alle garanzie statali sul debito bancario e alla valutazione delle ricapitalizzazioni, oltre che principi guida per i meccanismi di sostegno agli attivi delle banche.

Come risposta più strutturale e a lungo termine alla crisi, il 25 febbraio 2009 il Gruppo di alto livello sulla vigilanza finanziaria nell'UE presieduto da Jacques de Larosière ha presentato un rapporto contenente proposte e raccomandazioni inerenti a un nuovo programma di regolamentazione, a una vigilanza più coordinata e a procedure per una gestione efficace delle crisi.

Il Consiglio europeo ha preso in esame le raccomandazioni contenute nel rapporto,

insieme alla comunicazione della Commissione europea sulla vigilanza finanziaria nell'UE del 27 maggio 2009 e alle conclusioni del Consiglio Ecofin del 9 giugno 2009. Nella riunione del 18-19 giugno 2009 il Consiglio ha raggiunto un accordo su una serie di tematiche relative alla creazione di una nuova architettura per la vigilanza finanziaria nell'UE. Più in particolare, si è dichiarato favorevole all'istituzione di un Comitato europeo per il rischio sistemico (*European Systemic Risk Board*, ESRB) che avrà l'incarico di monitorare e valutare le potenziali minacce per la stabilità finanziaria e – ove necessario – fare segnalazioni nonché formulare raccomandazioni di intervento sorvegliandone l'attuazione. Le conclusioni adottate dal Consiglio Ecofin il 9 giugno richiedono specificamente alla BCE di fornire all'ESRB assistenza analitica, statistica, amministrativa e logistica facendo ricorso anche alla consulenza tecnica delle banche centrali nazionali e delle autorità di vigilanza. A garanzia della responsabilità di dar conto del proprio operato, l'ESRB dovrebbe riferire al Consiglio dell'UE e al Parlamento europeo almeno due volte l'anno e, ove necessario, con frequenza ancora superiore.

Il Consiglio europeo ha inoltre raccomandato l'istituzione di un Sistema europeo delle autorità di vigilanza finanziaria (*European System of Financial Supervisors*, ESFS) volto a migliorare la qualità e la coerenza delle prassi nazionali in materia di vigilanza e rafforzare la sorveglianza sui gruppi transnazionali istituendo collegi di autorità di vigilanza e prevedendo una regolamentazione unica per tutte le istituzioni finanziarie nel mercato unico. Il Consiglio ha altresì deciso di attribuire all'ESFS poteri decisionali adeguati e vincolanti in tema di valutazione della conformità delle autorità di vigilanza alla regolamentazione unica e alle norme pertinenti dell'UE, oltre che in caso di disaccordo tra le autorità del paese di origine e quelle del paese ospitante anche all'interno dei collegi. Allo stesso tempo, ha ritenuto che le decisioni dell'ESFS non debbano influire in alcun modo sulle responsabilità in materia di politiche di bilancio degli Stati membri.

Tenendo conto delle conclusioni del Consiglio europeo, il 23 settembre 2009 la Commissione europea ha adottato un pacchetto di proposte legislative volte a rafforzare la vigilanza finanziaria nell'Unione europea, che sono attualmente all'esame del Parlamento europeo e del Consiglio dell'UE. Nella riunione del 20 ottobre il Consiglio Ecofin ha raggiunto un ampio accordo sulla sostanza delle proposte relative all'istituzione dell'ESRB. La BCE è stata consultata in merito e il 26 dello stesso mese ha adottato un parere sulle proposte legislative relative all'istituzione del Comitato europeo per il rischio sistemico¹. Il Consiglio Ecofin del 2 dicembre si è espresso a favore di un approccio generale alle proposte di regolamentazione che istituiscono le nuove autorità europee in materia di vigilanza microprudenziale. La BCE ha adottato un parere su queste proposte l'8 gennaio 2010². Per una spiegazione più approfondita delle proposte legislative, del quadro istituzionale dell'ESRB e del ruolo della BCE in questo nuovo assetto di vigilanza, cfr. il riquadro 8.

Infine, il Consiglio Ecofin, dopo un aumento da 12 a 25 miliardi di euro nel 2008, ha deciso il 18 maggio 2009 di raddoppiare, portandoli a 50 miliardi, i fondi disponibili per l'assistenza finanziaria a medio termine alle bilance dei pagamenti degli Stati membri.

IL PATTO DI STABILITÀ E CRESCITA

Nell'aprile 2009 il Consiglio Ecofin ha stabilito la presenza di un disavanzo eccessivo in quattro paesi dell'area dell'euro (Irlanda, Grecia, Spagna e Francia), oltre che in uno non appartenente all'area (Regno Unito), e ne ha raccomandato la correzione. A luglio ha aggiunto all'elenco sia Malta sia alcuni paesi non appartenenti all'area (Lettonia, Lituania, Polonia e Romania), invitandoli ad adottare misure correttive. A dicembre l'esistenza di un disavanzo eccessivo è stata rilevata in altri otto paesi dell'area (Belgio, Germania, Italia, Paesi Bassi, Austria, Portogallo, Slovenia e Slovacchia), come pure in uno non appartenente alla stessa (Repubblica Ceca), e il Consiglio Ecofin ne ha raccomandato la correzione. Alla

fine del 2009 i casi di disavanzo eccessivo riguardavano 20 Stati membri dell'UE, di cui 13 appartenenti all'area dell'euro.

Per quanto concerne le procedure di disavanzo eccessivo in corso, a luglio il Consiglio Ecofin ha ritenuto che l'Ungheria avesse intrapreso efficaci azioni correttive in linea con le raccomandazioni precedenti. Il Consiglio ha considerato che dall'adozione della raccomandazione precedente si erano verificati imprevisti eventi economici sfavorevoli con importanti conseguenze negative per le finanze pubbliche e ha di conseguenza adottato una raccomandazione rivista ai sensi dell'articolo 104, paragrafo 7, del Trattato che istituisce la Comunità europea³, estendendo di due anni il termine iniziale per la correzione del disavanzo eccessivo ungherese. A dicembre ha adottato decisioni analoghe per le procedure a carico di Irlanda, Spagna, Francia e Regno Unito, prorogando in questi casi di un anno la scadenza iniziale. Nel contempo ha deciso che la Grecia non aveva posto in essere interventi efficaci per rispondere alla raccomandazione formulata nell'aprile 2009 ai sensi dell'articolo 104, paragrafo 8, del Trattato che istituisce la Comunità europea⁴.

Negli orientamenti della primavera 2009 per le politiche di bilancio, concordati a giugno dai ministri finanziari dei paesi dell'area dell'euro, è stato riconosciuto che il Patto di stabilità e crescita forniva il contesto adeguato per la conduzione e il coordinamento di tali politiche. I governi si sono impegnati ad attuare in materia di finanze pubbliche solide strategie di uscita a medio termine che assicurino una tempestiva correzione dei disavanzi eccessivi.

In ottobre il Consiglio Ecofin ha adottato alcune conclusioni in materia di strategie di uscita per la politica di bilancio. Ipotizzando una ripresa in corso sempre più solida e meno dipendente dall'impulso esterno, ha sollecitato l'avvio di

1 CON/2009/88.

2 CON/2010/5.

3 Ora articolo 126, paragrafo 7, del Trattato.

4 Ora articolo 126, paragrafo 8, del Trattato. Ulteriori informazioni sono disponibili nelle sezioni 2-5 del capitolo 1.

un processo di risanamento dei conti pubblici in tutti gli Stati membri dell'UE entro il 2011 e ha affermato la necessità per alcuni paesi di avviare il risanamento prima di quella data. Ha inoltre ritenuto che il ritmo del risanamento dei bilanci dovesse andare ben oltre il parametro dello 0,5 per cento del PIL all'anno, in termini strutturali, nella maggior parte degli Stati membri. In aggiunta, ha evidenziato la necessità di rafforzare le suddette strategie con misure che consolidino la struttura dei bilanci nazionali e favoriscano la sostenibilità a lungo termine, assicurando nel contempo il coordinamento di tali misure a livello transnazionale nel quadro del Patto.

A luglio l'Eurostat ha pubblicato una decisione sulla registrazione statistica degli interventi pubblici a sostegno delle istituzioni e dei mercati finanziari durante la crisi, insieme a orientamenti tecnici in materia. La decisione richiede all'Eurostat di comunicare e pubblicare regolarmente le informazioni circa l'impatto dei suddetti interventi sul debito e il disavanzo pubblico, oltre che sulle passività potenziali, nel contesto della procedura per i disavanzi eccessivi.

In novembre il Consiglio Ecofin ha adottato delle conclusioni in merito al *Sustainability Report 2009*, in cui la Commissione europea ha valutato la sostenibilità delle finanze pubbliche negli Stati membri dell'UE. Secondo la relazione, il rischio di sostenibilità è elevato in 13 paesi (Irlanda, Grecia, Spagna, Cipro, Malta, Paesi Bassi, Slovenia e Slovacchia nell'area dell'euro; Repubblica Ceca, Lettonia, Lituania, Romania e Regno Unito all'esterno della stessa) e medio in nove (Belgio, Germania, Francia, Italia, Lussemburgo, Austria e Portogallo nell'area dell'euro; Ungheria e Polonia al di fuori della stessa). La Finlandia è l'unico paese dell'area dell'euro al quale è attribuito un rischio basso. Dieci paesi (Irlanda, Spagna, Lettonia, Lituania, Malta, Paesi Bassi, Austria, Polonia, Slovacchia e Regno Unito) si trovano ora in una categoria di rischio più alta rispetto alla precedente valutazione del 2006, soprattutto a causa del

deterioramento della loro posizione di bilancio corrente. Nonostante il grado di incertezza insolitamente elevato che circonda le posizioni di bilancio strutturali e le proiezioni a lungo termine come conseguenza della crisi economica e finanziaria, il Consiglio Ecofin ha concluso che il deterioramento delle finanze pubbliche connesso alla crisi accresce "notevolmente le sfide in materia di sostenibilità". Ha quindi esortato ad affrontare queste ultime attuando con determinazione la (triplice) strategia concordata dal Consiglio europeo di Stoccolma nel 2001, che prevede una riduzione del disavanzo e del debito, un aumento dei tassi di occupazione e la riforma dei sistemi di protezione sociale.

DALLA STRATEGIA DI LISBONA ALLA STRATEGIA UE 2020

Nel 2009 la strategia di Lisbona – l'ampio programma di riforme dell'UE in campo economico, sociale e ambientale – è entrata nel secondo anno del ciclo 2008-10.

In primavera il Consiglio europeo ha confermato gli Orientamenti integrati in essere e ha approvato un aggiornamento delle raccomandazioni relative a ciascun paese concernenti le politiche economiche e l'occupazione negli Stati membri. Auspicando una rapida attuazione di tali raccomandazioni, il Consiglio ha ribadito che le riforme strutturali possono contribuire a superare gli effetti della crisi economica.

A ottobre gli Stati membri hanno presentato i rispettivi rapporti sull'attuazione dei programmi nazionali di riforma, che descrivono i progressi compiuti nell'attuazione delle riforme strutturali volte a garantire la sostenibilità e la qualità delle finanze pubbliche, migliorare il quadro normativo per le imprese, accrescere gli investimenti in ricerca, sviluppo e innovazione, promuovere la partecipazione alle forze di lavoro e migliorare il grado di flessibilità del mercato del lavoro. A dicembre il Consiglio Ecofin ha adottato delle conclusioni sulla strategia di Lisbona per il periodo successivo al 2010 (Strategia UE 2020), nelle quali chiedeva meccanismi efficienti di controllo delle riforme strutturali a livello

sia nazionale sia dell'UE sfruttando tutti gli strumenti messi a disposizione dal Trattato, e ha invitato la Commissione europea a presentare proposte concrete in vista dell'adozione della nuova strategia. La Commissione ha risposto avviando una consultazione pubblica nel novembre 2009, prima di formulare proposte concrete sulla nuova Strategia UE 2020 agli inizi del 2010.

L'Eurosistema ha più volte ribadito l'importanza di riforme strutturali volte a incrementare la crescita e l'occupazione, mantenere posizioni di bilancio solide e sostenibili e rendere più efficienti le entrate e la spesa pubblica. In particolare, i paesi dell'area dell'euro dovrebbero proseguire nell'attuazione di riforme di ampio respiro per promuovere l'ordinato funzionamento dell'UEM ed evitare gli squilibri. La BCE ha contribuito attivamente alla discussione sulla Strategia UE 2020 e continuerà a impegnarsi in tal senso nel 2010.

ALTRE POLITICHE DELL'UE

La BCE ha continuato a seguire gli sviluppi in materia di energia e cambiamenti climatici a livello UE, date le implicazioni per gli andamenti dell'economia in generale e dei prezzi in particolare.

1.2 LE PROBLEMATICHE ISTITUZIONALI

A giugno 2009 i cittadini dell'UE hanno eletto un nuovo Parlamento europeo, che il 14 luglio ha tenuto la sua sessione inaugurale. Il 1° dicembre, con l'entrata in vigore del Trattato di Lisbona, si sono insediati il primo Presidente permanente del Consiglio europeo (Herman van Rompuy) e il nuovo Alto rappresentante dell'Unione per gli affari esteri e la politica di sicurezza (Catherine Ashton). Nel 2010 è stata nominata una nuova Commissione europea sotto la presidenza di José Manuel Barroso, candidato dai capi di Stato o di governo per un secondo mandato. Dopo l'approvazione del Parlamento europeo, la nuova Commissione si è insediata il 10 febbraio 2010 per un mandato che si concluderà il 31 ottobre 2014.

IL TRATTATO DI LISBONA

Il Trattato di Lisbona è entrato in vigore il 1° dicembre 2009, dopo essere stato ratificato nel corso dell'anno dagli Stati membri rimanenti. La BCE ha accolto con favore il buon esito del processo di ratifica.

Il nuovo Trattato non introduce modifiche sostanziali alle disposizioni dei trattati vigenti in materia di Unione economica e monetaria (UEM). Per quanto concerne le variazioni di particolare rilievo per il SEBC/Eurosistema, esso rafforza il mandato dell'Eurosistema trasformando l'obiettivo primario di quest'ultimo – vale a dire il mantenimento della stabilità dei prezzi – in un obiettivo dell'UE nel suo insieme.

Inoltre la BCE, finora un organismo comunitario *sui generis*, diventa un'istituzione dell'Unione. Tale modifica, introdotta per accrescere la trasparenza del quadro istituzionale dell'UE, non comporta alcuna conseguenza operativa di rilievo per la BCE o il SEBC/Eurosistema. Ciò che è più importante, la BCE mantiene tutte le sue caratteristiche istituzionali anche in materia di indipendenza, poteri regolamentari e personalità giuridica. Il Trattato di Lisbona rafforza l'indipendenza della BCE ancorando esplicitamente la sua indipendenza finanziaria nel diritto primario.

Si rileva in aggiunta che per la prima volta i termini "euro", "Eurosistema" ed "Eurogruppo" trovano una menzione formale nel diritto primario dell'UE⁵. Anche lo Statuto del SEBC è stato emendato di conseguenza. Un'ulteriore modifica riguarda la decisione circa la nomina dei membri del Comitato esecutivo della BCE, che sarà adottata dal Consiglio europeo deliberando a maggioranza qualificata. Ciò allinea la procedura di designazione a quella prevista per altre importanti cariche politiche all'interno dell'UE, quale ad esempio il Presidente del Consiglio europeo. Solo i

5 Per ulteriori informazioni sulle modifiche istituzionali introdotte dal Trattato di Lisbona, cfr. l'articolo *Le relazioni della BCE con le istituzioni e gli organi dell'Unione europea: evoluzione e prospettive* nel numero di gennaio 2010 del Bollettino mensile della BCE.

rappresentanti dei paesi appartenenti all'area dell'euro hanno diritto di voto su queste nomine.

I.3 GLI ANDAMENTI NEI PAESI CANDIDATI ALL'ADESIONE ALL'UE E LE RELAZIONI CON GLI STESSI

La BCE ha proseguito nel 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'UE.

I negoziati per l'adesione della Croazia sono stati avviati nell'ottobre 2005. Quelli relativi ai singoli capitoli dell'*acquis communautaire*, che avevano avuto inizio nel giugno 2006 hanno continuato a registrare progressi nel corso del 2009. A fine anno erano stati aperti negoziati su 28 capitoli e ne erano stati temporaneamente chiusi 15. La BCE ha mantenuto relazioni bilaterali proficue con la Banca nazionale croata, ad esempio nel contesto del dialogo di alto livello sulle politiche economiche.

Dopo l'avvio dei negoziati per l'adesione della Turchia nell'ottobre 2005, la Commissione europea ha iniziato a negoziare i singoli capitoli dell'*acquis communautaire* a giugno dell'anno successivo e nello stesso mese ha chiuso temporaneamente un capitolo. Nel dicembre 2006 il Consiglio europeo aveva deciso di sospendere i negoziati di otto dei 35 capitoli per l'assenza di progressi nell'estensione dell'unione doganale agli Stati membri dell'UE e temporaneamente di non chiuderne altri. A fine 2009 erano stati aperti negoziati su 12 capitoli e ne era stato chiuso temporaneamente uno. La BCE ha continuato il dialogo di alto profilo sulle politiche economiche in corso da tempo con la Banca centrale della Repubblica di Turchia.

L'ex Repubblica iugoslava di Macedonia aveva ottenuto lo *status* di paese candidato nel 2005. A ottobre 2009 la Commissione europea ha raccomandato l'avvio dei negoziati

per l'adesione, ma il Consiglio europeo non riesaminerà la questione fino a marzo 2010. I contatti a livello di esperti fra la BCE e la Banca nazionale della Repubblica di Macedonia sono rimasti intensi.

A ottobre 2009 la BCE ha ospitato una conferenza economica regionale sulle economie europee emergenti, che ha esaminato l'impatto della crisi economica e finanziaria mondiale sui paesi non appartenenti all'UE. La conferenza ha individuato alcune caratteristiche comuni della regione, che pure presenta un notevole grado di eterogeneità. La crisi ha colpito pesantemente la regione, ma soprattutto quelle economie con ampie vulnerabilità interne ed esterne. Benché sia stata finora evitata una crisi sistemica, permangono vulnerabilità e rischi e gran parte dei paesi evidenzia una forte necessità di riforme strutturali.

2 LE TEMATICHE INTERNAZIONALI

2.1 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, il contesto economico internazionale è di cruciale importanza per la conduzione della politica economica nell'area dell'euro. Di conseguenza, l'Eurosistema segue da vicino e analizza le politiche macroeconomiche e gli andamenti di fondo dei paesi non appartenenti all'area. Inoltre, la BCE svolge un ruolo importante nel processo di sorveglianza multilaterale internazionale delle politiche macroeconomiche, che si svolge principalmente in occasione degli incontri di organismi internazionali quali la Banca dei regolamenti internazionali (BRI), il Fondo monetario internazionale (FMI) e l'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE), come pure in sedi quali le riunioni dei ministri finanziari e dei governatori delle banche centrali del G7 e – in misura crescente – del G20.

Il contesto economico internazionale del 2009 è stato contraddistinto da una graduale stabilizzazione dell'attività economica mondiale. Gli ampi squilibri esterni, considerati un sintomo dei crescenti rischi sistemici nell'economia globale, si sono ridotti in corso d'anno: tuttavia, essi restano sostanziali e la loro riduzione sembra basata principalmente su fattori temporanei. Negli Stati Uniti il disavanzo del conto corrente è sceso dal 4,9 per cento del PIL nel 2008 al 2,9 nel 2009, metà del livello del 2006 (l'anno con i maggiori squilibri in termini assoluti). In Giappone l'avanzo è rimasto vicino al 3 per cento del PIL in entrambi gli anni. Anche l'avanzo mercantile cinese ha iniziato a diminuire, da circa il 10 per cento del PIL nel 2006 a meno del 6 per cento nel 2009. Come negli ultimi anni, nel 2009 il conto corrente dell'area dell'euro ha registrato un saldo prossimo al pareggio.

Il riassorbimento degli squilibri internazionali ha tuttavia riflesso in larga parte fattori ciclici e

temporanei connessi alla crisi (quali la riduzione della leva finanziaria a livello mondiale, il calo della domanda del settore privato, la flessione dei corsi petroliferi e le correzioni dei prezzi delle attività finanziarie) più che fattori strutturali.

Per quanto concerne i fattori strutturali connessi agli squilibri internazionali, l'indebitamento netto delle famiglie statunitensi ha costituito una determinante fondamentale dell'aumento del disavanzo corrente del paese negli anni precedenti la crisi. Dai primi anni del nuovo secolo fino all'estate del 2007 gli afflussi per investimenti di portafoglio, provenienti soprattutto da investitori del settore privato, hanno coperto interamente il disavanzo commerciale degli Stati Uniti. Tali afflussi, in particolare in titoli di debito pubblici, sono notevolmente aumentati all'acuirsi della crisi alla fine del 2008 e si sono successivamente moderati da marzo 2009 con il rinnovato aumento della propensione al rischio; l'indebitamento netto delle famiglie statunitensi è invece diminuito notevolmente tra luglio 2007 e agosto 2009. Al tempo stesso, la limitata estensione del sistema di sicurezza sociale e il sottosviluppo finanziario dei paesi emergenti dell'Asia hanno continuato a convogliarne all'estero i consistenti risparmi, senza modificare però il loro forte orientamento verso le esportazioni.

Malgrado i segnali incoraggianti di stabilizzazione e ripresa, nel 2009 diverse economie hanno continuato a ricevere assistenza dall'FMI (cfr. la sezione sull'architettura finanziaria internazionale, più oltre). Le principali banche centrali hanno continuato a fornire liquidità alle controparti di altri paesi per agevolare il funzionamento dei mercati monetari nelle economie emergenti. In tale contesto sono state accordate linee di *swap* ampliate alle banche centrali di quattro grandi economie di importanza sistemica.

Nel corso del 2009 l'Eurosistema ha continuato in diverse occasioni a porre l'accento sui rischi e le distorsioni connessi al possibile riemergere degli squilibri internazionali e ha espresso il proprio sostegno per un riequilibrio del

profilo della domanda mondiale. In particolare, l'Eurosistema ha caldeggiato a più riprese l'adozione di politiche volte a: aumentare il risparmio dei settori pubblico e privato nei paesi con disavanzi correnti; attuare ulteriori riforme strutturali nelle economie mature con un potenziale di crescita relativamente basso; accrescere la domanda interna nelle economie emergenti; garantire una migliore allocazione del capitale in queste ultime; più in generale, migliorare la valutazione dei rischi. Nel contesto della riflessione in corso sui miglioramenti da apportare all'architettura finanziaria internazionale (cfr. i paragrafi seguenti), l'Eurosistema ha sottolineato che questi dovrebbero non soltanto promuovere la disciplina dei mercati finanziari ma comportare altresì una maggiore disciplina di politica macroeconomica. Il rafforzamento del quadro di sorveglianza multilaterale dovrebbe assicurare politiche economiche sostenibili e orientate alla stabilità, soprattutto nei paesi di importanza sistemica. Un sostegno per il riequilibrio dell'economia mondiale è venuto anche dal G20, che nel comunicato di Pittsburgh ha espresso la volontà di creare un quadro per una crescita robusta, sostenibile ed equilibrata (*Framework for Strong, Sustainable and Balanced Growth*).

Infine, anche l'area dell'euro è soggetta alla sorveglianza internazionale sulle politiche economiche. Nel 2009 l'FMI ha condotto la sua analisi periodica delle politiche monetarie, finanziarie ed economiche dell'area, a complemento delle valutazioni sui singoli paesi partecipanti. Le consultazioni ex articolo IV dell'FMI hanno fornito l'occasione di un utile dibattito fra l'FMI e la BCE, la presidenza dell'Eurogruppo e la Commissione europea. Su questa scorta, l'FMI ha predisposto un rapporto valutativo sulle politiche economiche dell'area dell'euro⁶.

L'ARCHITETTURA FINANZIARIA INTERNAZIONALE

La crisi finanziaria mondiale ha dato origine a un ampio dibattito sull'assetto e il funzionamento del sistema monetario e finanziario internazionale. Dopo il loro primo vertice sui mercati finanziari e l'economia mondiale tenutosi a Washington

nel novembre 2008, i *leader* dei paesi del G20 si sono incontrati nuovamente nell'aprile 2009 a Londra. In tale occasione hanno sollecitato ancora una volta iniziative in materia di regolamentazione finanziaria e politiche macroeconomiche e sottolineato il loro impegno verso l'apertura dei mercati e il libero scambio. Hanno altresì deciso di istituire, come successore del Forum per la stabilità finanziaria (Financial Stability Forum), il Financial Stability Board con un mandato rafforzato e un maggior numero di membri. Un'ulteriore decisione adottata dal G20 riguarda la modifica dell'assetto regolamentare del settore finanziario per tener conto della natura prociclica dei requisiti patrimoniali e dei rischi macroprudenziali, oltre che l'estensione dell'applicabilità delle norme a tutti i mercati, gli strumenti e le istituzioni del settore finanziario di importanza sistemica. Sono state altresì concordate misure per il finanziamento e la riforma delle istituzioni finanziarie internazionali. Durante il vertice tenutosi a Pittsburgh nel settembre 2009, i *leader* del G20 hanno esaminato i progressi compiuti nell'assolvimento degli impegni precedenti e hanno confermato il loro perdurante sostegno alla cooperazione internazionale nell'affrontare le sfide mondiali sul piano delle politiche. Sottolineandone il ruolo nell'individuazione delle risposte alla crisi finanziaria, i *leader* hanno definito il G20 "la sede primaria della nostra cooperazione economica internazionale". Hanno inoltre lanciato il *Framework for Strong, Sustainable and Balanced Growth* con lo scopo di agevolare il passaggio dalla gestione della crisi a una fase di crescita robusta, sostenibile ed equilibrata su scala mondiale, oltre che di affrontare gli squilibri internazionali alla base della crisi finanziaria. Il quadro prevede un processo di valutazione reciproca inteso a verificare l'interazione tra le politiche e i quadri di riferimento nazionali e regionali dei membri del G20, oltre che la loro coerenza con gli obiettivi di crescita. In materia di regolamentazione del settore finanziario, il G20 ha individuato quattro ambiti prioritari di intervento, con obiettivi e

⁶ *Euro area policies: 2009 Article IV consultation – staff report*, FMI, agosto 2009.

scadenze specifici per ognuno: accrescere la qualità del capitale e mitigare la prociclicità; riformare le prassi in materia di remunerazione per sostenere la stabilità finanziaria; migliorare i mercati degli strumenti derivati negoziati fuori borsa; affrontare i problemi connessi alla liquidazione dei soggetti con operatività transfrontaliera e alle istituzioni finanziarie di importanza sistemica.

Il notevole incremento dei prestiti erogati dall’FMI dall’inizio della crisi finanziaria mondiale ha intensificato le discussioni sull’entità appropriata delle risorse del Fondo. Al vertice di Londra del 2 aprile 2009 il G20 ha deciso di accrescere complessivamente di 1.100 miliardi di dollari statunitensi le risorse disponibili delle istituzioni finanziarie internazionali, con misure che comprendevano un impegno a triplicare (da 250 a 750 miliardi di dollari) le risorse dell’FMI rispetto al periodo precedente la crisi, e si è dichiarato favorevole a una nuova allocazione di diritti speciali di prelievo (DSP) per un controvalore di 250 miliardi di dollari. Il G20 ha inoltre chiesto la pronta ratifica del Quarto emendamento allo Statuto del Fondo e della riforma sulle quote e i diritti di voto approvata nel 2008.

Nell’autunno 2009 l’obiettivo di incrementare le risorse dell’FMI di 500 miliardi di dollari – di cui circa 175 miliardi di dollari dall’UE – era stato raggiunto grazie agli impegni bilaterali assunti da diversi paesi membri⁷ sotto forma di accordi di prestito, acquisti di *note* del Fondo o impegni diretti nei confronti dei *New Arrangements to Borrow* (NAB)⁸ ampliati e riformati. Sottolineando che l’FMI è e dovrebbe restare un’istituzione basata sulle quote, i membri del Fondo hanno altresì convenuto che l’entità appropriata delle sue risorse e la composizione delle stesse (vale a dire l’equilibrio tra le risorse basate sulle quote e quelle ottenute in prestito) sarebbero state riconsiderate a breve, vale a dire in occasione della successiva riforma delle quote (anticipata dal 2013 al gennaio 2011) oppure dei NAB. In linea con l’ampio pacchetto di riforme delle quote e dei diritti di voto concordato nel 2008, un obiettivo fondamentale della riforma

consisterà nel migliorare l’allineamento delle quote con il ruolo e il peso relativo dei singoli membri nell’economia mondiale. Al vertice di Pittsburgh il G20 si è impegnato “verso una ricomposizione delle quote a favore delle economie in via di sviluppo e di quelle emergenti dinamiche, attraverso l’assegnazione di almeno il 5 per cento delle quote dai paesi sovrarappresentati a quelli sottorappresentati”. Ha inoltre riconosciuto l’esigenza di affrontare aspetti dell’FMI quali le dimensioni e la composizione del Comitato esecutivo, le misure per accrescere l’efficacia di quest’ultimo e il coinvolgimento del Consiglio dei governatori nella vigilanza strategica del Fondo.

L’allocazione generale di DSP, per un controvalore di 250 miliardi di dollari, è entrata in vigore il 28 agosto 2009 e quella speciale di circa 32 miliardi il 9 settembre dello stesso anno, dopo l’assenso degli Stati Uniti al Quarto emendamento dello Statuto dell’FMI atteso dal 1997. Con le due nuove allocazioni, per un totale di circa 282 miliardi di dollari, lo stock di DSP in essere si è quasi decuplicato (arrivando a circa 316 miliardi). Le allocazioni cumulate di tutti i paesi appartenenti all’area dell’euro sono pari a 47 miliardi di DSP, equivalenti a circa 74 miliardi di dollari.

Come risposta alla crisi finanziaria, a marzo 2009 l’FMI si è fra l’altro impegnato in un’articolata revisione del quadro per l’erogazione dei prestiti. Le principali riforme riguardano: l’introduzione di un nuovo sportello finanziario, denominato *Flexible Credit Line*, per paesi che vantino fondamentali solidi, politiche virtuose e una buona tradizione di attuazione delle stesse; il raddoppio dei limiti di accesso dei paesi membri alle risorse del Fondo; la razionalizzazione

7 Il Consiglio dell’Unione europea del 19 marzo 2009 aveva annunciato la disponibilità dei paesi membri dell’UE a fornire contributi temporanei e immediati per un totale di 75 miliardi di euro. L’Ecofin del 2 settembre ha poi portato il contributo europeo complessivo a 125 miliardi di euro (pari a circa 175 miliardi di dollari statunitensi a quella data).

8 Accordi di prestito tra l’FMI e un gruppo di paesi membri e istituzioni per fornire risorse aggiuntive al Fondo con lo scopo di prevenire o fronteggiare le disfunzioni del sistema monetario internazionale oppure gestire una situazione eccezionale che presenta una minaccia per la stabilità di tale sistema.

della condizionalità dei programmi, compresa l'eliminazione dei criteri quantitativi per valutare i risultati strutturali nei programmi sostenuti dal Fondo; la semplificazione delle procedure di accesso agli *High Access Precautionary Arrangements*, utilizzabili a titolo precauzionale dai membri mutuatari; la semplificazione delle strutture di costi e di scadenze; la dismissione di strumenti poco utilizzati, quali ad esempio la *Supplemental Reserve Facility*.

L'utilizzo delle risorse del Fondo è rimasto significativo nel 2009. Nel quadro dei normali schemi di *standby*, sono stati conclusi accordi con paesi quali la Romania, la Serbia, la Bosnia-Erzegovina, lo Sri Lanka e la Bielorussia. Nel contesto delle nuove linee, è stato approvato l'accesso di Messico, Polonia e Colombia alla *Flexible Credit Line*; inoltre, una serie di economie del Centro America (Costa Rica, Salvador e Guatemala) assieme al Gabon ha ottenuto di avvalersi degli *High Access Precautionary Arrangements*.

Nel 2009 l'FMI si è concentrato in misura considerevole sul miglioramento della vigilanza macrofinanziaria e finanziaria. Il G20 ha chiesto al Fondo e al nuovo Financial Stability Board di condurre un'analisi comune per la segnalazione tempestiva delle principali vulnerabilità macrofinanziarie. Inoltre, il programma di valutazione del settore finanziario (*Financial Sector Assessment Program*, FSAP), attuato di concerto dalla Banca mondiale e dall'FMI, è stato oggetto di una revisione intesa ad accrescerne l'efficacia e a consentire una migliore integrazione dei suoi risultati nell'ambito della vigilanza bilaterale. Il FSAP svolge un duplice ruolo, in quanto valuta sia la stabilità finanziaria sia le esigenze di sviluppo. A seguito dei cambiamenti nel contesto mondiale dall'ottobre 2008, l'FMI ha inoltre rivisto la sua Dichiarazione sulle priorità della sorveglianza (*Statement of surveillance priorities*) che ne orienta le attività in materia fino al 2011. Le priorità economiche –

che continuano a includere il rafforzamento del sistema finanziario mondiale – sono state estese anche alla promozione sia di un ordinato ritiro delle misure connesse alla crisi, per assicurare una ripresa sostenuta, sia di un riequilibrio della domanda mondiale, per sostenere la crescita su scala internazionale limitando nel contempo gli squilibri globali. In prospettiva, l'FMI assumerà un nuovo ruolo fornendo un contributo analitico al processo di valutazione reciproca del G20 nel contesto del nuovo *Framework for Strong, Sustainable and Balanced Growth*. Infine, riconoscendo l'esigenza di ampliare la portata dell'azione di sorveglianza del Fondo, il mandato di quest'ultimo è oggetto di un riesame che potrebbe estenderne la copertura all'intero ventaglio di politiche macroeconomiche e finanziarie in grado di influire sulla stabilità mondiale.

La comunità finanziaria internazionale ha altresì continuato a promuovere meccanismi per la prevenzione e la gestione ordinata delle crisi. In questo contesto gli emittenti sovrani e i relativi creditori privati hanno compiuto ulteriori progressi verso l'attuazione dei principi atti a garantire la stabilità dei flussi di capitali e un'equa ristrutturazione del debito nei mercati emergenti, approvati dai Ministri finanziari e dai Governatori delle banche centrali del G20 nel 2004. Questi principi, volontari e basati su regole di mercato, intendono fornire linee guida in materia di condivisione delle informazioni, dialogo e stretta cooperazione. Essi godono dell'appoggio un numero crescente di istituzioni finanziarie e di paesi emittenti, che hanno manifestato un particolare interesse nel promuoverne l'applicazione. Nel suo incontro più recente, che ha avuto luogo a Istanbul nell'ottobre 2009, il *Group of Trustees of the Principles* (un organismo in cui siedono alcuni dei protagonisti della finanza internazionale, istituito per guidare il processo di attuazione di tali principi) ha preso in esame i progressi compiuti nel contesto dell'architettura finanziaria internazionale e ha fornito orientamenti per l'attività futura.

2.2 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. L'assistenza tecnica da esso fornita resta inoltre uno strumento importante per il rafforzamento delle competenze amministrative delle banche centrali, soprattutto nelle regioni confinanti con l'UE, e per migliorare il grado di conformità agli standard europei e internazionali. La BCE ha inoltre partecipato attivamente, al fianco della Commissione europea, al dialogo macroeconomico dell'Unione europea con le principali economie di mercato emergenti (ad esempio Russia, India ed Egitto) e i paesi confinanti con l'UE.

La BCE ha continuato ad approfondire i rapporti con i paesi dei Balcani occidentali. Il 1° settembre 2008, insieme a 17 BCN⁹ dell'UE, ha varato un programma di assistenza tecnica della durata di nove mesi a favore della banca centrale serba. Finanziato dall'Agenzia europea per la ricostruzione¹⁰, il programma ha fornito alla banca centrale serba un rapporto contenente un'analisi dei progressi da compiere in vista dell'adesione all'UE nelle seguenti aree di attività di banca centrale: vigilanza bancaria, armonizzazione dell'ordinamento giuridico nazionale con l'*acquis communautaire* negli ambiti di competenza della banca centrale serba, liberalizzazione dei movimenti di capitale, conduzione della politica monetaria e regime di cambio, statistiche monetarie, finanziarie e di bilancia dei pagamenti e tutela dei consumatori di servizi finanziari.

Nel contesto della cooperazione in corso con la Banca centrale d'Egitto, il 1° gennaio 2009 è stato varato un nuovo programma triennale finanziato dalla Commissione europea con la partecipazione di esperti provenienti da: BCE, Българска народна банка (Banca nazionale di Bulgaria), Česká národní banka, Deutsche Bundesbank, Banca di Grecia, Banque de France, Banca d'Italia e Banca Națională a României. Obiettivo del programma è rafforzare

gradualmente la vigilanza bancaria in Egitto per assicurare la conformità con le disposizioni di Basilea2, in linea con la strategia definita dalla banca centrale egiziana. Il programma di cooperazione tecnica con la banca centrale russa, finanziato dalla Commissione europea, è proseguito nel 2009. L'Eurosistema (vale a dire la BCE in partenariato con Deutsche Bundesbank, Banca di Grecia, Banco de España, Banque de France, Banca d'Italia, De Nederlandsche Bank, Oesterreichische Nationalbank e Suomen Pankki-Finlands Bank in cooperazione con l'autorità di vigilanza finanziaria finlandese) fornisce assistenza tecnica nelle aree della vigilanza bancaria e del controllo interno. Nel primo ambito lo scopo è sostenere la graduale attuazione dei principi di Basilea2 nel quadro di vigilanza bancaria della Russia; nel secondo viene fornito un sostegno nell'ambito dei controlli interni basati sul rischio, dell'*audit* informatico e del controllo interno sulla gestione delle riserve valutarie. Varato nel 2008, il programma dovrebbe concludersi il 31 dicembre 2010.

L'11 e 12 marzo 2009 l'Eurosistema ha tenuto a Vienna il quinto Seminario ad alto livello con la Banca di Russia. Ospitato dalla Oesterreichische Nationalbank, il seminario ha visto la presenza di governatori e alti rappresentanti dell'Eurosistema e della Banca di Russia ed è stato inteso a rafforzare ulteriormente il dialogo e migliorare le relazioni tra i due organismi, intensificatesi negli ultimi anni. Gli argomenti principali hanno riguardato gli andamenti macroeconomici recenti, l'impatto dei prezzi delle materie prime sull'inflazione e la stabilità finanziaria in Russia e nell'area dell'euro.

Il quarto seminario ad alto livello dell'Eurosistema e delle banche centrali latino-americane ha avuto luogo il

9 Le BCN di Belgio, Bulgaria, Repubblica Ceca, Danimarca, Germania, Estonia, Grecia, Francia, Italia, Cipro, Lettonia, Ungheria, Paesi Bassi, Austria, Polonia, Romania e Regno Unito.

10 A dicembre 2008 l'Agenzia europea per la ricostruzione ha cessato ufficialmente di esistere e ha trasferito diritti e obblighi alla Delegazione della Commissione europea (dal 1° dicembre 2009 "Delegazione dell'Unione europea") presso la Repubblica di Serbia.

23 marzo 2009 a Città del Messico ed è stato organizzato di concerto dalla BCE, dal Banco de España e dal Banco de México. Tra i principali argomenti di discussione figurano le implicazioni economiche e la risposta delle politiche alla crisi finanziaria mondiale e all'aumento e alla caduta dei prezzi delle materie prime.

Il 2-3 novembre 2009 la BCE ha organizzato un *workshop* per preparare il sesto seminario ad alto livello dell'Eurosistema con le banche centrali dei paesi del Mediterraneo, che si terrà a Cipro nel 2010. Vi hanno partecipato i rappresentanti delle banche centrali dell'Eurosistema, dei paesi partner dell'UE situati sulle sponde meridionale e orientale del Mediterraneo, della Commissione europea e della Banca europea per gli investimenti. Il dibattito si è incentrato sull'impatto della crisi finanziaria mondiale e la conseguente recessione nelle economie e i settori finanziari dei paesi del Mediterraneo, oltre che sui regimi di cambio nella regione.

Nel 2009 la BCE ha inoltre intensificato le relazioni con le autorità cinesi. Il 29 novembre il Presidente della BCE, il Presidente dell'Eurogruppo e il Commissario per gli affari economici e monetari hanno incontrato le autorità cinesi a Nanchino. L'incontro, il secondo tra le parti, viene considerato un elemento importante del dialogo tra la Cina e l'UE. La discussione, che ha affrontato diverse problematiche economiche e finanziarie, tra le quali quelle connesse alle politiche valutarie, ha accresciuto la comprensione reciproca delle politiche delle due aree. La BCE ha inoltre rafforzato i suoi rapporti con la banca centrale della Repubblica popolare cinese nel 2009. Il principale ambito di discussione è il Gruppo di lavoro tra la BCE e la banca centrale cinese, che si riunisce tre volte l'anno e che nel 2009 si è occupato di aspetti connessi alla crescita economica, alle politiche di stimolo e alla stabilità finanziaria dal punto di vista sia dell'area dell'euro sia della Cina.

Agli inizi del 2010 la BCE e 14 BCN¹¹ dell'area dell'euro hanno avviato un programma biennale inteso a rafforzare la vigilanza macro e microprudenziale nei candidati e potenziali

candidati all'adesione alla UE. Il programma è rivolto alle banche centrali e alle autorità di vigilanza dei Balcani occidentali e della Turchia. L'intenzione espressa dall'FMI e dalla Banca mondiale di partecipare attivamente al programma e l'interesse manifestato da numerose istituzioni e organismi internazionali ed europei attestano che il programma viene considerato tempestivo e necessario dalla comunità internazionale. Finanziato dall'UE, il programma è inteso a migliorare la tenuta a medio termine dei candidati e potenziali candidati all'adesione all'UE di fronte alle tensioni finanziarie sostenendo l'allineamento della vigilanza macro e microprudenziale ai più recenti standard internazionali e comunitari.

¹¹ Le BCN di Belgio, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Cipro, Lussemburgo, Malta, Paesi Bassi, Austria, Portogallo, Slovenia, Slovacchia e Finlandia.



In occasione della manifestazione Luminale 2008, la Grossmarkthalle è stata illuminata dagli artisti di Casa Magica. La foto mostra il secondo dei tre motivi utilizzati, che allude ai futuri lavori di costruzione della nuova sede della BCE.

CAPITOLO 5

LA RESPONSABILITÀ PER IL PROPRIO OPERATO

I LA RESPONSABILITÀ PER IL PROPRIO OPERATO NEI CONFRONTI DEI CITTADINI E DEL PARLAMENTO EUROPEO

Negli ultimi decenni l'indipendenza delle banche centrali si è affermata come un elemento indispensabile della politica monetaria delle economie mature ed emergenti. La decisione di rendere le banche centrali indipendenti è saldamente radicata nella teoria economica e nell'evidenza empirica, le quali dimostrano che tale assetto favorisce il mantenimento della stabilità dei prezzi. Nel contempo, principio fondamentale di ogni società democratica è che le istituzioni indipendenti, titolari di funzioni pubbliche, rendano conto del proprio operato ai cittadini e ai loro rappresentanti eletti. La responsabilità per il proprio operato costituisce quindi un importante bilanciamento all'indipendenza della banca centrale.

L'impegno assunto dalla BCE in termini di responsabilità per il proprio operato e di trasparenza è illustrato dalla decisione di andare oltre i propri obblighi statutari nella sua regolare attività di rendiconto. La BCE, ad esempio, pubblica un bollettino a cadenza mensile (anziché trimestrale come richiesto) e i membri del Consiglio direttivo intervengono spesso in pubblico pronunciando discorsi su temi di interesse generale, che nel 2009 hanno incluso la risposta di politica monetaria della BCE alla crisi finanziaria, le sfide di politica economica a livello mondiale e una riflessione di fondo sul ruolo e sulla strategia delle banche centrali. Inoltre, le conferenze stampa che seguono la prima riunione mensile del Consiglio direttivo restano un momento fondamentale per spiegare in dettaglio la valutazione della BCE riguardo alla situazione economica e le motivazioni alla base delle decisioni sui tassi di interesse.

Sul piano istituzionale, la BCE è tenuta a dar conto del proprio operato principalmente al Parlamento europeo, il quale trae la propria legittimità direttamente dai cittadini dell'UE. Sin dalla sua nascita, la BCE ha mantenuto uno stretto e proficuo dialogo con il Parlamento europeo. Il Presidente continua a riferire sulle decisioni adottate dalla BCE in materia di politica monetaria e sugli altri compiti ad essa affidati durante le audizioni trimestrali dinanzi la Commissione parlamentare per i

problemi economici e monetari (commissione ECON) e dovrà presentare il Rapporto annuale 2008 della Banca alla sessione plenaria del Parlamento il 25 marzo 2010. A febbraio del 2009 il Presidente è intervenuto a una riunione congiunta del Parlamento europeo e dei parlamenti nazionali per esaminare il quadro di riferimento dell'UE in materia di salvaguardia della stabilità finanziaria.

Anche altri membri del Comitato esecutivo hanno tenuto in diverse occasioni audizioni presso il Parlamento europeo. Il Vicepresidente ha presentato il Rapporto annuale 2008 della BCE alla commissione ECON. Lorenzo Bini Smaghi e Jürgen Stark hanno partecipato alle riunioni annuali congiunte del Parlamento europeo e dei parlamenti nazionali per discutere della situazione dell'UE nella crisi finanziaria e della strategia post-crisi per la crescita e l'occupazione nonché la rivisitazione dell'architettura finanziaria globale. José Manuel González-Páramo è intervenuto in un'audizione organizzata dalla Commissione speciale sulla crisi finanziaria, economica e sociale del Parlamento europeo. Infine, Gertrude Tumpel-Gugerell è stata sentita dalla commissione ECON sui recenti sviluppi in materia di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli e sul progetto *Target2-Securities* dell'Eurosistema.

Inoltre, hanno avuto luogo discussioni fra rappresentanti della BCE e membri del Parlamento europeo sugli orientamenti strategici adottati dalla BCE e su altri aspetti di sua competenza (quali la stabilità finanziaria). Secondo una prassi consolidata, nel 2009 una delegazione della commissione ECON si è recata in visita alla BCE per uno scambio di opinioni con i membri del Comitato esecutivo sulla situazione economica e sull'attuazione del nuovo assetto di vigilanza dell'UE.

2 QUESTIONI SPECIFICHE SOLLEVATE DURANTE GLI INCONTRI CON IL PARLAMENTO EUROPEO

Durante gli scambi di opinioni tra il Parlamento europeo e la BCE, è stata esaminata un'ampia serie di problematiche. Le questioni fondamentali sollevate nel corso di queste discussioni sono trattate nei paragrafi seguenti.

LA RISPOSTA DELLE POLITICHE ECONOMICHE ALLA CRISI ECONOMICA E FINANZIARIA

La crisi economica e finanziaria ha trovato ampio spazio nelle discussioni fra la BCE e il Parlamento europeo. Nelle risoluzioni adottate, quest'ultimo ha invitato gli Stati membri ad adottare un approccio coordinato per superare la crisi e ha accolto con favore il varo del Piano europeo di ripresa economica. Al contempo, esprimendo preoccupazione per la rapida crescita del debito pubblico e dei disavanzi di bilancio, ha fortemente sollecitato un rapido ritorno a finanze pubbliche sane. La Commissione speciale sulla crisi finanziaria, economica e sociale è stata incaricata di analizzare e valutare l'entità della crisi e il suo impatto sull'UE e sugli Stati membri.

In occasione delle sue audizioni dinanzi al Parlamento europeo, il Presidente ha ribadito il pieno sostegno della BCE alla Commissione europea nel difficile compito di assicurare l'attuazione del Patto di stabilità e crescita, nonché la piena adesione al messaggio della Commissione secondo cui un ambizioso processo di risanamento dei bilanci deve essere avviato non appena si configuri una stabile ripresa economica.

IL QUADRO DI RIFERIMENTO DELL'UE IN MATERIA DI VIGILANZA E STABILITÀ NEL SETTORE FINANZIARIO

Il Parlamento europeo e la BCE hanno continuato lo stretto dialogo in materia di vigilanza finanziaria. Il Parlamento ha ricordato che diverse raccomandazioni contenute nel rapporto del gruppo de Larosière (per maggiori informazioni, cfr. il capitolo 3) erano già state formulate dai suoi membri. Inoltre, alla luce della crescente integrazione dei mercati finanziari nell'UE, il Parlamento ha auspicato una revisione del relativo quadro regolamentare e di *governance*. L'istituzione si

è infine espressa a favore di un rafforzamento del ruolo della BCE in materia di stabilità finanziaria. In precedenti risoluzioni il Parlamento è stato del parere che, in virtù dell'articolo 127, paragrafo 6, del Trattato, la BCE dovrebbe essere coinvolta nella vigilanza macroprudenziale a livello di UE delle istituzioni finanziarie che hanno importanza sistemica.

Durante le sue audizioni dinanzi al Parlamento europeo, il Presidente della BCE ha accolto favorevolmente la proposta di istituire un organo deputato alla vigilanza macroprudenziale a livello europeo, denominato Comitato europeo per il rischio sistemico (*European Systemic Risk Board*, ESRB; per informazioni più dettagliate cfr. riquadro 8). Il Presidente ha precisato che, in considerazione dei loro mandati chiaramente distinti, la BCE e l'ESRB riferiranno separatamente al Parlamento europeo.



Vista meridionale dell'ex Grossmarkthalle (2006).

CAPITOLO 6

**L'ATTIVITÀ
DI COMUNICAZIONE
ESTERNA**

I LA POLITICA DI COMUNICAZIONE

L'attività di comunicazione esterna condotta dalla Banca centrale europea 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 ispirano le attività di comunicazione della BCE sono l'apertura e la trasparenza. Entrambi contribuiscono all'efficacia, all'efficienza e alla credibilità della politica monetaria della Banca centrale europea. Essi sostengono inoltre l'impegno della BCE a rendere pienamente conto delle proprie azioni, come spiegato più in dettaglio nel capitolo 5.

Introdotta nel 1999, la prassi di spiegare tempestivamente, regolarmente e in modo approfondito le valutazioni e le decisioni di politica monetaria rappresenta un approccio aperto e trasparente, unico nel suo genere, all'attività di comunicazione di banca centrale. Le decisioni di politica monetaria vengono illustrate nel corso della conferenza stampa che si tiene subito dopo la riunione del Consiglio direttivo in cui sono state assunte. In tale occasione il Presidente rilascia una dettagliata dichiarazione introduttiva, spiegando le decisioni del Consiglio direttivo, e, insieme al Vicepresidente, rimane a disposizione dei mezzi di informazione per rispondere alle loro domande. Dal dicembre 2004, inoltre, le decisioni del Consiglio direttivo diverse da quelle relative alla definizione dei tassi di interesse sono pubblicate mensilmente sui siti Internet delle banche centrali dell'Eurosistema.

Gli atti giuridici della BCE e la situazione contabile consolidata dell'Eurosistema sono resi disponibili in tutte le lingue ufficiali dell'UE¹. Anche il Rapporto annuale della BCE e i numeri trimestrali del Bollettino mensile sono diffusi in versione integrale nelle lingue ufficiali dell'UE². Il Rapporto sulla Convergenza è pubblicato in versione integrale o sintetica in tutte le lingue ufficiali dell'UE³. Ai fini della trasparenza e della responsabilità per il proprio operato nei confronti dei cittadini, la BCE pubblica altri documenti oltre quelli statuari in alcune o in tutte le lingue ufficiali, in particolare i comunicati

stampa sulle decisioni di politica monetaria, le proiezioni macroeconomiche⁴, gli indirizzi di *policy* e il materiale informativo rilevante per il pubblico. La preparazione, la pubblicazione e la diffusione dei documenti principali della BCE nelle lingue nazionali sono svolte in stretta collaborazione con le singole BCN.

1 A eccezione dell'irlandese, per cui è in vigore una deroga a livello dell'UE.

2 A eccezione dell'irlandese (per deroga a livello dell'UE) e del maltese (per accordo con la Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta, dopo la revoca nel maggio 2007 della deroga provvisoria dell'UE).

3 Cfr. nota 2.

4 Si tratta delle proiezioni degli esperti della BCE dal settembre 2004 e di quelle degli esperti dell'Eurosistema dal dicembre 2000.

2 L'ATTIVITA' DI COMUNICAZIONE

La BCE si rivolge a un pubblico ampio, che comprende esperti finanziari, mezzi di informazione, autorità politiche e cittadini, ciascuno avente un diverso livello di conoscenze in materia economica e finanziaria. Al fine di spiegare il proprio mandato e le proprie decisioni, si avvale perciò di un ricco ventaglio di strumenti e di attività di comunicazione, che vengono costantemente affinati affinché siano il più possibile efficaci, in considerazione dei diversi destinatari a cui si rivolgono nonché del contesto e delle esigenze di comunicazione.

La BCE pubblica una serie di studi e rapporti, come il Rapporto annuale, che presenta un resoconto delle attività svolte nel corso dell'anno precedente, contribuendo così all'assolvimento del principio di responsabilità per il proprio operato. Il Bollettino mensile fornisce aggiornamenti regolari sulla valutazione dell'evoluzione economica e monetaria effettuata dalla BCE e spiega in dettaglio i motivi sottostanti alle sue decisioni, mentre la *Financial Stability Review* valuta la stabilità del sistema finanziario dell'area dell'euro con riferimento alla sua capacità di assorbire shock avversi. Un ampio volume di dati è fornito dalla BCE principalmente attraverso la *Statistical Data Warehouse* e i grafici interattivi presenti sul proprio sito Internet, oltre che in formato cartaceo nelle edizioni mensili dello *Statistics Pocket Book*.

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 attraverso audizioni al Parlamento europeo e ai parlamenti nazionali, tenendo discorsi pubblici e rilasciando interviste ai mezzi di informazione. Nel 2009 il Presidente e gli altri membri del Comitato esecutivo della BCE sono apparsi sette volte dinanzi al Parlamento europeo (per maggiori dettagli, cfr. il capitolo 5). Hanno tenuto circa 260 discorsi, rilasciato circa 200 interviste ai mezzi di informazione e pubblicato articoli in riviste specializzate e giornali.

Le BCN dell'area dell'euro svolgono un ruolo di primo piano nell'assicurare, a livello nazionale, la diffusione di informazioni e messaggi dell'Eurosistema ai cittadini e ai soggetti interessati. Esse si rivolgono a destinatari sia a livello regionale che nazionale, utilizzando le rispettive lingue e tenendo conto dei diversi contesti di riferimento.

Nel 2009 la BCE ha organizzato – in via esclusiva o in collaborazione con le BCN dell'UE, la Commissione europea, lo European Journalism Centre e altre fondazioni o autorità pubbliche – 13 seminari volti ad approfondire le conoscenze e la comprensione da parte dei mezzi di informazione nazionali e internazionali.

Nel 2009 la BCE ha accolto presso la propria sede a Francoforte circa 14.000 visitatori, che hanno ricevuto informazioni dirette sotto forma di presentazioni tenute da esperti e dirigenti della BCE.

Tutti i documenti pubblicati dalla BCE e l'elenco delle attività svolte sono disponibili sul suo sito Internet, che nel 2009 ha ricevuto 25 milioni di visite (il 38 per cento in più rispetto all'anno precedente) con 157 milioni di pagine visualizzate e 45 milioni di documenti scaricati.

Nello stesso anno la BCE ha risposto a circa 100.000 richieste di informazioni da parte del pubblico (contro 60.000 nel 2008) su varie questioni relative ad attività, politiche e decisioni della BCE.

Le attività di comunicazione della BCE nel 2009 sono state mirate soprattutto a spiegare gli eventi e le conseguenze della crisi finanziaria ed economica mondiale nonché le misure adottate dalla BCE e dall'Eurosistema. Gran parte dei discorsi tenuti in pubblico dai membri del Comitato esecutivo verteva su questa tematica. L'argomento ha inoltre dominato le richieste di informazioni e le domande ricevute dalla stampa, dal pubblico e dai visitatori presso la BCE. Lo sviluppo di progetti particolari connessi

ai sistemi di pagamento e alle infrastrutture di mercato (l'Area unica dei pagamenti in euro e *Target2-Securities*) ha richiesto un ulteriore sforzo di comunicazione mirata.

Nel contesto degli eventi celebrativi del decimo anniversario dell'euro è stato organizzato un simposio dal titolo *The future of Europe – views from founding fathers* nel quale l'ex Presidente francese Valéry Giscard d'Estaing e l'ex Cancelliere tedesco Helmut Schmidt sono stati invitati a parlare delle rispettive esperienze e riflessioni in merito all'introduzione della moneta unica oltre che a fornire il loro punto di vista sugli sviluppi futuri. Al simposio hanno partecipato ospiti internazionali, rappresentanti sia della comunità imprenditoriale sia dei mezzi di informazione e studenti universitari. È stata inoltre organizzata una conferenza dal titolo *10 years of European Monetary Union: a legal perspective* in cui 135 esperti giuridici appartenenti a banche centrali, ministeri finanziari, organizzazioni regionali e istituzioni accademiche hanno discusso gli aspetti legali del funzionamento dell'Eurosistema e del SEBC.

Nel 2009 il programma *Cultural Days* della BCE è stato dedicato alla Romania e organizzato in cooperazione con la Banca Națională a României. Varato nel 2003 con l'obiettivo di offrire agli abitanti di Francoforte la possibilità di avvicinarsi ogni anno alla cultura di un paese membro dell'UE, nel 2009 il programma è stato articolato in 24 eventi cui hanno partecipato circa 6.000 persone.



Vista della Grossmarkthalle all'epoca in cui serviva ancora da mercato all'ingrosso. Sullo sfondo verso il lato occidentale, il centro città (2002).

CAPITOLO 7

**L'ASSETTO
ISTITUZIONALE,
L'ORGANIZZAZIONE
E IL BILANCIO**

I GLI ORGANI DECISIONALI E LA *GOVERNANCE* INTERNA DELLA BCE

I.1 L'EUROSISTEMA E IL SISTEMA EUROPEO DI BANCHE CENTRALI



L'Eurosistema è il sistema di banche centrali dell'area dell'euro. Esso comprende la BCE e le banche centrali nazionali (BCN) degli Stati membri che hanno adottato l'euro (16 dal 1° gennaio 2009). Il termine "Eurosistema" è incorporato nel trattato di Lisbona¹. Il Consiglio direttivo aveva in precedenza adottato tale termine al fine di agevolare la comprensione della struttura che svolge le funzioni di banca centrale nell'area dell'euro. Il termine è inteso a sottolineare l'identità comune, il lavoro di squadra e la cooperazione fra tutti i membri di tale struttura ed è già ampiamente utilizzato.

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. Il Comitato esecutivo attua la politica monetaria in conformità con gli indirizzi e le decisioni adottati dal Consiglio direttivo, impartendo le necessarie istruzioni alle BCN. La BCE è dotata di personalità giuridica ai sensi del diritto pubblico internazionale. A seguito dell'entrata in vigore del Trattato di Lisbona, la BCE è un'istituzione dell'UE. Tuttavia, le caratteristiche istituzionali della BCE restano invariate².

1 Per maggiori informazioni sul Trattato di Lisbona, cfr. la sezione 1.2 del capitolo 4.
2 Per maggiori dettagli sulle implicazioni del Trattato di Lisbona per la BCE, cfr. la sezione 1.2 del capitolo 4.

Ciascuna BCN gode di personalità giuridica in base alla legislazione del rispettivo paese. In quanto parte integrante dell'Eurosistema, le BCN dell'area dell'euro svolgono i compiti a questo conferiti in conformità con le regole fissate dagli organi decisionali della BCE. Contribuiscono inoltre ai lavori dell'Eurosistema e del SEBC attraverso la partecipazione dei propri rappresentanti ai diversi Comitati dell'Eurosistema/SEBC (cfr. la sezione 1.5 di questo capitolo). 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 interni³. 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 prendere 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 2009, due riunioni sono state tenute in sedi diverse da Francoforte: una presso la Banque centrale du Luxembourg a Lussemburgo e l'altra presso la Banca d'Italia a Venezia. 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. Il 18 dicembre 2008 il Consiglio direttivo ha deciso di mantenere l'attuale sistema di voto⁴ e

³ Per il Regolamento interno della BCE, cfr. la Decisione BCE/2004/2 del 19 febbraio 2004 relativa all'adozione del Regolamento interno della Banca centrale europea, GU L 80, 18.3.2004, pag. 33, emendata dalla Decisione BCE/2009/5 del 19 marzo 2009 GU L 100, 18.4.2009, pag. 10; la Decisione BCE/2004/12 del 17 giugno 2004, che adotta il Regolamento interno del Consiglio generale della BCE, GU L 230, 30.6.2004, pag. 61; la Decisione BCE/1999/7 del 12 ottobre 1999 relativa al Regolamento interno del Comitato esecutivo della BCE, GU L 314, 8.12.1999, pag. 34. Questi regolamenti sono disponibili anche sul sito Internet della BCE.

⁴ Ai sensi dell'articolo 10.2 dello Statuto del SEBC, che limita il numero di governatori con diritto di voto a 15, ma prevede anche la possibilità per il Consiglio direttivo di differire l'attuazione del sistema di rotazione finché il numero di governatori non sia superiore a 18.

di introdurre un meccanismo di rotazione solo quando il numero dei governatori dell'area dell'euro risulterà superiore a 18. Il 19 marzo 2009 il Consiglio direttivo ha adottato una decisione relativa a tutti gli aspetti dell'attuazione del sistema di rotazione, quali l'ordine, il periodo e il tasso di rotazione, unitamente ai necessari emendamenti al Regolamento interno⁵. Tale decisione entrerà in vigore quando il sistema di rotazione verrà adottato.

5 Decisione BCE/2009/5 che modifica la Decisione BCE/2004/2 del 19 febbraio 2004 di adozione del Regolamento interno della Banca centrale europea, GU L 100, 18.4.2009, pag.10. Per una descrizione dettagliata delle modalità di attuazione del sistema di rotazione, cfr. l'articolo *La rotazione dei diritti di voto nel Consiglio direttivo della BCE* nel numero di luglio 2009 del Bollettino mensile della BCE.

IL CONSIGLIO DIRETTIVO



Jean-Claude Trichet

Presidente della BCE

Lucas D. Papademos

Vicepresidente della BCE

Lorenzo Bini Smaghi

Membro del Comitato esecutivo della BCE

Michael C. Bonello

Governatore della Central Bank of Malta

Vítor Constâncio

Governatore del Banco de Portugal

Mario Draghi

Governatore della Banca d'Italia

Miguel Fernández Ordóñez

Governatore del Banco de España

José Manuel González-Páramo

Membro del Comitato esecutivo della BCE

Patrick Honohan

Governatore della Central Bank and Financial Services Authority of Ireland
(dal 26 settembre 2009)

John Hurley

Governatore della Central Bank and Financial Services Authority of Ireland
(fino al 24 settembre 2009)

Marko Kranjec

Governatore della Banka Slovenije

Erkki Liikanen

Governatore della Suomen Pankki –
Finlands Bank

Yves Mersch

Governatore della Banque centrale
du Luxembourg

Ewald Nowotny

Governatore della Oesterreichische Nationalbank

Christian Noyer

Governatore della Banque de France

Athanasios Orphanides

Governatore della Banca centrale di Cipro

George A. Provopoulos

Governatore della Banca di Grecia

Guy Quaden

Governatore della Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique

Ivan Šramko

Governatore della Národná banka Slovenska

Jürgen Stark

Membro del Comitato esecutivo della BCE

Gertrude Tumpel-Gugerell

Membro del Comitato esecutivo della BCE

Axel A. Weber

Presidente della Deutsche Bundesbank

Nout Wellink

Presidente della Nederlandsche Bank

Prima fila (da sinistra) :

Marko Kranjec, Ewald Nowotny,
Yves Mersch, Lucas D. Papademos,
Jean-Claude Trichet,
Gertrude Tumpel-Gugerell,
Vítor Constâncio, Michael C. Bonello

Seconda fila (da sinistra):

Patrick Honohan,
George A. Provopoulos,
José Manuel González-Páramo,
Miguel Fernández Ordóñez,
Athanasios Orphanides, Guy Quaden

Terza fila (da sinistra):

Jürgen Stark, Erkki Liikanen,
Axel A. Weber, Lorenzo Bini Smaghi,
Christian Noyer, Ivan Šramko

Nota: Mario Draghi e Nout Wellink
non erano presenti quando è stata
scattata la foto.

1.3 IL COMITATO ESECUTIVO

Il Comitato esecutivo comprende il Presidente e il Vicepresidente della BCE e altri quattro membri, nominati di comune accordo⁶ dai Capi di Stato o di governo degli Stati membri che hanno adottato l'euro. Le principali responsabilità del Comitato esecutivo, che di regola si riunisce una volta la settimana, sono:

- preparare le riunioni del Consiglio direttivo;
- attuare la politica monetaria dell'area dell'euro in conformità con gli indirizzi e le decisioni adottati dal Consiglio direttivo, impartendo le necessarie istruzioni alle BCN dell'area dell'euro;
- gestire gli affari correnti della BCE;

- esercitare determinati poteri a esso delegati dal Consiglio direttivo, inclusi quelli di natura regolamentare.

Un Comitato di gestione fornisce assistenza al Comitato esecutivo in materia di gestione della BCE, 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.

⁶ Dall'entrata in vigore del Trattato di Lisbona, i membri del Comitato esecutivo sono nominati dal Consiglio europeo, con delibera a maggioranza qualificata, dopo consultazione del Parlamento europeo e della BCE. Tale procedura è in linea con quelle relative alle principali cariche nelle altre istituzioni dell'UE.

Prima fila (da sinistra):
Gertrude Tumpel-Gugerell,
Jean-Claude Trichet,
Lucas D. Papademos

Seconda fila (da sinistra):
Jürgen Stark,
José Manuel González-Páramo,
Lorenzo Bini Smaghi



Jean-Claude Trichet
Presidente della BCE
Lucas D. Papademos
Vicepresidente della BCE
Lorenzo Bini Smaghi
Membro del Comitato esecutivo della BCE

José Manuel González-Páramo
Membro del Comitato esecutivo della BCE
Jürgen Stark
Membro del Comitato esecutivo della BCE
Gertrude Tumpel-Gugerell
Membro del Comitato esecutivo della BCE

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.

Esso svolge i compiti in precedenza propri dell'IME, che devono essere tuttora assolti dalla BCE in ragione del fatto che non tutti gli Stati membri hanno adottato l'euro. Nel 2009 il Consiglio generale si è riunito quattro volte.

Prima fila (da sinistra):

Michael C. Bonello, Ewald Nowotny, Yves Mersch, Lucas D. Papademos, Jean-Claude Trichet, Mervyn King, Vítor Constâncio, Marko Kranjec

Seconda fila (da sinistra):

András Simor, Patrick Honohan, George A. Provopoulos, Athanasios Orphanides, Miguel Fernández Ordóñez, Ivan Šramko, Andres Lipstok

Terza fila (da sinistra):

Ilmārs Rimšēvičs, Ivan Iskrov, Erkki Liikanen, Nils Bernstein, Axel A. Weber, Christian Noyer, Guy Quaden, Zdeněk Tůma, Reinoldijus Šarkinas



Nota: Mario Draghi, Stefan Ingves, Mugur Constantin Isărescu, Sławomir Skrzypek e Nout Wellink non erano presenti quando è stata scattata la foto.

Jean-Claude Trichet

Presidente della BCE

Lucas D. Papademos

Vicepresidente della BCE

Nils Bernstein

Governatore della Danmarks Nationalbank

Michael C. Bonello

Governatore della Central Bank of Malta

Vítor Constâncio

Governatore del Banco de Portugal

Mario Draghi

Governatore della Banca d'Italia

Miguel Fernández Ordóñez

Governatore del Banco de España

Patrick Honohan

Governatore della Central Bank and Financial Services Authority of Ireland (dal 26 settembre 2009)

John Hurley

Governatore della Central Bank and Financial Services Authority of Ireland (fino al 24 settembre 2009)

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

Marko Kranjec

Governatore della Banka Slovenije

Erkki Liikanen

Governatore della Suomen Pankki – Finlands Bank

Andres Lipstok

Governatore della Eesti Pank

Yves Mersch

Governatore della Banque centrale du Luxembourg

Ewald Nowotny

Governatore della Oesterreichische Nationalbank

Christian Noyer

Governatore della Banque de France

Athanasios Orphanides

Governatore della Banca centrale di Cipro

George A. Provopoulos

Governatore della Banca di Grecia

Guy Quaden

Governatore della Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique

Ilmārs Rimšēvičs

Governatore della Latvijas Banka

Reinoldijus Šarkinas

Presidente del Consiglio di amministrazione della Lietuvos bankas

András Simor

Governatore della Magyar Nemzeti Bank

Slawomir Skrzypek

Presidente della Narodowy Bank Polski

Ivan Šramko

Governatore della Národná banka Slovenska

Zdeněk Tůma

Governatore della Česká národní banka

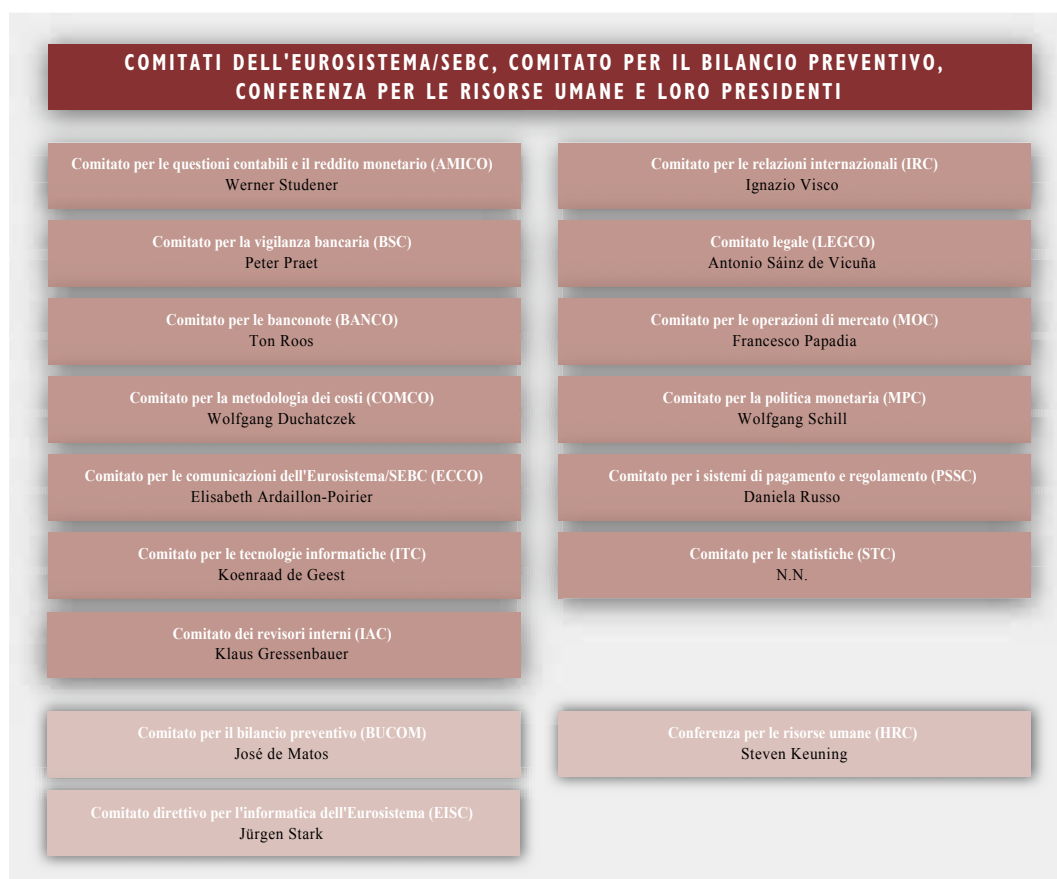
Axel A. Weber

Presidente della Deutsche Bundesbank

Nout Wellink

Presidente della Nederlandsche Bank

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



I Comitati dell'Eurosistema/SEBC hanno continuato a svolgere un importante ruolo di supporto degli organi decisionali della BCE nell'espletamento dei loro compiti. Su richiesta sia del Consiglio direttivo sia del Comitato esecutivo, i Comitati hanno fornito la propria consulenza nei rispettivi settori di competenza, agevolando il processo decisionale. La partecipazione ai Comitati è generalmente riservata al personale delle banche centrali dell'Eurosistema. Tuttavia, le BCN degli Stati membri che non hanno ancora adottato l'euro partecipano alle riunioni ogniqualvolta vengono esaminate questioni di competenza del Consiglio generale. Ove appropriato, possono essere invitati anche i rappresentanti di altri organismi competenti, come le autorità nazionali di vigilanza nel caso del Comitato per la vigilanza bancaria. Al 31 dicembre 2009 risultavano istituiti 13 Comitati dell'Eurosistema/SEBC ai sensi dell'articolo 9.1 del Regolamento interno della BCE.

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 apportare costanti miglioramenti nell'utilizzo dell'informatica nell'Eurosistema, in linea con la missione e i principi organizzativi dell'Eurosistema, che indicano come uno degli obiettivi quello di sfruttare le sinergie all'interno dell'Eurosistema e di raggiungere guadagni di efficienza in termini di costo, tramite economie di scala.

1.6 LA GOVERNANCE INTERNA

Oltre agli organi decisionali, il sistema di *governance* interna della BCE prevede vari livelli di controllo esterni e interni, tre codici di condotta e norme in materia di accesso del pubblico ai documenti della BCE.

LIVELLI ESTERNI DI CONTROLLO

Lo Statuto del SEBC prevede due livelli 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 revisione⁷. 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.

LIVELLI INTERNI DI CONTROLLO

La struttura di controllo interno della BCE si fonda su una soluzione per cui ciascuna unità organizzativa (Sezione, Divisione, Direzione o Direzione generale) è responsabile della gestione dei propri rischi e controlli, nonché dell'efficacia e dell'efficienza delle proprie attività. Le varie

⁷ 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.

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. È stato ad esempio predisposto un sistema di regole e procedure – noto come “muraglia cinese” – per impedire che le informazioni riservate provenienti dalle aree responsabili della politica monetaria giungano ai settori cui spetta la gestione delle riserve valutarie e dei fondi propri della BCE.

Nel 2009 la BCE ha ulteriormente affinato il proprio atteggiamento nei confronti della gestione del rischio operativo e ha allineato il proprio quadro di riferimento con quello definito per i compiti e i processi dell'Eurosistema, che la BCE e le BCN dell'area dell'euro hanno iniziato ad attuare nel corso dell'anno. Inoltre, è stato condotto un esercizio di vasta portata in cui le aree operative della BCE effettuavano attività di individuazione, valutazione e conseguente *reporting* sui rispettivi rischi operativi. La BCE verifica regolarmente le disposizioni di continuità operativa e adotta misure per migliorare la propria tenuta nel caso di una pandemia. Il Consiglio direttivo ha approvato l'introduzione graduale del quadro di riferimento per la continuità operativa dell'Eurosistema, che inizierà nel 2010.

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 BCE⁸, 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 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) dall'ottobre 2009 (a seguito del collocamento a riposo di John Hurley, Governatore della Central Bank and Financial Services Authority of Ireland).

CODICI DI CONDOTTA

La BCE ha adottato tre codici di condotta per i propri organi decisionali e il personale⁹. Il primo trova applicazione per i membri del Consiglio direttivo e ne contempla le responsabilità per la salvaguardia dell'integrità e della reputazione dell'Eurosistema e per il mantenimento dell'efficacia del suo funzionamento¹⁰. Esso fornisce indirizzi e principi etici per i membri del Consiglio direttivo e i loro supplenti nello svolgimento delle funzioni di competenza di tale organo decisionale. Il Consiglio direttivo ha inoltre nominato un consulente incaricato di fornire assistenza ai suoi membri in merito ad alcuni aspetti di condotta professionale. Il secondo è il Codice di condotta della BCE, che fornisce indirizzi e parametri di comportamento per il personale della BCE e per i membri del Comitato esecutivo, che nello svolgimento dei loro compiti sono tenuti a conformarsi a elevati standard professionali e deontologici¹¹. Conformemente alle regole del Codice di condotta in materia di *insider trading*, al

8 Per promuovere la trasparenza delle misure ispettive adottate in seno alla BCE tale statuto è pubblicato sul sito Internet della BCE.

9 Per informazioni sul Codice di condotta per il *T2S Programme Board*, cfr. la sezione 2.2 del capitolo 2.

10 Cfr. il Codice di condotta per i membri del Consiglio direttivo, GU C 123 del 24.5.2002, pag. 9, i suoi emendamenti, GU C 10, 16.1.2007, pag. 6 e il sito Internet della BCE.

11 Cfr. il Codice di condotta della Banca centrale europea in conformità dell'articolo 11.3 del Regolamento interno della Banca centrale europea, GU C 76 dell'8.3.2001, pag. 12 e il sito Internet della BCE.

personale della BCE e ai membri del Comitato esecutivo è vietato trarre vantaggio da informazioni riservate nella conduzione di operazioni finanziarie private, a proprio rischio e per proprio conto, ovvero a rischio e per conto di terzi¹². Il terzo codice è il Codice supplementare sui criteri deontologici per i membri del Comitato esecutivo¹³. Esso completa gli altri due codici dettagliando ulteriormente il regime deontologico applicabile ai membri del Comitato esecutivo. Un Consulente per la deontologia nominato dal Comitato esecutivo assicura un'interpretazione uniforme di tale regolamento. Le regole deontologiche che si applicano al personale della BCE, attualmente contenute nelle Condizioni di impiego, nelle Norme sul personale e nel Codice di condotta, sono state rafforzate e consolidate in un nuovo quadro di riferimento deontologico.

MISURE ANTIFRODE

Nel 1999 il Parlamento europeo e il Consiglio UE hanno adottato un regolamento¹⁴ allo scopo di potenziare la lotta a 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 giugno del 2004 il Consiglio direttivo ha adottato una decisione¹⁵, entrata in vigore il 1° luglio 2004, riguardante le condizioni e le modalità delle indagini dell'OLAF in seno alla BCE.

PROGRAMMA INTERNO DELLA BCE CONTRO IL RICICLAGGIO DI DENARO DI PROVENIENZA ILLECITA E IL FINANZIAMENTO DEL TERRORISMO

Nel 2007 la BCE ha istituito uno schema interno 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 40 Raccomandazioni e le 9 Raccomandazioni speciali 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 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 BCE¹⁶, adottata nel marzo del 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. La decisione accresce la

12 Cfr. la sezione 1.2 delle Norme sul personale della BCE, recante le norme in materia di condotta professionale e segreto professionale, GU C 92 del 16.4.2004, pag. 31 e il sito Internet della BCE.

13 Cfr. il Codice supplementare di criteri deontologici per i membri del Comitato esecutivo, GU C 230 del 23.9.2006, pag. 46 e il sito Internet della BCE.

14 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.

15 Decisione BCE/2004/11 riguardante le condizioni e le modalità delle indagini dell'Ufficio europeo per la lotta antifrode in seno alla Banca centrale europea in materia di lotta contro le frodi, la corruzione e ogni altra attività illecita lesiva degli interessi finanziari delle Comunità europee e che modifica le condizioni di impiego per il personale della Banca centrale europea, GU L 230 del 30.6.2004, pag. 56. La decisione è stata adottata in risposta alla sentenza della Corte europea di giustizia resa il 10 luglio 2003 nella causa Commissione delle Comunità europee contro BCE (I-7147).

16 Decisione BCE/2004/3 sull'accesso pubblico ai documenti della Banca centrale europea, GU L 80 del 18.3.2004, pag. 42.

trasparenza, preservando nel contempo l'indipendenza della BCE e delle BCN e la riservatezza di talune materie proprie dell'espletamento delle funzioni della BCE¹⁷.

Nel 2009 il numero delle richieste di accesso del pubblico è rimasto limitato.

¹⁷ In linea con l'impegno della BCE in materia di accesso e trasparenza, una sezione *Archives* è stata aggiunta nel sito Internet della BCE per fornire accesso alla documentazione storica.

2 GLI SVILUPPI ORGANIZZATIVI

2.1 LA GESTIONE DELLE RISORSE UMANE

Nel 2009 la BCE ha continuato a sviluppare e attuare politiche di gestione delle risorse umane in quattro ambiti: la cultura aziendale, le assunzioni, lo sviluppo professionale e le condizioni di impiego.

LA CULTURA AZIENDALE

Nel 2009 gli sviluppi attinenti la cultura aziendale della BCE si sono incentrati sulla diversità e sull'etica professionale. Sono state lanciate varie iniziative nell'area della gestione della diversità, inclusi gruppi di discussione dedicati alle differenze di genere, un primo *forum* sulla diversità rivolto a tutto il personale e l'istituzione di un gruppo di progetto interno sulla diversità tra uomini e donne, che mira a creare un comune sentire sul tema in seno alla BCE e a lanciare una serie di iniziative collegate. Per rafforzare ulteriormente il quadro di riferimento della BCE in materia di etica professionale, le regole che disciplinano il comportamento etico sono state aggiornate e incorporate tutte in un singolo strumento normativo, fornendo così al personale indirizzi più chiari e coerenti sugli standard etici a cui dovrebbe attenersi.

LE ASSUNZIONI

Al 31 dicembre 2009 l'organico effettivo della BCE risultava pari a 1.563 unità *full-time equivalent* (rispetto a 1.536 al 31 dicembre 2008). Le assunzioni esterne per coprire posizioni permanenti sono state effettuate sulla base di contratti a tempo determinato, che possono essere convertiti in contratti a tempo indeterminato in base a considerazioni organizzative e alle prestazioni individuali. Nel 2009 sono stati offerti in totale 64 nuovi contratti a tempo determinato. Per contro, 27 membri del personale con contratti a tempo determinato o indeterminato hanno lasciato la BCE nello stesso anno (45 nel 2008). Inoltre, nel 2009 sono stati sottoscritti 131 contratti a breve termine (in aggiunta ad alcune estensioni di contratto dal 2008) per coprire assenze di personale inferiori a un anno e sono scaduti 111 contratti a breve termine.

La BCE ha continuato a offrire contratti a breve termine a personale proveniente da BCN e organizzazioni internazionali, alimentando così uno spirito di squadra in seno al SEBC e una cooperazione tra organizzazioni internazionali. Al 31 dicembre 2009 127 dipendenti di BCN e organizzazioni internazionali lavoravano alla BCE con vari compiti (rispetto a 122 al 31 dicembre 2008).

Nel settembre 2009 la BCE ha accolto il quarto gruppo di partecipanti nel suo *Graduate Programme*. I partecipanti, che si sono laureati di recente presso importanti università, hanno un ampio bagaglio formativo e ciascuno di essi è assegnato, a rotazione, a due aree di *business* per un periodo totale di due anni.

Nel corso dell'anno sono stati offerti tirocini interni a studenti e laureati con una formazione in economia, statistica, amministrazione aziendale, diritto e traduzione. Al 31 dicembre 2009 la BCE ospitava 72 tirocinanti. Inoltre, la BCE ha offerto quattro borse di ricerca nell'ambito del *Wim Duisenberg Research Fellowship Programme*, aperto a economisti di spicco, e cinque nel contesto del *Lamfalussy Fellowship Programme*, dedicato a giovani ricercatori.

LO SVILUPPO PROFESSIONALE

Misure di mobilità e sviluppo del personale hanno continuato a essere i principali strumenti per lo sviluppo professionale alla BCE.

La politica di mobilità interna della BCE, che incoraggia i dipendenti a cambiare posizione dopo cinque anni di servizio, ha continuato a fornire al personale un'opportunità per ampliare le proprie competenze e sviluppare le proprie capacità. Tale politica consente alla BCE di aumentare la consapevolezza del personale e accrescere le sinergie tra aree di *business*. La politica di assunzione interna della BCE intende pertanto agevolare ulteriormente la mobilità interna del personale ponendo l'enfasi su competenze ampie. Le regole sono state riviste affinché tutte le posizioni manageriali possano essere aperte dapprima a candidati interni.

Nel corso del 2009 196 dipendenti, inclusi 44 dirigenti e consiglieri, sono stati trasferiti internamente per coprire altre posizioni, sia su base temporanea che a lungo termine.

La BCE, come tutte le banche centrali del SEBC, partecipa attivamente al programma di *External Work Experience* (EWE) che è promosso dalla Conferenza per le risorse umane e 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 2009 sono stati distaccati in totale 21 dipendenti nell'ambito di tale programma. Inoltre, la BCE ha concesso periodi di congedo non retribuito, per una durata massima di tre anni, a 31 dipendenti. Otto di loro hanno assunto impieghi presso BCN, organizzazioni internazionali o società private. Altri hanno utilizzato questi periodi di congedo non retribuito a fini di studio o per altri motivi personali. A fine dicembre 2009 il numero totale di dipendenti in congedo non retribuito era di 55 (rispetto a 54 nel 2008), mentre il numero dei dipendenti in congedo parentale era di 28 (rispetto a 26 nel 2008).

Nel 2009 sono state lanciate varie iniziative per favorire lo sviluppo della cultura manageriale e di uno stile di *leadership* fondato sui valori e per formare i dirigenti tramite *workshop*, seminari e sessioni di *coaching* individuale. La formazione per dirigenti si è concentrata sulle capacità di *coaching* e di *feedback*, sull'efficace risposta ai conflitti, sulle capacità di influenzare e sulla gestione del cambiamento. I dirigenti hanno inoltre partecipato all'esercizio obbligatorio annuale di *feedback* incrociato in cui i diretti collaboratori, i pari grado e i contatti esterni individuano le aree di forza e le aree di sviluppo personale dei dirigenti. Sulla base dei risultati ottenuti sono stati predisposti programmi di *coaching* individuale.

La BCE ha continuato a promuovere l'acquisizione e lo sviluppo di capacità e il potenziamento delle competenze del personale. Alla BCE l'apprendimento e lo sviluppo sono una responsabilità condivisa tra organizzazione,

dirigenti e personale. Se da un lato la BCE mette a disposizione le risorse finanziarie e il quadro formativo e i dirigenti definiscono le esigenze di formazione del personale per le posizioni rivestite al momento, dall'altro lato al personale è richiesto di fare quanto necessario per apprendere, crescere professionalmente e assicurare che le proprie competenze siano mantenute al massimo livello. Oltre a svariate possibilità di formazione interna, i dipendenti hanno continuato a usufruire di opportunità di formazione esterna per far fronte a esigenze formative individuali a carattere più prettamente tecnico e hanno inoltre beneficiato di programmi del SEBC oppure offerti dalle BCN. In aggiunta, la BCE ha consentito a 15 dipendenti di acquisire una qualifica che ne avrebbe incrementato le competenze professionali al di là dei requisiti della posizione ricoperta al momento.

LE CONDIZIONI DI IMPIEGO

Le condizioni di impiego alla BCE sono concepite per attrarre il personale e bilanciarne le esigenze con quelle dell'organizzazione. Nel 2009 i cambiamenti nelle condizioni di impiego della BCE si sono incentrati sulla previdenza sociale e sulla conciliazione tra lavoro e vita.

La BCE ha rivisto il piano pensionistico riservato al proprio personale per assicurarne la sostenibilità finanziaria a lungo termine e la solida gestione finanziaria. I contributi della BCE e del personale sono stati aumentati rispettivamente dal 16,5 al 18 per cento del salario di base e dal 4,5 al 6 per cento. Il piano pensionistico esistente è stato congelato al 31 maggio 2009 e un nuovo schema pensionistico è stato introdotto il 1° giugno 2009. I diritti acquisiti dal personale nell'ambito del piano pensionistico congelato sono stati preservati e alcuni elementi strutturali del piano, quali la normale età per il pensionamento di 65 anni e la possibilità di prepensionamento, sono stati mantenuti nel nuovo schema pensionistico.

La BCE ha continuato a fornire sostegno al personale negli ambiti dell'assistenza all'infanzia e della conciliazione tra lavoro

e famiglia. Al 31 dicembre 2009 il numero dei dipendenti in congedo parentale era pari a 28 (rispetto a 26 nel 2008). Il progetto pilota di telelavoro lanciato nel 2008 è proseguito nel 2009. Un'indagine volta a valutare i vantaggi e gli svantaggi di questa nuova politica ha rivelato che il telelavoro è molto apprezzato sia dal personale che dalla dirigenza. La BCE deciderà ora come incorporare il telelavoro come caratteristica permanente delle sue politiche di gestione delle risorse umane.

2.2 LE RELAZIONI TRA IL PERSONALE E IL DIALOGO SOCIALE

La BCE riconosce che il dialogo con il personale è importante. Nel 2009 la BCE ha tenuto consultazioni con rappresentanti del personale su remunerazioni, occupazione, condizioni di lavoro, condizioni di salute e sicurezza, nonché sulla riforma pensionistica e ha continuato a mantenere un dialogo con rappresentanti del personale su questioni occupazionali e sociali.

Nell'ultimo trimestre del 2009 si è tenuta una discussione con il sindacato riconosciuto volta a potenziare il dialogo sociale all'interno della BCE.

2.3 LA NUOVA SEDE DELLA BCE

Nel febbraio 2009 la BCE ha bandito una nuova procedura di aggiudicazione per i lavori di costruzione della sua nuova sede nel quartiere Ostend di Francoforte. I lavori di costruzione sono stati divisi in 12 distinte gare d'appalto e suddivisi in un totale di 69 lotti. Nel 2009 sono state esperite le prime otto gare, inerenti le opere strutturali, le infrastrutture *in situ*, gli ascensori, le facciate, le coperture, i ponteggi sospesi, gli impianti meccanici ed elettrici, per un valore pari a circa l'80 per cento del costo complessivo di costruzione. Le quattro gare residue saranno bandite nel corso del 2010 e del 2011.

La strategia d'appalto individuata si è dimostrata efficace, in quanto le offerte presentate per le prime otto gare da imprese di medie e grandi dimensioni provenienti da tutta Europa sono rimaste entro la previsione di circa 500 milioni di euro (a prezzi costanti 2005).

Alla luce di tale esito positivo, il 17 dicembre 2009 il Consiglio direttivo ha disposto l'avvio dei lavori di costruzione nella primavera 2010. La nuova sede dovrebbe essere completata entro il 2013.

Sin dall'avvio del progetto, la BCE si è impegnata a garantire, nella realizzazione dell'edificio, i più alti livelli di efficienza energetica. A tal fine, si è impegnata a conseguire consumi energetici inferiori del 30 per cento allo standard tedesco in vigore alla data di rilascio del permesso di costruire. Il progetto energetico ideato per la nuova sede prevede svariate soluzioni per il contenimento energetico, tra cui isolamento termico, ventilazione naturale, illuminazione a basso consumo energetico, riuso dell'acqua piovana e utilizzo di energia geotermica dal sottosuolo quale fonte energetica per la climatizzazione estiva ed invernale.

2.4 L'UFFICIO DI COORDINAMENTO DEGLI ACQUISTI DELL'EUROSISTEMA

Nel 2009 l'Ufficio di coordinamento degli acquisti dell'Eurosistema (*Eurosystem Procurement Coordination Office*, EPCO) ha coordinato il lavoro nei tre ambiti che erano stati individuati nel 2008 come potenziali opportunità di acquisti congiunti: trasporto aereo per le riunioni del SEBC, accordi alberghieri globali e materiale d'imballaggio per le banconote. L'EPCO ha inoltre coordinato tre analisi approfondite attinenti alle licenze per i prodotti hardware e software, ai fornitori di dati di mercato e alle agenzie di *rating*.

L'EPCO ha inoltre continuato lo scambio, avviato nel 2008, delle migliori prassi in materia di acquisti.

2.5 LE TEMATICHE AMBIENTALI

Nel 2009 la BCE ha istituito un Sistema di gestione ambientale (*Environmental Management System*, EMS), conforme agli impegni di politica ambientale adottati dal Comitato esecutivo alla fine del 2007. L'EMS si basa sullo standard internazionale EN ISO 14001 e si prefigge di migliorare nel tempo l'impatto ambientale della BCE. La certificazione dell'EMS e la registrazione ai sensi del Regolamento (CE) n. 761/2001 del Parlamento europeo e del Consiglio che permette l'adesione a un sistema di ecogestione e *audit* è prevista per la metà del 2010. Inoltre, è stato avviato un programma con l'obiettivo di minimizzare l'impatto ambientale della BCE.

2.6 I SERVIZI DI INFORMATION TECHNOLOGY

Nel 2009 è stata condotta una revisione strategica delle funzioni di *Information Technology* (IT) della BCE, che si è risolta in una semplificazione della struttura organizzativa della Direzione Generale Sistemi informativi e nella creazione di un piano strategico IT. Tale piano si incentrerà sull'allineamento strategico con gli utenti dei servizi informatici, le cui esigenze saranno supportate in modo integrato nel corso dell'intero ciclo di vita del servizio. La BCE ha superato con successo il suo primo *audit* di certificazione ISO/IEC 20000, che valuta la gestione dei servizi IT, mentre il sistema di gestione per il rilascio di progetti informatici è stato certificato in conformità con lo standard ISO 9001:2008.

L'organizzazione IT all'interno del SEBC è stata ulteriormente rafforzata con l'adozione di una politica per la *governance* delle architetture del SEBC e di una politica di gestione dei servizi informatici, sotto la guida del Comitato direttivo per l'informatica nell'Eurosistema.

3 LA CONFERENZA PER LE RISORSE UMANE

Nel 2009 le attività della Conferenza per le risorse umane (*Human Resources Conference*, HRC) e della sua Task Force su formazione e sviluppo hanno riguardato svariati aspetti della gestione delle risorse umane. In febbraio si è tenuta una conferenza sulla tematica della salute, incentrata principalmente sulle misure tese a migliorare la salute del personale e sulla gestione delle assenze per malattia. Ulteriori argomenti trattati dall'HRC sono stati la gestione delle conoscenze e la gestione degli incarichi esterni del personale. Relativamente a quest'ultimo argomento, l'HRC ha organizzato un *workshop* sul supporto al personale prima, durante e dopo gli incarichi all'estero.

Per promuovere ulteriormente la mobilità e lo sviluppo all'interno del SEBC è stato realizzato un opuscolo *online* che sarà pubblicato sui siti intranet delle singole banche centrali.

Sulla base di un'analisi delle esigenze, l'HRC ha sviluppato un programma di seminari in ambito SEBC sulle competenze di *project management*. Il programma si focalizza sulla metodologia di *project management* e sulle capacità individuali necessarie in un contesto di progetto e verrà introdotto nel 2010.

4 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 europee¹⁸. Il suo obiettivo è di fornire informazioni e favorire il dibattito sulle questioni che possono avere maggiore impatto sulle condizioni del lavoro nelle banche centrali del SEBC. Queste informazioni sono fornite in una *newsletter* semestrale e in occasione di incontri che si tengono a Francoforte due volte all'anno.

Nel 2009 il Dialogo sociale nell'ambito del SEBC ha celebrato il suo decimo anniversario. Gli incontri si sono incentrati sulla vigilanza finanziaria e sull'istituzione del Comitato europeo per il rischio sistemico, sulla questione della cooperazione e della specializzazione nell'Eurosistema e sul portafoglio informatico del SEBC. Sono state inoltre discusse questioni relative alla produzione e circolazione delle banconote, nonché ai sistemi di pagamento. I rappresentanti del personale sono stati informati dei lavori dell'HRC.

Gli incontri *ad hoc* sulla produzione e circolazione di banconote hanno continuato ad affrontare questioni tecniche relative alle banconote prima dell'assemblea plenaria del Dialogo sociale nell'ambito del SEBC. Il gruppo di lavoro sul Dialogo sociale all'interno del SEBC si è riunito nuovamente in ottobre per discutere dei modi per potenziare la comunicazione tra la BCE e le federazioni sindacali.

¹⁸ Standing Committee of European Central Bank Unions (SCECBU), Union Network International – Europa (UNI – Europa Finance) e European Federation of Public Service Unions (EPSU).

5 IL BILANCIO DELLA BCE

RELAZIONE SULLA GESTIONE PER L'ESERCIZIO TERMINATO IL 31 DICEMBRE 2009

I ATTIVITÀ SVOLTE

Le attività svolte nel 2009 dalla Banca centrale europea sono illustrate in dettaglio nei capitoli attinenti del Rapporto annuale.

2 OBIETTIVI E COMPITI

Gli obiettivi e i compiti assegnati alla BCE sono definiti nello Statuto del SEBC (articoli 2 e 3). Un quadro dei risultati ottenuti sulla base di tali obiettivi è contenuto nella Prefazione del Presidente al Rapporto annuale.

3 RISORSE FONDAMENTALI, RISCHI E PROCESSI

GOVERNANCE DELLA BCE

L'argomento viene trattato nel capitolo 7 del Rapporto annuale.

MEMBRI DEL COMITATO ESECUTIVO

I membri del Comitato esecutivo vengono scelti tra personalità di riconosciuta levatura ed esperienza professionale nel settore monetario o bancario; sono nominati a maggioranza qualificata dai governi degli Stati membri a livello di capi di Stato o di governo, su raccomandazione del Consiglio dell'UE previa consultazione del Parlamento europeo e del Consiglio direttivo della BCE.

Le condizioni e le modalità di impiego dei membri del Comitato esecutivo sono stabilite dal Consiglio direttivo su proposta di un comitato comprendente tre membri nominati dal Consiglio direttivo e tre membri designati dal Consiglio dell'UE.

Gli emolumenti corrisposti ai membri del Comitato esecutivo sono riportati nella nota 30, *Spese per il personale*, del Bilancio.

RISORSE UMANE

Nel 2009 è aumentato da 1.499 a 1.530 unità il numero medio dei dipendenti (equivalenti a tempo pieno) titolari di un contratto con la BCE¹. A fine anno l'organico ammontava a 1.563 unità. Per ulteriori informazioni si rimanda alla nota 30, *Spese per il personale*, del Bilancio e alla sezione 2 del capitolo 7 del Rapporto annuale, che illustra inoltre la strategia seguita dalla BCE nel settore delle risorse umane.

ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO E GESTIONE DEI RISCHI

Il portafoglio di riserve ufficiali della BCE, costituito dalle attività di riserva ad essa trasferite dalle BCN dei paesi dell'area dell'euro ai sensi dell'articolo 30 dello Statuto del SEBC e dai relativi redditi, consente alla BCE di finanziare le proprie operazioni sul mercato dei cambi per le finalità previste dal Trattato.

Il portafoglio detenuto a fronte dei fondi propri della BCE comprende gli investimenti in contropartita (a) del capitale versato, (b) del fondo di accantonamento per i rischi di cambio, di tasso d'interesse, di credito e di prezzo dell'oro, (c) del fondo di riserva generale e (d) dei proventi accumulati in passato su tale portafoglio. Scopo del portafoglio è fornire alla BCE un reddito che contribuisca alla copertura dei costi operativi.

Le attività di investimento della BCE e la gestione dei relativi rischi sono descritte in modo più approfondito nel capitolo 2 del Rapporto annuale.

¹ Nel conteggio 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 di maternità e quello assente per periodi di malattia prolungati. Sono invece esclusi i dipendenti in aspettativa non retribuita.

PREDISPOSIZIONE DEL BILANCIO DI PREVISIONE

Il Comitato per il bilancio preventivo (BUCOM), formato da esperti della BCE e delle BCN dei paesi dell'area dell'euro, contribuisce in modo fondamentale al governo finanziario della BCE. Ai sensi dell'articolo 15 del Regolamento interno, il BUCOM assiste il Consiglio direttivo fornendo una valutazione dettagliata delle proposte di bilancio di previsione annuale della BCE e delle richieste di stanziamenti supplementari da parte del Comitato esecutivo, prima dell'inoltro per approvazione al Consiglio direttivo. L'attività di spesa a fronte del bilancio di previsione viene regolarmente monitorata dal Comitato esecutivo, tenendo conto del parere della funzione di controllo interno della BCE, e dal Consiglio direttivo coadiuvato dal BUCOM.

4 RISULTATO ECONOMICO

BILANCIO

Conformemente all'articolo 26.2 dello Statuto del SEBC, il bilancio della BCE è redatto dal Comitato esecutivo secondo i principi stabiliti dal Consiglio direttivo. Il bilancio viene quindi approvato dal Consiglio direttivo e in seguito pubblicato.

FONDO DI ACCANTONAMENTO A FRONTE DEI RISCHI DI CAMBIO, DI TASSO 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 d'interesse. Tale esposizione è principalmente connessa con l'ammontare di riserve ufficiali in dollari statunitensi, yen giapponesi e oro, investite prevalentemente in strumenti finanziari fruttiferi.

Tenuto conto dell'elevata esposizione della BCE a tali rischi e dell'entità dei conti

di rivalutazione, nel 2005 il Consiglio direttivo ha deciso di costituire un fondo di accantonamento a fronte dei rischi di cambio, di tasso d'interesse e di prezzo dell'oro. Ha stabilito inoltre che l'ammontare del fondo di accantonamento, sommato a qualsiasi importo detenuto nel fondo di riserva generale, non può superare il valore del capitale della BCE versato dalle BCN dei paesi dell'area dell'euro. Nel 2009, in seguito all'istituzione del programma di acquisto di obbligazioni garantite (cfr. la nota 5, *Titoli denominati in euro emessi da residenti nell'area dell'euro*, del Bilancio) il Consiglio direttivo ha deciso di estendere anche al rischio di credito la copertura offerta dal fondo di accantonamento.

Al 31 dicembre 2008 tale fondo ammontava a 4.014.961.580 euro. Ai sensi dell'articolo 49.2 dello Statuto del SEBC, la Národná banka Slovenska ha conferito 40.290.173 euro al fondo di accantonamento con effetto dal 1° gennaio 2009. Inoltre, in base agli esiti della sua valutazione, il Consiglio direttivo ha deciso di utilizzare il fondo, al 31 dicembre 2009, per un importo di 34.806.031 euro, così da rispettare il limite massimo consentito. Per effetto di tali operazioni, il fondo di accantonamento è aumentato a 4.020.445.722 euro, che equivale al valore del capitale della BCE versato dalle BCN dell'area dell'euro al 31 dicembre 2009.

Il fondo di accantonamento sarà utilizzato per ripianare perdite future realizzate e non realizzate, in particolare minusvalenze da valutazione non coperte dai conti di rivalutazione. La sua entità e l'esigenza stessa di continuare a disporne sono riesaminate con cadenza annuale tenendo conto di una serie di fattori, fra cui in particolare l'ammontare di attività rischiose detenute, la misura in cui l'esposizione ai rischi si è concretizzata nell'esercizio finanziario corrente, i risultati previsti per l'esercizio successivo e una valutazione dei rischi che prevede il calcolo per le attività rischiose dei relativi valori a rischio (VaR), condotta in modo coerente nel corso del tempo.

RISULTATO ECONOMICO PER IL 2009

Il reddito netto della BCE per il 2009, prima dell'utilizzo del fondo di accantonamento, ammontava a 2.218 milioni di euro (2.661 milioni nel 2008). L'utile netto di 2.253 milioni di euro, risultante dopo tale utilizzo, è stato distribuito alle BCN.

Nel 2008 il deprezzamento dell'euro rispetto allo yen giapponese e al dollaro statunitense ha dato luogo a plusvalenze non realizzate per 3,6 miliardi di euro, che sono state iscritte nei conti di rivalutazione, in linea con i criteri armonizzati di rilevazione contabile e di redazione del bilancio definiti dal Consiglio direttivo per l'intero Eurosystem. Nel 2009 l'apprezzamento dell'euro nei confronti delle due valute ha comportato una diminuzione complessiva di 1,5 miliardi di euro dei medesimi conti di rivalutazione, mentre l'incremento significativo del prezzo dell'oro registrato nel corso dell'anno ha determinato un aumento di 2,0 miliardi di euro delle relative plusvalenze non realizzate.

Nel 2009 gli interessi attivi netti si sono ridotti, passando da 2.381 a 1.547 milioni di euro, in particolare per effetto di due fattori: (a) la diminuzione degli interessi attivi derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosystem, riconducibile soprattutto a un tasso marginale sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosystem mediamente più contenuto nel 2009 e (b) il calo degli interessi attivi netti sulle riserve ufficiali, ascrivibile soprattutto ai più modesti tassi di interesse sulle attività denominate in dollari statunitensi registrati in media nel corso dello stesso anno. La conseguente riduzione è stata soltanto in parte compensata da una minore remunerazione dei crediti delle BCN a fronte delle riserve ufficiali trasferite alla BCE.

Nel 2009 gli utili netti realizzati su operazioni finanziarie sono aumentati rispetto all'esercizio

precedente, passando da 662 a 1.103 milioni di euro, a causa principalmente: (a) dei più elevati utili netti realizzati sulle vendite di titoli effettuate nel 2009 e (b) dei più elevati utili realizzati sulle vendite di oro, ascrivibili all'effetto congiunto del significativo rialzo del relativo prezzo e del maggiore volume delle vendite effettuate nel corso dello stesso anno. Queste ultime sono state eseguite conformemente al Central Bank Gold Agreement (accordo sull'oro fra le banche centrali), entrato in vigore il 27 settembre 2004, di cui la BCE è firmataria.

Rispetto all'esercizio precedente, nel 2009 le spese di amministrazione totali della BCE, inclusi gli ammortamenti, sono aumentate da 388 a 401 milioni di euro.

VARIAZIONE DEL CAPITALE DELLA BCE

L'articolo 29.3 dello Statuto del SEBC prevede che le quote di capitale della BCE sottoscritte dalle BCN vengano adeguate con cadenza quinquennale. Il secondo adeguamento di questo tipo dalla nascita della BCE è stato effettuato il 1° gennaio 2009.

Inoltre, in base alla Decisione 2008/608/CE del Consiglio dell'8 luglio 2008, emanata in virtù dell'articolo 122, paragrafo 2, del Trattato, la Slovacchia ha adottato la moneta unica il 1° gennaio 2009. Di conseguenza, in conformità all'articolo 49.1 dello Statuto del SEBC, la Národná banka Slovenska ha versato, in tale data, la rimanente parte della propria quota di sottoscrizione del capitale della BCE.

L'adeguamento delle quote di capitale sottoscritte dalle BCN e l'ingresso della Slovacchia nell'area dell'euro hanno determinato, tra il 31 dicembre 2008 e il 1° gennaio 2009, un incremento del capitale versato della BCE da 4.137 a 4.142 milioni di euro. Maggiori dettagli sono contenuti nella nota 16, *Capitale e riserve*, del Bilancio.

5 ALTRE INFORMAZIONI

RIESAME DEL PIANO PENSIONISTICO DELLA BCE

Nel 2009 la BCE ha riesaminato il piano pensionistico per il personale, al fine di assicurarne la sostenibilità finanziaria nel lungo periodo. In esito a tale procedimento, il 31 maggio è stato congelato il piano vigente e il 1° giugno è stato introdotto un nuovo schema. Per maggiori dettagli si rimanda al paragrafo *Piano pensionistico della BCE e altri benefici successivi al rapporto di lavoro* nella sezione del Bilancio dal titolo *Criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio*, nonché alla sezione 2 del capitolo 7 del Rapporto annuale, che presenta anche una descrizione delle condizioni di impiego presso la BCE.

STATO PATRIMONIALE AL 31 DICEMBRE 2009

ATTIVO	NOTA N.	2009 €	2008 €
Oro e crediti in oro	1	12.355.158.122	10.663.514.154
Conti presso banche e investimenti in titoli, prestiti esteri e altre attività sull'estero	2		
Crediti verso l'FMI		346.455.675	346.651.334
Conti presso banche e investimenti in titoli, prestiti esteri e altre attività sull'estero		35.109.527.121	41.264.100.632
		35.455.982.796	41.610.751.966
Crediti denominati in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro	2	3.293.593.476	22.225.882.711
Crediti denominati in euro verso non residenti nell'area dell'euro	3		
Conti presso banche, investimenti in titoli e prestiti		0	629.326.381
Altri crediti denominati in euro verso enti creditizi dell'area dell'euro	4	5.000	25.006
Titoli denominati in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	5		
Titoli detenuti ai fini della politica monetaria		2.181.842.083	0
Crediti interni all'Eurosistema	6		
Crediti derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema		64.513.307.300	61.021.794.350
Altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti)		6.359.967.425	234.095.515.333
		70.873.274.725	295.117.309.683
Altre attività	7		
Immobilizzazioni materiali		221.886.920	202.690.344
Altre attività finanziarie		11.816.451.684	10.351.859.696
Differenze da valutazione su operazioni "fuori bilancio"		20.951.426	23.493.348
Ratei e risconti attivi		775.782.372	1.806.184.794
Varie		1.003.035.232	1.272.185.672
		13.838.107.634	13.656.413.854
Totale attivo		137.997.963.836	383.903.223.755

PASSIVO	NOTA N.	2009 €	2008 €
Banconote in circolazione	8	64.513.307.300	61.021.794.350
Passività denominate in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	9	1.056.000.000	1.020.000.000
Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro	10	9.515.160.271	253.930.530.070
Passività denominate in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro	11	0	272.822.807
Passività denominate in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro	11		
Depositi, conti di natura diversa e altre passività		18.752.058	1.444.797.283
Passività interne all'Eurosistema	12		
Passività equivalenti al trasferimento di riserve ufficiali		40.204.457.215	40.149.615.805
Altre passività	13		
Differenze da valutazione su operazioni "fuori bilancio"		196.041.410	1.130.580.103
Ratei e risconti passivi		731.468.960	2.284.795.433
Varie		409.204.389	1.797.414.878
		1.336.714.759	5.212.790.414
Accantonamenti	14	4.042.873.982	4.038.858.227
Conti di rivalutazione	15	10.915.251.958	11.352.601.325
Capitale e riserve	16		
Capitale		4.142.260.189	4.137.159.938
Utile dell'esercizio		2.253.186.104	1.322.253.536
Totale passivo		137.997.963.836	383.903.223.755

CONTO ECONOMICO PER L'ESERCIZIO TERMINATO IL 31 DICEMBRE 2009

	NOTA N.	2009 €	2008 €
Interessi attivi sulle riserve ufficiali		700.216.277	1.036.423.272
Interessi attivi derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema		787.157.441	2.230.477.327
Altri interessi attivi		5.608.442.130	9.956.981.127
<i>Interessi attivi</i>		<i>7.095.815.848</i>	<i>13.223.881.726</i>
Remunerazione dei crediti delle BCN relativamente alle riserve ufficiali trasferite		(443.045.045)	(1.400.368.012)
Altri interessi passivi		(5.105.724.953)	(9.442.319.040)
<i>Interessi passivi</i>		<i>(5.548.769.998)</i>	<i>(10.842.687.052)</i>
Interessi attivi netti	24	1.547.045.850	2.381.194.674
Utili e perdite realizzati rivenienti da operazioni finanziarie	25	1.102.597.118	662.342.084
Svalutazioni di attività e di posizioni finanziarie	26	(37.939.649)	(2.662.102)
Accantonamenti ai/utilizzi dei fondi per i rischi di cambio, di tasso d'interesse, di credito e di prezzo dell'oro		34.806.031	(1.339.019.690)
Risultato netto di operazioni finanziarie, svalutazioni e trasferimenti ai/dai fondi rischi		1.099.463.500	(679.339.708)
Spese nette per provvigioni e commissioni	27	(16.010)	(149.007)
Proventi da azioni e partecipazioni	28	934.492	882.152
Altri proventi	29	6.783.936	7.245.593
Proventi totali netti		2.654.211.768	1.709.833.704
Spese per il personale	30	(187.314.707)	(174.200.469)
Spese di amministrazione	31	(186.447.503)	(183.224.063)
Ammortamento di immobilizzazioni materiali		(21.042.602)	(23.284.586)
Servizi di produzione di banconote	32	(6.220.852)	(6.871.050)
Utile dell'esercizio		2.253.186.104	1.322.253.536

Francoforte sul Meno, 23 febbraio 2010

BANCA CENTRALE EUROPEA

*Jean-Claude Trichet
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, competenza, prospettiva della continuazione dell'attività (cosiddetta "azienda in funzionamento"), coerenza e comparabilità.

RILEVAZIONE DELLE ATTIVITÀ E DELLE PASSIVITÀ

Un'attività o una passività è iscritta nello stato patrimoniale solo quando è probabile che i futuri benefici economici ad essa connessi affluiscono alla o defluiscono dalla BCE, sostanzialmente tutti i rischi e i benefici associati sono stati trasferiti alla BCE e il costo o il valore dell'attività ovvero l'ammontare dell'obbligazione può essere misurato in modo attendibile.

CRITERI GENERALI

Il bilancio è stato redatto sulla base dei costi storici adeguati per effettuare la valutazione a prezzi di mercato dei titoli negoziabili (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 secondo la data di regolamento.

Ad eccezione dei 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.

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 2009 è stato calcolato con riferimento al tasso di cambio dell'euro nei confronti del dollaro statunitense al 31 dicembre.

1 I criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio della BCE sono definiti in dettaglio nella Decisione BCE/2006/17, GU L 348 dell'11.12.2006, pag. 38, e successive modifiche.

2 Tali principi e criteri sono coerenti con il disposto dell'articolo 26.4 dello Statuto del SEBC, che prevede l'armonizzazione delle norme per la rilevazione e la rendicontazione contabili delle operazioni dell'Eurosistema.

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 2009 sono stati applicati i prezzi medi di mercato al 30 dicembre.

I titoli negoziabili classificati come detenuti fino a scadenza, i titoli non negoziabili 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 sostenute. Gli utili e le perdite realizzati derivanti dalla vendita di valuta estera, oro e titoli sono calcolati sulla base del costo medio dell'attività e vengono iscritti nel conto economico.

Le plusvalenze (non realizzate) non sono imputate al conto economico come componenti positive di reddito, ma vengono registrate direttamente in un conto di rivalutazione.

Le minusvalenze (non realizzate) sono iscritte nel conto economico se 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 siano imputate al conto economico minusvalenze (non realizzate), 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 successivo alla registrazione iniziale della perdita.

I premi e gli sconti su titoli acquistati, inclusi quelli classificati come detenuti fino a scadenza, vengono assimilati agli interessi attivi e ammortizzati sulla base della vita residua dei titoli.

OPERAZIONI TEMPORANEE

Mediante queste operazioni la BCE acquista (o vende) attività a pronti con patto di rivendita (o riacquisto) a termine, oppure eroga credito a fronte di una garanzia.

Un'operazione di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine consiste nella cessione di titoli a fronte di contante con l'impegno contestuale di riacquistarli dalla controparte a un prezzo concordato e a una data futura prefissata. Tali operazioni sono registrate nel passivo dello stato patrimoniale come depositi (ricevuti) garantiti e generano interessi passivi nel conto economico. I titoli oggetto di queste operazioni restano iscritti nella situazione patrimoniale della BCE.

Un'operazione di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine consiste in un acquisto di titoli a fronte di contante con l'impegno contestuale di rivenderli alla controparte a un prezzo concordato e a una data futura prefissata. Tali operazioni sono registrate nell'attivo dello stato patrimoniale come prestiti garantiti, ma non sono incluse nei titoli detenuti dalla BCE e danno origine a interessi attivi nel conto economico.

Le operazioni temporanee, comprese quelle di prestito in titoli, condotte nell'ambito di un programma di prestito titoli automatizzato sono contabilizzate nello stato patrimoniale soltanto nel caso in cui la garanzia venga fornita in contanti presso un conto della BCE. Nel 2009 la BCE non ha ricevuto alcuna garanzia rispondente a tali requisiti.

OPERAZIONI “FUORI BILANCIO”

Le operazioni “fuori bilancio” in valuta, cioè gli acquisti e le vendite a termine di valuta, gli impegni a termine nell’ambito di *swap* in valuta e le altre operazioni comportanti lo scambio di una valuta contro un’altra a una data futura, concorrono a determinare la posizione netta in valuta ai fini del calcolo degli utili o delle perdite in cambi.

Le operazioni “fuori bilancio” su tassi di interesse sono valutate separatamente l’una dall’altra. I movimenti giornalieri dei margini di variazione dei contratti *future* aperti su tassi di interesse sono iscritti nel conto economico. La valutazione delle operazioni a termine in titoli e degli *swap* su tassi di interesse si basa su metodi comunemente accettati che prevedono l’utilizzo dei prezzi e dei tassi di mercato e dei fattori di sconto osservabili tra le date di regolamento e quella di valutazione.

FATTI CONTABILI RILEVANTI SUCCESSIVI ALLA DATA DI CHIUSURA DEL BILANCIO

Le attività e le passività sono oggetto di aggiustamenti relativi a eventi che si manifestano fra la data di riferimento del bilancio annuale e quella in cui esso viene approvato dal Consiglio direttivo, qualora tali eventi incidano in misura significativa sullo stato delle attività e passività alla predetta data di riferimento del bilancio.

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

Le transazioni intra-SEBC sono operazioni transfrontaliere tra due banche centrali dell’UE; hanno luogo principalmente tramite Target2, il sistema transeuropeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale (cfr. capitolo 2), e danno origine

a saldi bilaterali in appositi conti detenuti tra le banche centrali dell’UE collegate a Target2. Questi saldi sono quindi compensati per novazione con la BCE su base giornaliera, con la conseguenza che ogni BCN presenta un’unica posizione bilaterale netta verso la sola BCE. Tale posizione, appostata nei conti della BCE, rappresenta il credito o il debito netto di ciascuna BCN nei confronti del resto del SEBC.

I saldi intra-SEBC denominati in euro delle BCN dei paesi appartenenti all’area dell’euro nei confronti della BCE (ad eccezione di quelli afferenti al capitale della BCE e al trasferimento di riserve ufficiali alla stessa) sono indicati come crediti/debiti interni all’Eurosistema e vengono esposti nella situazione patrimoniale della BCE in un’unica posizione netta attiva o passiva.

I saldi interni all’Eurosistema rivenienti dall’allocazione dei biglietti in euro nell’ambito dell’Eurosistema confluiscono in un’unica posizione netta attiva, alla voce “Crediti derivanti dall’allocazione delle banconote in euro all’interno dell’Eurosistema” (cfr. la sezione *Banconote in circolazione nelle* presenti note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

I saldi intra-SEBC delle BCN dei paesi non appartenenti all’area dell’euro nei confronti della BCE, derivanti dalla loro adesione al sistema Target2³, sono iscritti alla voce “Passività denominate in euro verso non residenti nell’area dell’euro”.

IMMOBILIZZAZIONI

Le immobilizzazioni (salvo i terreni) sono valutate al costo, dedotto l’ammortamento. I terreni sono valutati al costo. L’ammortamento è calcolato sulla base di quote costanti a partire dal trimestre successivo all’acquisizione su tutto il periodo per il quale ci si attende che il bene

³ Al 31 dicembre 2009 partecipavano a Target2 le seguenti BCN di paesi non appartenenti all’area dell’euro: Danmarks Nationalbank, Latvijas Banka, Lietuvos bankas, Narodowy Bank Polski ed Eesti Pank.

sia disponibile per l'utilizzo, secondo lo schema seguente:

Computer, relativo hardware/software e automezzi	4 anni
Impianti, mobili e attrezzature	10 anni
Immobilizzazioni con costo inferiore a 10.000 euro	Interamente imputate al conto economico nell'anno di acquisto

Con riferimento alle spese capitalizzate per fabbricati e opere di rinnovamento relative ai locali in affitto attualmente occupati dalla BCE, il periodo di ammortamento è stato ridotto in modo da assicurare l'imputazione integrale di tali attività al conto economico prima del trasferimento della BCE nella sua nuova sede.

PIANO PENSIONISTICO DELLA BCE E ALTRI BENEFICI SUCCESSIVI AL RAPPORTO DI LAVORO

La BCE applica un piano a benefici definiti per il personale, che viene finanziato attraverso le attività detenute in un apposito fondo a lungo termine.

Al fine di assicurarne la sostenibilità finanziaria nel lungo periodo, nel 2009 la BCE ha riesaminato il piano pensionistico, che in esito a tale revisione è stato congelato il 31 maggio 2009 preservando i diritti acquisiti dal personale già in servizio.

Nel nuovo schema pensionistico, introdotto il 1° giugno sia per l'organico esistente sia per i neoassunti, i contributi obbligatori della BCE e del personale sono stati aumentati rispettivamente dal 16,5 al 18 per cento e dal 4,5 al 6 per cento dello stipendio base. Analogamente a quanto accadeva in precedenza, lo schema attuale contempla la possibilità per il personale di versare ulteriori contributi volontari in un fondo a contribuzione definita utilizzabile per l'erogazione di prestazioni integrative⁴.

STATO PATRIMONIALE

La voce del passivo relativa ai piani a benefici definiti iscritta nello stato patrimoniale rappresenta il valore attuale dell'obbligazione

a benefici definiti alla data di riferimento del bilancio, meno il *fair value* (valore equo) delle attività a servizio del piano utilizzate per il finanziamento dell'obbligazione, con una correzione per tenere conto degli utili o delle perdite attuariali non rilevati.

L'obbligazione a benefici definiti viene calcolata su base annuale da attuari indipendenti, con il metodo della proiezione del credito unitario. Il valore corrente dell'obbligazione è determinato mediante attualizzazione dei flussi finanziari stimati per il futuro, utilizzando i tassi di interesse su obbligazioni societarie di elevata qualità denominate in euro e caratterizzate da un profilo delle scadenze simile a quello della passività pensionistica connessa.

Utili e perdite attuariali possono derivare da rettifiche basate sull'esperienza passata (laddove vi siano differenze tra le precedenti ipotesi attuariali e quanto si è effettivamente verificato) e da modifiche delle ipotesi attuariali.

CONTO ECONOMICO

L'ammontare netto iscritto nel conto economico comprende:

- il costo previdenziale derivante dalle prestazioni di lavoro correnti a carico dell'esercizio;
- gli interessi sull'obbligazione a benefici definiti calcolati al tasso di attualizzazione;
- il rendimento atteso sulle attività del piano;
- gli utili e le perdite attuariali imputati al conto economico applicando la regola del "corridoio del 10 per cento".

⁴ Al momento del pensionamento i contributi volontari di ciascun membro del personale possono essere destinati all'erogazione di una pensione integrativa, che a decorrere da quella data rientrerà nell'obbligazione a benefici definiti.

CORRIDOIO DEL 10 PER CENTO

La quota degli utili e delle perdite attuariali netti complessivi non rilevati che eccede il più elevato fra (a) il 10 per cento del valore attuale dell'obbligazione a benefici definiti e (b) il 10 per cento del *fair value* delle attività a servizio del piano deve essere ammortizzata sulla prevista vita lavorativa media residua dei dipendenti iscritti al piano.

PENSIONI DEI MEMBRI DEL COMITATO ESECUTIVO E ALTRE OBBLIGAZIONI SUCCESSIVE AL RAPPORTO DI LAVORO

Per le pensioni dei membri del Comitato esecutivo della BCE e gli accantonamenti per sussidi di invalidità del personale vige un sistema che non prevede la costituzione di un fondo. I costi attesi di tali prestazioni sono determinati sulla durata del mandato dei membri o sulla durata del rapporto di lavoro del personale, seguendo un approccio contabile simile a quello applicabile ai piani pensionistici a benefici definiti. Gli utili e le perdite attuariali sono rilevati secondo le modalità descritte in precedenza.

Queste obbligazioni sono valutate annualmente da attuari indipendenti per determinare le passività appropriate da iscrivere in bilancio.

BANCONOTE IN CIRCOLAZIONE

L'emissione delle banconote in euro spetta alla BCE e alle BCN dell'area dell'euro, che assieme costituiscono l'Eurosistema⁵. 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 banconote⁶.

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 fruttifera⁷, sono esposti alla voce "Crediti interni all'Eurosistema: crediti derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema" (cfr. la sezione *Saldi intra-SEBC e saldi interni all'Eurosistema* nelle presenti note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio). Gli interessi attivi confluiscono nella voce "Interessi attivi netti". Tale reddito è dovuto alle BCN nello stesso esercizio finanziario in cui matura, ma viene loro conferito il secondo giorno lavorativo dell'anno seguente.⁸ L'ammontare è integralmente attribuito eccetto il caso in cui l'utile netto della BCE per l'esercizio sia inferiore al reddito riveniente dalle banconote in euro in circolazione, fatte salve eventuali decisioni del Consiglio direttivo di effettuare trasferimenti a un fondo di accantonamento a fronte dei rischi di cambio, di tasso d'interesse, di credito e di prezzo dell'oro e/o di ridurre il reddito stesso per tenere conto dei costi sopportati dalla BCE in relazione all'emissione e alla gestione operativa delle banconote in euro.

RICLASSIFICAZIONI

Gli interessi attivi e passivi in valuta rivenienti dalle operazioni di immissione di liquidità in dollari statunitensi e franchi svizzeri erano in precedenza imputati alla posta di bilancio "Interessi attivi sulle riserve ufficiali". La BCE ha deciso di riclassificare queste componenti

5 Decisione BCE/2001/15, del 6 dicembre 2001, relativa all'emissione delle banconote in euro, GU L 337 del 20.12.2001, pag. 52, e successive modifiche.

6 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.

7 Decisione BCE/2001/16, del 6 dicembre 2001, relativa alla distribuzione del reddito monetario delle banche centrali nazionali degli Stati membri partecipanti a partire dall'esercizio finanziario 2002, GU L 337 del 20.12.2001, pag. 55, e successive modifiche.

8 Decisione BCE/2005/11, del 17 novembre 2005, relativa alla distribuzione del reddito della Banca centrale europea derivante dalle banconote in euro in circolazione alle banche centrali nazionali degli Stati membri partecipanti, GU L 311 del 26.11.2005, pag. 41.

9 Le riclassificazioni sono conformi ai criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio della BCE definiti nella Decisione BCE/2006/17, GU L 348 dell'11.12.2006, pag. 38, e successive modifiche.

nelle voci “Altri interessi attivi” e “Altri interessi passivi”⁹, in modo tale da esporre negli “Interessi attivi sulle riserve ufficiali” solo quelli derivanti dalla gestione delle attività di riserva. Gli importi corrispondenti per il 2008 sono stati così corretti:

	Importi pubblicati nel 2008 €	Variazioni dovute alla riclassificazione €	Importi rideterminati €
Interessi attivi sulle riserve ufficiali	997.075.442	39.347.830	1.036.423.272
Interessi attivi derivanti all'allocazione delle banconote in euro all'interno all'Eurosistema	2.230.477.327	0	2.230.477.327
Altri interessi attivi	8.430.894.437	1.526.086.690	9.956.981.127
<i>Interessi attivi</i>	<i>11.658.447.206</i>	<i>1.565.434.520</i>	<i>13.223.881.726</i>
Remunerazione dei crediti delle BCN relativamente alle riserve ufficiali trasferite	(1.400.368.012)	0	(1.400.368.012)
Altri interessi passivi	(7.876.884.520)	(1.565.434.520)	(9.442.319.040)
<i>Interessi passivi</i>	<i>(9.277.252.532)</i>	<i>(1.565.434.520)</i>	<i>(10.842.687.052)</i>
Interessi attivi netti	2.381.194.674	0	2.381.194.674

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

1 ORO E CREDITI IN ORO

Al 31 dicembre 2009 la BCE detiene 16.122.146 onces¹⁰ di oro fino (17.156.546 nel 2008). La riduzione di questa voce è dovuta in primo luogo a vendite di oro fino per un totale di 1.141.248 onces effettuate conformemente al Central Bank Gold Agreement (accordo sull'oro fra le banche centrali) entrato in vigore il 27 settembre 2004, di cui la BCE è firmataria, e in secondo luogo al trasferimento di 106.848 onces di oro¹¹ da parte della Národná banka Slovenska, allorché la Slovacchia ha adottato la moneta unica, ai sensi dell'articolo 30.1 dello Statuto del SEBC. La diminuzione del controvalore in euro di tali consistenze, risultante da queste operazioni, è stata più che compensata dal notevole incremento del prezzo dell'oro registrato nel corso del 2009 (cfr. la sezione *Oro e attività e passività in valuta estera* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

2 CREDITI DENOMINATI IN VALUTA ESTERA VERSO RESIDENTI E NON RESIDENTI NELL'AREA DELL'EURO

CREDITI VERSO L'FMI

Questa voce dell'attivo rappresenta la quota detenuta dalla BCE di diritti speciali di prelievo (DSP) al 31 dicembre 2009, risultante da un accordo di scambio con il Fondo monetario internazionale (FMI) in base al quale quest'ultimo è autorizzato a eseguire operazioni di vendita e acquisto di DSP contro euro, per conto della BCE, entro un livello minimo e uno massimo di quote detenute. Il DSP è definito in termini di un paniere di valute, il cui valore è derivato dalla somma ponderata dei tassi di cambio di quattro fra le valute principali (dollaro statunitense, euro, sterlina britannica e yen giapponese). A fini contabili i DSP sono trattati come una divisa estera (cfr. la sezione *Oro e attività e passività in valuta estera* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

CONTI PRESSO BANCHE E INVESTIMENTI IN TITOLI, PRESTITI ESTERI E ALTRE ATTIVITÀ SULL'ESTERO E CREDITI DENOMINATI IN VALUTA ESTERA VERSO RESIDENTI NELL'AREA DELL'EURO

Queste due poste sono rappresentate da conti presso banche e prestiti denominati in valuta estera, nonché da investimenti in titoli denominati in dollari statunitensi e yen giapponesi.

<i>Crediti verso non residenti nell'area dell'euro</i>	2009 €	2008 €	Variazione €
Conti correnti	845.908.975	5.808.582.148	(4.962.673.173)
Depositi del mercato monetario	636.977.905	573.557.686	63.420.219
Operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine	0	379.961.453	(379.961.453)
Investimenti in titoli	33.626.640.241	34.501.999.345	(875.359.104)
Totale	35.109.527.121	41.264.100.632	(6.154.573.511)

<i>Crediti verso residenti nell'area dell'euro</i>	2009 €	2008 €	Variazione €
Conti correnti	677.846	619.534	58.312
Depositi del mercato monetario	3.292.915.630	22.225.263.177	(18.932.347.547)
Totale	3.293.593.476	22.225.882.711	(18.932.289.235)

La diminuzione del valore dei conti correnti presso non residenti nell'area dell'euro è dovuta principalmente ai fattori seguenti:

- al 31 dicembre 2008 questa voce includeva un importo di 3,9 miliardi di euro derivante dal regolamento della parte in corone danesi delle operazioni di *swap* con la Danmarks

¹⁰ Corrispondenti a 501,5 tonnellate.

¹¹ Il trasferimento, per un controvalore complessivo di 66,5 milioni di euro, è stato eseguito con effetto dal 1° gennaio 2009.

Nationalbank¹²; al 31 dicembre 2009 tali operazioni non risultano in essere;

(b) i saldi in franchi svizzeri¹³, connessi all'accordo di *swap* con la Banca nazionale svizzera, sono stati inferiori poiché le operazioni in essere al 31 dicembre 2009 si sono notevolmente ridotte (cfr. la nota 10, *Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro*).

Inoltre, alla contrazione del valore totale di queste voci hanno contribuito il deprezzamento dello yen giapponese e del dollaro statunitense nei confronti dell'euro e la riduzione delle plusvalenze non realizzate su titoli (cfr. la nota 15, *Conti di rivalutazione*).

Al 31 dicembre 2008 i depositi relativi alle operazioni condotte dalle banche centrali dell'Eurosistema per fornire liquidità in dollari agli enti creditizi dell'area dell'euro erano inclusi nella componente relativa ai depositi del mercato monetario presso residenti nell'area dell'euro. Al 31 dicembre 2009 tali depositi non risultano in essere, determinando quindi una significativa riduzione di tale componente.

Inoltre, allorché la Slovacchia ha adottato la moneta unica, con effetto dal 1° gennaio 2009, la Národná banka Slovenska ha trasferito alla BCE riserve ufficiali denominate in dollari statunitensi per un controvalore complessivo di 376,6 milioni di euro in conformità dell'articolo 30.1 dello Statuto del SEBC.

Consistenze nette in valuta estera¹⁴ (dollari statunitensi e yen giapponesi) detenute dalla BCE al 31 dicembre 2009:

	Valuta in milioni
Dollari statunitensi	43.123
Yen giapponesi	1.093.848

3 CREDITI DENOMINATI IN EURO VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA DELL'EURO

Al 31 dicembre 2008 tale posta comprendeva essenzialmente un credito di 460,0 milioni di euro

verso la Magyar Nemzeti Bank, concesso in base a un accordo concluso con la BCE su operazioni di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine. In virtù dell'accordo, la Magyar Nemzeti Bank dispone di una linea di credito, fino a 5 miliardi di euro, finalizzata a sostenere le proprie operazioni nazionali di erogazione di liquidità in euro. Al 31 dicembre 2009 tali crediti non risultano essere.

4 ALTRI CREDITI DENOMINATI IN EURO VERSO ENTI CREDITIZI DELL'AREA DELL'EURO

Al 31 dicembre 2009 questa posta dell'attivo è rappresentata da un conto corrente presso un residente nell'area dell'euro.

5 TITOLI DENOMINATI IN EURO EMESSI DA RESIDENTI NELL'AREA DELL'EURO

Al 31 dicembre 2009 questa voce include i titoli acquisiti dalla BCE nell'ambito del programma di acquisto di obbligazioni garantite annunciato dal Consiglio direttivo il 4 giugno 2009. Nel quadro di tale programma, la BCE e le BCN hanno iniziato ad acquistare, per finalità di politica monetaria, obbligazioni garantite denominate in euro emesse nell'area dell'euro. Gli acquisti saranno prevedibilmente portati a compimento per la fine di giugno 2010.

12 Nel 2008 la Danmarks Nationalbank e la BCE hanno concluso un accordo per lo scambio di liquidità nelle reciproche valute (linea di *swap*), in base al quale la BCE fornisce euro alla Danmarks Nationalbank a fronte di corone danesi per la durata delle operazioni. La liquidità così ottenuta è utilizzata per sostenere le misure tese a migliorare le condizioni di liquidità nei mercati a breve termine in euro.

13 I saldi in franchi svizzeri riflettono le misure di controllo dei rischi adottate dalla BCE nelle operazioni di *swap* euro/franchi; per le operazioni a una settimana sono pertanto applicati margini iniziali del 5 per cento.

14 Attività meno passività denominate nelle rispettive divise che sono soggette a valutazione da cambio. Sono iscritte alle voci "Crediti denominati in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro", "Crediti denominati in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro", "Ratei e risconti attivi", "Passività denominate in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro", "Passività denominate in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro", "Differenze da valutazione su operazioni fuori bilancio" (lato del passivo) e "Ratei e risconti passivi", tenendo anche conto delle operazioni a termine e di *swap* in valuta "fuori bilancio". Non sono considerati gli effetti delle plusvalenze risultanti dalla valutazione ai prezzi di mercato degli strumenti finanziari denominati in valuta estera.

Il Consiglio direttivo ha deciso di classificare le obbligazioni garantite come detenute fino a scadenza (cfr. la sezione *Titoli* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio). Al 31 dicembre 2009 non sussisteva alcuna evidenza oggettiva di una riduzione durevole del valore di queste attività.

6 CREDITI INTERNI ALL'EUROSISTEMA

CREDITI DERIVANTI DALL'ALLOCAZIONE DELLE BANCONOTE IN EURO ALL'INTERNO DELL'EUROSISTEMA

In questa posta di bilancio confluiscono i crediti della BCE nei confronti delle BCN dei paesi dell'area dell'euro relativi all'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema (cfr. la sezione *Banconote in circolazione* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

ALTRI CREDITI NELL'AMBITO DELL'EUROSISTEMA (NETTI)

Nel 2009 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 di questa posta di bilancio è riconducibile principalmente alla flessione delle consistenze relative alle operazioni di *back-to-back swap* condotte con le BCN nell'ambito delle operazioni di immissione di liquidità in dollari statunitensi (cfr. la nota 10, *Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro*).

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 derivante dalle banconote (cfr. la sezione *Banconote in circolazione* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

	2009 €	2008 €
Saldi Target2 a debito delle BCN dei paesi dell'area dell'euro	317.085.135.903	420.833.781.929
Saldi Target2 a credito delle BCN dei paesi dell'area dell'euro	(309.938.011.037)	(185.532.591.178)
Saldi a credito delle BCN dei paesi dell'area dell'euro nel quadro della distribuzione provvisoria del reddito della BCE derivante dalle banconote	(787.157.441)	(1.205.675.418)
Altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti)	6.359.967.425	234.095.515.333

7 ALTRE ATTIVITÀ

IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI

Voci iscritte al 31 dicembre 2009:

	2009 €	2008 €	Variazione €
Costo			
Terreni e fabbricati	168.811.800	159.972.149	8.839.651
Computer (hardware e software)	182.723.860	174.191.055	8.532.805
Impianti, mobili, attrezzature all'interno degli edifici e automezzi	29.786.515	28.862.720	923.795
Immobilizzazioni in corso	105.158.742	83.407.619	21.751.123
Altre immobilizzazioni	3.668.526	3.577.485	91.041
Costo totale	490.149.443	450.011.028	40.138.415
Ammortamento cumulato			
Terreni e fabbricati	(70.731.976)	(59.885.983)	(10.845.993)
Computer (hardware e software)	(169.735.407)	(160.665.542)	(9.069.865)
Impianti, mobili, attrezzature all'interno degli edifici e automezzi	(27.593.378)	(26.618.732)	(974.646)
Altre immobilizzazioni	(201.762)	(150.427)	(51.335)
Ammortamento cumulato totale	(268.262.523)	(247.320.684)	(20.941.839)
Valore netto contabile	221.886.920	202.690.344	19.196.576

L'aumento della posta di bilancio "Terreni e fabbricati" è dovuta principalmente all'ultimo pagamento per l'acquisto del sito in cui sarà costruita la nuova sede della BCE.

L'incremento della voce "Immobilizzazioni in corso" è in gran parte attribuibile ai lavori connessi alla realizzazione della nuova sede della BCE. I trasferimenti da tale voce alle immobilizzazioni pertinenti verranno effettuati in seguito all'entrata in funzione dei beni.

ALTRE ATTIVITÀ FINANZIARIE

Questa voce include gli investimenti dei fondi propri della BCE detenuti in contropartita diretta del capitale e delle riserve (cfr. la nota 13, *Altre passività*), 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 principali componenti di questa voce sono:

	2009 €	2008 €	Variazione €
Conti correnti in euro	8.748.115	4.936.630	3.811.485
Depositi in euro del mercato monetario	0	150.000.000	(150.000.000)
Titoli denominati in euro	11.295.095.956	9.675.505.128	1.619.590.828
Operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine in euro	470.622.051	479.293.075	(8.671.024)
Altre attività finanziarie	41.985.562	42.124.863	(139.301)
Totale	11.816.451.684	10.351.859.696	1.464.591.988

L'aumento netto di questa voce è ascrivibile soprattutto all'investimento, nell'ambito del portafoglio detenuto a fronte dei fondi propri, dell'ammontare trasferito al fondo di accantonamento della BCE per i rischi di cambio, di tasso d'interesse e di prezzo dell'oro nel 2008 e ai redditi ricevuti sul portafoglio a fronte dei fondi propri nel 2009.

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 2009 (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. la sezione *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 plusvalenze da valutazione sulle operazioni di *swap* su tassi di interesse in essere (cfr. la nota 20, *Swap su tassi di interesse*).

RATEI E RISCONTI ATTIVI

Nel 2009 la voce include gli interessi attivi maturati sui saldi Target2 dovuti dalle BCN dei paesi dell'area dell'euro per l'ultimo mese dell'esercizio, per un ammontare di 261,6 milioni di euro (648,9 milioni nel 2008), 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 157,8 milioni di euro (500,4 milioni nel 2008).

Questa posta comprende inoltre interessi maturati su titoli (cfr. anche le note 2, *Crediti denominati in valuta estera verso residenti e non residenti nell'area dell'euro*, 5, *Titoli denominati in euro emessi da residenti nell'area dell'euro*, e 7, *Altre attività*) e altre attività finanziarie.

VARIE

In questa posta di bilancio confluisce prevalentemente il reddito riveniente alla BCE dalle banconote da corrispondere alle BCN conformemente allo schema di distribuzione provvisoria (cfr. la sezione *Banconote in circolazione* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio e la nota 6, *Crediti interni all'Eurosistema*).

La voce si compone anche dei saldi positivi derivanti dalle operazioni di *swap* e a termine in valuta in essere al 31 dicembre 2009 (cfr. la nota 21, *Operazioni di swap e a termine in valuta*). Questi saldi derivano 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 queste sono state inizialmente registrate (cfr. la sezione *Differenze da valutazione su operazioni "fuori bilancio"* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

È inoltre incluso un credito nei confronti del ministero delle finanze della Repubblica federale di Germania per il recupero dell'IVA e di altre imposte indirette. Tali imposte sono rimborsabili ai sensi dell'articolo 3 del Protocollo sui privilegi e sulle immunità 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 PASSIVITÀ DENOMINATE IN EURO VERSO ALTRI RESIDENTI NELL'AREA DELL'EURO

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 regolati dall'EBA tramite il sistema Target2.

10 PASSIVITÀ DENOMINATE IN EURO VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA DELL'EURO

Al 31 dicembre 2009 la voce è costituita principalmente da una passività nei confronti della Federal Reserve per un ammontare di 4,5 miliardi di euro (219,7 miliardi nel 2008), connessa al programma di anticipazioni a termine tramite asta (Term Auction Facility) di dollari statunitensi. In questo contesto la Federal Reserve ha erogato alla BCE dollari statunitensi mediante un accordo temporaneo per lo scambio di liquidità nelle reciproche valute (linea di *swap*), concluso allo scopo di offrire finanziamenti a breve termine in dollari alle controparti dell'Eurosistema. La BCE ha condotto simultaneamente operazioni di *back-to-back swap* con le BCN dei paesi dell'area dell'euro, le quali hanno utilizzato la liquidità così ottenuta per eseguire operazioni di immissione di liquidità in dollari (operazioni temporanee e di *swap*) con le controparti dell'Eurosistema. Le operazioni di *back-to-back swap* condotte fra la BCE e le BCN hanno dato luogo a saldi all'interno dell'Eurosistema registrati alla voce "Altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti)".

In questa posta è ricompresa anche una passività pari a 1,8 miliardi di euro (18,4 miliardi nel 2008) verso la Banca nazionale svizzera, che ha erogato franchi svizzeri mediante un accordo di *swap* concluso per offrire finanziamenti a breve termine nella valuta elvetica alle controparti dell'Eurosistema. La BCE ha condotto contemporaneamente operazioni di *swap* con le BCN dei paesi dell'area dell'euro, le quali hanno utilizzato i fondi così ottenuti per eseguire operazioni di immissione di liquidità in franchi svizzeri contro euro (operazioni di *swap*) con le controparti dell'Eurosistema. Le operazioni di *swap* condotte tra la BCE e le BCN hanno dato luogo a saldi all'interno dell'Eurosistema registrati alla

voce “Altri crediti nell’ambito dell’Eurosistema (netti)”. Nel 2008 un’ulteriore componente di questa posta era rappresentata da una passività di 15,4 miliardi di euro verso la Banca nazionale svizzera, che aveva collocato presso la BCE fondi in euro ricevuti da operazioni con altre controparti. Al 31 dicembre 2009 tale passività non risulta in essere.

La riduzione del valore di tali passività nel 2009 è attribuibile alla minore domanda di liquidità in dollari e in franchi da parte delle controparti dell’Eurosistema.

La voce comprende, per il resto, i saldi debitori della BCE nei confronti delle BCN dei paesi non appartenenti all’area dell’euro che derivano da operazioni effettuate tramite Target2 (cfr. la sezione *Saldi intra-SEBC e saldi interni all’Eurosistema* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

11 PASSIVITÀ DENOMINATE IN VALUTA ESTERA VERSO RESIDENTI E NON RESIDENTI NELL’AREA DELL’EURO

Le due poste di bilancio includono prevalentemente le operazioni di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine effettuate con residenti e non residenti nell’area dell’euro nel quadro della gestione delle riserve in valuta estera della BCE.

12 PASSIVITÀ INTERNE ALL’EUROSISTEMA

Costituiscono le passività verso le BCN dei paesi dell’area dell’euro derivanti dal trasferimento di riserve ufficiali alla BCE effettuato al momento dell’adesione all’Eurosistema. Esse sono remunerate all’ultimo tasso marginale disponibile applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dell’Eurosistema, corretto per tenere conto della componente infruttifera rappresentata dall’oro (cfr. la nota 24, *Interessi attivi netti*).

A seguito della modifica delle quote delle BCN nello schema di sottoscrizione del capitale della BCE (cfr. la nota 16, *Capitale e riserve*), nonché del conferimento di riserve valutarie da parte della Národná banka Slovenska con l’adozione della moneta unica in Slovacchia, le passività totali sono state portate a 40.204.457.215 euro su decisione del Consiglio direttivo conformemente all’articolo 30 dello Statuto del SEBC.

	Dal 1° gennaio 2009 €	31 dicembre 2008 ¹⁾ €
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	1.397.303.847	1.423.341.996
Deutsche Bundesbank	10.909.120.274	11.821.492.402
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	639.835.662	511.833.966
Bank of Greece	1.131.910.591	1.046.595.329
Banco de España	4.783.645.755	4.349.177.351
Banque de France	8.192.338.995	8.288.138.644
Banca d’Italia	7.198.856.881	7.217.924.641
Central Bank of Cyprus	78.863.331	71.950.549
Banque centrale du Luxembourg	100.638.597	90.730.275
Central Bank of Malta	36.407.323	35.831.258
De Nederlandsche Bank	2.297.463.391	2.243.025.226
Oesterreichische Nationalbank	1.118.545.877	1.161.289.918
Banco de Portugal	1.008.344.597	987.203.002
Banka Slovenije	189.410.251	183.995.238
Národná banka Slovenska	399.443.638	-
Suomen Pankki	722.328.205	717.086.011
Total	40.204.457.215	40.149.615.805

1) Singoli importi sono arrotondati all’euro. Eventuali discrepanze fra la somma delle singole componenti e il totale sono dovute ad arrotondamenti.

Il credito della Národná banka Slovenska è stato fissato a 399.443.638 euro in modo da assicurare che il rapporto fra tale credito e l’importo complessivo dei crediti delle altre BCN dei paesi che hanno adottato l’euro fosse pari al rapporto fra la quota attribuita alla Národná banka Slovenska nello schema di sottoscrizione del capitale della BCE e quelle complessivamente assegnate alle altre BCN partecipanti. La differenza fra il credito e il valore delle attività trasferite (cfr. le note 1, *Oro e crediti in oro*,

e 2, *Crediti denominati in valuta estera verso residenti e non residenti nell'area dell'euro*) è stata contabilizzata come parte dei contributi della Národná banka Slovenska, dovuti ai sensi dell'articolo 49.2 dello Statuto del SEBC, alle riserve e agli accantonamenti equivalenti a riserve della BCE in essere al 31 dicembre 2008 (cfr. le note 14, *Fondi di accantonamento*, e 15, *Conti di rivalutazione*).

13 ALTRE PASSIVITÀ

DIFFERENZE DA VALUTAZIONE SU OPERAZIONI “FUORI BILANCIO”

Questa voce si compone principalmente delle variazioni da valutazione relative alle operazioni di *swap* e a termine in valuta in essere al 31 dicembre 2009 (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 in essere a tale data (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 7, *Altre attività*).

Anche le minusvalenze da valutazione sulle operazioni di *swap* su tassi di interesse rientrano in questa voce.

RATEI E RISCONTI PASSIVI

La voce è costituita prevalentemente da interessi dovuti alle BCN in relazione ai crediti rivenienti dal trasferimento delle riserve ufficiali alla BCE (cfr. la nota 12, *Passività interne all'Eurosistema*), per un ammontare di 443,0 milioni di euro (1.400,4 milioni nel 2008). Sono inoltre compresi i ratei passivi sui saldi dovuti alle BCN in relazione a Target2, pari a 259,7 milioni

di euro (570,8 milioni nel 2008), i ratei passivi su strumenti finanziari e altri ratei.

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, monumento storico tutelato, nell'ambito dei lavori di costruzione della nuova sede della BCE. L'importo sarà portato a compensazione del costo dell'edificio una volta entrato in funzione (cfr. la nota 7, *Altre attività*).

VARIE

La voce si compone dei saldi negativi connessi alle operazioni di *swap* e a termine in valuta in essere al 31 dicembre 2009 (cfr. la nota 21, *Operazioni di swap e a termine in valuta*). Questi 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 *Differenze da valutazione su operazioni “fuori bilancio”* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

In tale voce confluiscono inoltre le operazioni in essere di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine, per un importo di 146,6 milioni di euro (337,6 milioni nel 2008), collegate alla gestione dei fondi propri della BCE (cfr. la nota 7, *Altre attività*) e la passività netta relativa agli obblighi pensionistici della BCE, come di seguito illustrato.

PIANO PENSIONISTICO DELLA BCE E ALTRI BENEFICI SUCCESSIVI AL RAPPORTO DI LAVORO

Sono di seguito indicati gli importi iscritti nello stato patrimoniale in relazione agli obblighi pensionistici della BCE (cfr. la sezione *Piano pensionistico della BCE e altri benefici successivi al rapporto di lavoro* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio):

	2009 milioni di euro	2008 milioni di euro
Valore attuale delle obbligazioni	443,9	317,0
Fair value delle attività a servizio del piano	(333,2)	(226,7)
Utili/(perdite) attuariali non rilevati	(24,0)	7,6
Passività iscritta nello stato patrimoniale	86,7	97,9

Il valore attuale delle obbligazioni include gli impegni non finanziati relativi alle pensioni dei membri del Comitato esecutivo e gli accantonamenti per i sussidi di invalidità del personale per un importo di 44,9 milioni di euro (42,3 milioni nel 2008).

Sono di seguito esposti gli importi iscritti nel conto economico per gli esercizi 2009 e 2008 alle voci “Costo previdenziale relativo alle prestazioni di lavoro correnti”, “Interessi sull’obbligazione”, “Rendimento atteso sulle attività del piano” e “(Utili)/perdite attuariali netti rilevati nell’esercizio”.

	2009 milioni di euro	2008 milioni di euro
Costo previdenziale relativo alle prestazioni di lavoro correnti	24,7	24,7
Interessi sull’obbligazione	14,2	10,7
Rendimento atteso sulle attività del piano	(9,9)	(10,0)
(Utili)/perdite attuariali netti rilevati nell’esercizio	(0,3)	(1,1)
Totale incluso in “Spese per il personale”	28,7	24,3

In applicazione della regola del “corridoio del 10 per cento” (cfr. la sezione *Piano pensionistico della BCE e altri benefici successivi al rapporto di lavoro* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio), la quota degli utili e delle perdite attuariali netti complessivi non rilevati che eccede il più elevato fra (a) il 10 per cento del valore attuale dell’obbligazione a benefici definiti e (b) il 10 per cento del *fair value* delle attività a servizio del piano è ammortizzata sulla prevista vita lavorativa media residua dei dipendenti iscritti al piano.

Variazioni del valore attuale dell’obbligazione a benefici definiti:

	2009 milioni di euro	2008 milioni di euro
Obbligazione a benefici definiti iniziale	317,0	285,8
Costo previdenziale	24,7	24,7
Spesa per interessi	14,2	10,7
Contributi versati dai partecipanti al piano	21,5	17,9
Altre variazioni nette delle passività rappresentate dai contributi dei partecipanti al piano	(26,6)	(12,3)
Benefici versati	(3,9)	(3,8)
(Utili)/perdite attuariali	97,0	(6,0)
Obbligazione a benefici definiti finale	443,9	317,0

Variazioni del *fair value* delle attività a servizio del piano:

	2009 milioni di euro	2008 milioni di euro
Fair value iniziale delle attività a servizio del piano	226,7	229,8
Rendimento atteso	9,9	10,0
Utili/(perdite) attuariali	65,7	(32,7)
Contributi versati dal datore di lavoro	39,7	17,5
Contributi versati dai partecipanti al piano	21,3	17,8
Benefici versati	(3,5)	(3,4)
Altre variazioni nette delle attività rappresentate dai contributi dei partecipanti al piano	(26,6)	(12,3)
Fair value finale delle attività a servizio del piano	333,2	226,7

Nel 2009 le perdite attuariali sull’obbligazione a benefici definiti ammontano a 97,0 milioni di euro. L’importo discende dagli effetti (a) della diminuzione del tasso di attualizzazione dal 5,75 al 5,50 per cento, che ha generato un aumento di valore della passività; (b) della crescita superiore al previsto del valore dei benefici garantiti; (c) dell’esplicita inclusione dell’obbligazione relativa ai benefici delle persone a carico dei partecipanti al piano. Prima del 2009 la passività (netta) afferente ai benefici per le persone a carico non era esplicitamente inclusa poiché ritenuta non rilevante. Questa

componente è tuttavia cresciuta ed è stato quindi deciso di ricomprenderla formalmente nel calcolo dell'obbligazione a benefici definiti. Analogamente l'inclusione esplicita delle corrispondenti attività nella valutazione attuariale ha dato luogo a utili attuariali sulle attività a servizio del piano pari a 42,1 milioni di euro, su un totale di 65,7 milioni nel 2009.

A seguito dell'applicazione della garanzia annuale sul capitale alla data del 31 dicembre 2008 e tenuto conto della perdita di capitale subita dai conti del personale relativi alle prestazioni fondamentali (Core Benefit Account), il Consiglio direttivo, previa consultazione degli attuari e in linea con le regole del piano pensionistico della BCE, ha deciso nel 2009 di effettuare un contributo aggiuntivo di circa 19,9 milioni di euro a valere sulle attività generali della BCE. Ciò ha determinato un aumento dei contributi versati dalla BCE nel 2009 rispetto al corrispondente importo dell'esercizio precedente.

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 a favore del personale sono:

	2009 %	2008 %
Tasso di attualizzazione	5,50	5,75
Rendimento atteso sulle attività del piano	6,50	6,50
Incrementi generali futuri delle retribuzioni ¹⁾	2,00	2,00
Incrementi dei trattamenti pensionistici futuri	2,00	2,00

1) Sono inoltre considerati gli aumenti futuri delle retribuzioni individuali compresi fra lo 0 e il 2,25 per cento l'anno, a seconda dell'età degli iscritti al piano

14 FONDI DI ACCANTONAMENTO

La voce comprende un fondo di accantonamento a fronte dei rischi di cambio, di tasso d'interesse, di credito e di prezzo dell'oro, nonché altri

accantonamenti di varia natura. Tra questi è incluso un adeguato accantonamento a fronte degli obblighi contrattuali connessi con l'impegno di ripristinare le condizioni originarie delle strutture attualmente occupate dalla BCE dopo il rilascio dei locali e il trasferimento nella nuova sede.

Al 31 dicembre 2005, tenuto conto dell'elevata esposizione della BCE ai rischi di cambio, di tasso d'interesse e di prezzo dell'oro e della dimensione dei conti di rivalutazione, il Consiglio direttivo ha ritenuto opportuno costituire un apposito fondo di accantonamento. Nel 2009, in seguito all'istituzione del programma di acquisto di obbligazioni garantite (cfr. la nota 5, *Titoli denominati in euro emessi da residenti nell'area dell'euro*) il Consiglio direttivo ha deciso di estendere anche al rischio di credito la copertura offerta dal fondo di accantonamento. Quest'ultimo verrà utilizzato, nella misura considerata necessaria dal Consiglio direttivo, per ripianare perdite future realizzate e non realizzate, in particolare minusvalenze da valutazione non coperte dai conti di rivalutazione. L'ammontare dell'accantonamento e l'esigenza stessa di continuare a disporne sono riesaminati con cadenza annuale, sulla base della valutazione della BCE riguardo alla propria esposizione ai rischi summenzionati. La valutazione tiene conto di una serie di fattori, fra cui in particolare l'ammontare di attività rischiose detenute, la misura in cui l'esposizione ai rischi si è concretizzata nell'esercizio finanziario corrente, i risultati previsti per l'esercizio successivo e una valutazione dei rischi che prevede il calcolo per le attività rischiose dei relativi valori a rischio (VaR), condotta in modo coerente nel corso del tempo¹⁵. 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 2008 il fondo di accantonamento ammontava a 4.014.961.580 euro. Ai sensi dell'articolo 49.2 dello Statuto del SEBC, la Národná banka Slovenska ha conferito al fondo

15 Cfr. anche il capitolo 2.

40.290.173 euro con effetto dal 1° gennaio 2009. Inoltre, tenuto conto (a) dell'adeguamento delle quote di capitale sottoscritte dalle BCN (cfr. la nota 16, *Capitale e riserve*) e del contributo della Národná banka Slovenska, in base agli esiti della sua valutazione il Consiglio direttivo ha deciso di utilizzare il fondo, al 31 dicembre 2009, per un importo di 34.806.031 euro, così da rispettare il limite massimo consentito.

Per effetto di tali operazioni, il fondo di accantonamento è aumentato a 4.020.445.722 euro, che equivale peraltro al valore del capitale della BCE versato dalle BCN dell'area dell'euro al 31 dicembre 2009.

15 CONTI DI RIVALUTAZIONE

Tali conti rappresentano saldi da rivalutazione originati da plusvalenze non realizzate rilevate su attività e passività. Conformemente all'articolo 49.2 dello Statuto del SEBC, la Národná banka Slovenska vi ha conferito 113,9 milioni di euro con effetto dal 1° gennaio 2009.

	2009 €	2008 €	Variazione €
Oro	8.418.303.639	6.449.713.267	1.968.590.372
Valuta estera	2.070.299.334	3.616.514.710	(1.546.215.376)
Titoli e altri strumenti	426.648.985	1.286.373.348	(859.724.363)
Totale	10.915.251.958	11.352.601.325	(437.349.367)

I tassi di cambio utilizzati per la valutazione di fine anno sono:

Tassi di cambio	2009	2008
Dollari statunitensi per euro	1,4406	1,3917
Yen giapponesi per euro	133,16	126,14
Euro per DSP	1,0886	1,1048
Franchi svizzeri per euro	1,4836	1,4850
Corone danesi per euro	non utilizzato	7,4506
Euro per oncia di oro fino	766,347	621,542

16 CAPITALE E RISERVE

(a) MODIFICA ALLO SCHEMA DI SOTTOSCRIZIONE DEL CAPITALE DELLA BCE

L'articolo 29 dello Statuto del SEBC prevede che la quota del capitale della BCE sottoscritta da ciascuna BCN sia ponderata in base al peso percentuale dello Stato membro di appartenenza nella popolazione totale e nel PIL dell'UE; questi dati, che contribuiscono in pari misura alla ponderazione, sono comunicati alla BCE dalla Commissione europea. I coefficienti di ponderazione sono adeguati con cadenza quinquennale¹⁶. Dall'istituzione della BCE, il secondo di tali adeguamenti è stato apportato il 1° gennaio 2009. Conformemente alla Decisione 2003/517/CE del Consiglio, del 15 luglio 2003, relativa ai dati statistici da usare per la determinazione dello schema di sottoscrizione del capitale della Banca centrale europea¹⁷, le quote delle BCN nel capitale della BCE sono state modificate il 1° gennaio 2009. Il nuovo schema di sottoscrizione è riportato di seguito.

	Quota di capitale sottoscritto dal 1° gennaio 2009 %	Quota di capitale sottoscritto al 31 dicembre 2008 %
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,4256	2,4708
Deutsche Bundesbank	18,9373	20,5211
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	1,1107	0,8885
Banca di Grecia	1,9649	1,8168
Banco de España	8,3040	7,5498
Banque de France	14,2212	14,3875
Banca d'Italia	12,4966	12,5297
Banca centrale di Cipro	0,1369	0,1249
Banque centrale du Luxembourg	0,1747	0,1575
Bank Ċentrali ta' Malta/ Central Bank of Malta	0,0632	0,0622
De Nederlandsche Bank	3,9882	3,8937
Oesterreichische Nationalbank	1,9417	2,0159
Banco de Portugal	1,7504	1,7137

¹⁶ I coefficienti di ponderazione sono inoltre adeguati ogni volta che un nuovo Stato membro entra a far parte dell'UE.

¹⁷ GU L 181 del 19.07.2003, pag. 43.

	Quota di capitale sottoscritto dal	Quota di capitale sottoscritto al
	1° gennaio 2009 %	31 dicembre 2008 %
Banka Slovenije	0,3288	0,3194
Národná banka Slovenska	0,6934	-
Suomen Pankki - Finlands Bank	1,2539	1,2448
Totale parziale relativo alle BCN dei paesi dell'area dell'euro	69,7915	69,6963
Българска народна банка (Banca nazionale di Bulgaria)	0,8686	0,8833
Česká národní banka	1,4472	1,3880
Danmarks Nationalbank	1,4835	1,5138
Eesti Pank	0,1790	0,1703
Latvijas Banka	0,2837	0,2813
Lietuvos bankas	0,4256	0,4178
Magyar Nemzeti Bank	1,3856	1,3141
Narodowy Bank Polski	4,8954	4,8748
Banca Națională a României	2,4645	2,5188
Národná banka Slovenska	-	0,6765
Sveriges Riksbank	2,2582	2,3313
Bank of England	14,5172	13,9337
Totale parziale relativo alle BCN dei paesi non aderenti dell'area dell'euro	30,2085	30,3037
Totale	100,0000	100,0000

(b) CAPITALE DELLA BCE

In base alla Decisione 2008/608/CE del Consiglio, dell'8 luglio 2008, emanata in virtù dell'articolo 122, paragrafo 2, del Trattato, la Slovacchia ha adottato la moneta

unica il 1° gennaio 2009. Conformemente all'articolo 49.1 dello Statuto del SEBC e agli atti giuridici adottati dal Consiglio direttivo il 31 dicembre 2008¹⁸, la Národná banka Slovenska ha versato un ammontare di 37.216.407 euro al 1° gennaio 2009, che rappresenta la rimanente parte della propria quota di sottoscrizione del capitale della BCE.

L'adeguamento delle quote di capitale sottoscritte dalle BCN e l'ingresso della Slovacchia nell'area dell'euro hanno determinato un incremento di 5.100.251 euro del capitale versato della BCE, come indicato nella tavola¹⁹.

¹⁸ Decisione BCE/2008/33, del 31 dicembre 2008, 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 Národná banka Slovenska, GU L 21 del 24.1.2009, pag. 83; Accordo, del 31 dicembre 2008, tra la Banca centrale europea e la Národná banka Slovenska riguardo alla somma accreditata alla Národná banka Slovenska da parte della Banca centrale europea in virtù dell'articolo 30.3 dello Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea, GU C 18 del 24.1.2009, pag. 3.

¹⁹ I singoli importi sono arrotondati all'euro. Nelle tavole di questa sezione l'eventuale discrepanza fra la somma dei singoli importi e i totali è dovuta agli arrotondamenti.

	Capitale sottoscritto dal	Capitale versato dal	Capitale sottoscritto al	Capitale versato al
	1° gennaio 2009 €	1° gennaio 2009 €	31 dicembre 2008 €	31 dicembre 2008 €
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	139.730.385	139.730.385	142.334.200	142.334.200
Deutsche Bundesbank	1.090.912.027	1.090.912.027	1.182.149.240	1.182.149.240
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	63.983.566	63.983.566	51.183.397	51.183.397
Banca di Grecia	113.191.059	113.191.059	104.659.533	104.659.533
Banco de España	478.364.576	478.364.576	434.917.735	434.917.735
Banque de France	819.233.899	819.233.899	828.813.864	828.813.864
Banca d'Italia	719.885.688	719.885.688	721.792.464	721.792.464
Banca centrale di Cipro	7.886.333	7.886.333	7.195.055	7.195.055
Banque centrale du Luxembourg	10.063.860	10.063.860	9.073.028	9.073.028
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	3.640.732	3.640.732	3.583.126	3.583.126
De Nederlandsche Bank	229.746.339	229.746.339	224.302.523	224.302.523
Oesterreichische Nationalbank	111.854.588	111.854.588	116.128.992	116.128.992
Banco de Portugal	100.834.460	100.834.460	98.720.300	98.720.300
Banka Slovenije	18.941.025	18.941.025	18.399.524	18.399.524

	Capitale sottoscritto dal 1° gennaio 2009 €	Capitale versato dal 1° gennaio 2009 €	Capitale sottoscritto al 31 dicembre 2008 €	Capitale versato al 31 dicembre 2008 €
Národná banka Slovenska	39.944.364	39.944.364	-	-
Suomen Pankki - Finlands Bank	72.232.820	72.232.820	71.708.601	71.708.601
Totale parziale relativo alle BCN dei paesi dell'area dell'euro	4.020.445.722	4.020.445.722	4.014.961.580	4.014.961.580
Българска народна банка (Banca nazionale di Bulgaria)	50.037.027	3.502.592	50.883.843	3.561.869
Česká národní banka	83.368.162	5.835.771	79.957.855	5.597.050
Danmarks Nationalbank	85.459.278	5.982.149	87.204.756	6.104.333
Eesti Pank	10.311.568	721.810	9.810.391	686.727
Latvijas Banka	16.342.971	1.144.008	16.204.715	1.134.330
Lietuvos bankas	24.517.337	1.716.214	24.068.006	1.684.760
Magyar Nemzeti Bank	79.819.600	5.587.372	75.700.733	5.299.051
Narodowy Bank Polski	282.006.978	19.740.488	280.820.283	19.657.420
Banca Națională a României	141.971.278	9.937.989	145.099.313	10.156.952
Národná banka Slovenska	-	-	38.970.814	2.727.957
Sveriges Riksbank	130.087.053	9.106.094	134.298.089	9.400.866
Bank of England	836.285.431	58.539.980	802.672.024	56.187.042
Totale parziale relativo alle BCN dei paesi non aderenti dell'area dell'euro	1.740.206.681	121.814.468	1.745.690.822	122.198.358
Totale	5.760.652.403	4.142.260.189	5.760.652.403	4.137.159.938

Le BCN dei paesi non appartenenti all'area dell'euro sono tenute a versare il 7 per cento delle quote di capitale rispettivamente sottoscritte, a titolo di contributo ai costi operativi della BCE. Alla fine del 2009 tale contributo ammontava a un totale di 121.814.468 euro. Le BCN dei paesi non aderenti all'area dell'euro non hanno titolo a partecipare alla ripartizione degli utili, incluso il reddito riveniente dall'allocatione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema, né sono tenute al ripianamento delle perdite della BCE.

17 FATTI CONTABILI RILEVANTI SUCCESSIVI ALLA DATA DI CHIUSURA DEL BILANCIO

OPERAZIONI DI IMMISSIONE DI LIQUIDITÀ IN DOLLARI STATUNITENSIS E FRANCHI SVIZZERI

Il Consiglio direttivo ha deciso che dopo il 31 gennaio 2010 avrebbe cessato di condurre (a) operazioni di immissione di liquidità in dollari statunitensi, dato il miglior funzionamento del mercato finanziario nello scorso anno, e (b) operazioni di immissione di liquidità in franchi svizzeri, a fronte del calo della domanda e delle migliori condizioni nei mercati di

approvvigionamento di liquidità in tale valuta. Di conseguenza, immediatamente dopo tale data non si rilevano saldi in essere afferenti a tali operazioni (cfr. le note 2, *Crediti denominati in valuta estera verso residenti e non residenti nell'area dell'euro*, 10, *Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro*, e 21, *Operazioni di swap e a termine in valuta*). Le decisioni sulle operazioni in dollari e in franchi sono state concordate con altre banche centrali, fra cui la Federal Reserve e la Banca nazionale svizzera.

OPERAZIONI "FUORI BILANCIO"

18 PROCEDURA AUTOMATICA PER I PRESTITI IN TITOLI

Nel quadro della gestione dei fondi propri la BCE ha concluso un accordo relativo a una procedura automatica per i prestiti in titoli, nel cui ambito è stato nominato un agente con l'incarico di effettuare operazioni di prestito in titoli, per conto della BCE, con una serie di controparti indicate come idonee dalla stessa. Sulla base di questo accordo, al 31 dicembre 2009 risultano in essere operazioni temporanee per un ammontare

di 2,1 miliardi di euro, a fronte di 1,2 miliardi nel 2008 (cfr. la sezione *Operazioni temporanee* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

19 FUTURE SU TASSI DI INTERESSE

I *future* su tassi di interesse sono utilizzati nel quadro della gestione delle riserve ufficiali e dei fondi propri della BCE. Al 31 dicembre 2009 sono in essere le seguenti operazioni:

<i>Future</i> su tassi di interesse in valuta	2009 Valore dei contratti €	2008 Valore dei contratti €	Variazione €
Acquisti	541.523.368	2.041.082.857	(1.499.559.489)
Vendite	2.706.847.703	1.209.470.518	1.497.377.185

<i>Future</i> su tassi di interesse in euro	2009 Valore dei contratti €	2008 Valore dei contratti €	Variazione €
Acquisti	25.000.000	50.000.000	(25.000.000)
Vendite	379.000.000	33.000.000	346.000.000

20 SWAP SU TASSI DI INTERESSE

Al 31 dicembre 2009 risultano in essere contratti di *swap* su tassi di interesse per un importo di 724,4 milioni di euro (459,3 milioni nel 2008); tali operazioni sono state condotte nel quadro della gestione delle riserve ufficiali della BCE.

21 OPERAZIONI DI SWAP E A TERMINE IN VALUTA

GESTIONE DELLE RISERVE UFFICIALI

Nell'ambito della gestione delle riserve ufficiali della BCE, al 31 dicembre 2009 sono in essere le seguenti operazioni di *swap* e a termine in valuta.

Operazioni di <i>swap</i> e a termine in valuta	2009 €	2008 €	Variazione €
Attività	1.017.926.290	358.050.555	659.875.735
Passività	1.008.562.032	404.319.418	604.242.614

OPERAZIONI DI IMMISSIONE DI LIQUIDITÀ

Al 31 dicembre 2009 sono esposte attività e passività su operazioni a termine rispettivamente verso le BCN e la Federal Reserve connesse all'offerta di liquidità in dollari statunitensi alle controparti dell'Eurosistema (cfr. la nota 10, *Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro*).

Inoltre, alla stessa data risultano in essere attività e passività su operazioni a termine rispettivamente verso le BCN e la Banca nazionale svizzera connesse all'offerta di liquidità in franchi svizzeri alle controparti dell'Eurosistema (cfr. la nota 10, *Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro*).

22 GESTIONE DELLE OPERAZIONI DI INDEBITAMENTO E DI PRESTITO

In conformità dell'articolo 123, paragrafo 2, del Trattato, in vigore fino al 1° dicembre 2009, e dell'articolo 21.2 dello Statuto del SEBC, congiuntamente con l'articolo 9 del Regolamento (CE) n. 332/2002 del Consiglio, del 18 febbraio 2002, modificato da ultimo dal Regolamento (CE) n. 431/2009 del Consiglio, del 18 maggio 2009, la BCE rimane competente per la gestione delle operazioni di indebitamento e di prestito concluse dall'UE nell'ambito del meccanismo di sostegno finanziario a medio termine. Nel quadro di tale schema, al 31 dicembre 2009 sono in essere prestiti concessi dall'UE alla Lettonia, all'Ungheria e alla Romania per un importo complessivo di 9,2 miliardi di euro.

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), mirante a far constatare la violazione di un suo brevetto²⁰

²⁰ Brevetto europeo n. 0455 750 B1 della società DSSI.

da parte della BCE nella produzione delle banconote in euro. Il TPGCE ha respinto il ricorso della società DSSI²¹. La BCE sta promuovendo azioni legali per la revoca del brevetto in una serie di giurisdizioni nazionali. Inoltre, nella ferma convinzione di non aver commesso alcuna violazione, la BCE intende difendersi qualora la società DSSI avvii procedimenti di infrazione dinanzi a qualsiasi tribunale nazionale competente.

Considerate l'ordinanza del TPGCE e le azioni legali di revoca del brevetto conclusesi finora a favore della BCE in alcune giurisdizioni nazionali, essa 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.

21 Ordinanza del Tribunale di primo grado del 5 settembre 2007, Causa T-295/05, disponibile in Internet all'indirizzo www.curia.europa.eu.

NOTE AL CONTO ECONOMICO

24 INTERESSI ATTIVI NETTI

INTERESSI ATTIVI SULLE RISERVE UFFICIALI

Questa voce comprende interessi attivi, al netto di quelli passivi, afferenti alle riserve valutarie nette della BCE.

	2009 €	2008 €	Variazione €
Interessi attivi sui conti correnti	1.333.874	10.303.881	(8.970.007)
Interessi attivi sui depositi del mercato monetario	17.682.787	109.653.055	(91.970.268)
Interessi attivi sulle operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine	1.524.055	42.404.485	(40.880.430)
Interessi attivi sui titoli	663.881.906	885.725.044	(221.843.138)
Interessi attivi netti sulle operazioni di <i>swap</i> su tassi di interesse	7.374.057	2.299.631	5.074.426
Interessi attivi netti sulle operazioni di <i>swap</i> e a termine in valuta	9.519.685	15.575.487	(6.055.802)
Interessi attivi totali sulle riserve ufficiali	701.316.364	1.065.961.583	(364.645.219)
Interessi passivi sui conti correnti	(219.800)	(45.896)	(173.904)
Interessi passivi netti sulle operazioni di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine	(880.287)	(29.492.415)	28.612.128
Interessi attivi sulle riserve ufficiali (netti)	700.216.277	1.036.423.272	(336.206.995)

Gli interessi attivi e passivi rivenienti dalle operazioni di immissione di liquidità in dollari statunitensi e franchi svizzeri, in precedenza imputati a questa voce, sono stati riclassificati negli "Altri interessi attivi" e "Altri interessi passivi" (cfr. la sezione *Riclassificazioni* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

INTERESSI ATTIVI DERIVANTI DALL'ALLOCAZIONE DELLE BANCONOTE IN EURO ALL'INTERNO DELL'EUROSISTEMA

La voce include gli interessi attivi relativi alla quota assegnata alla BCE sul totale delle banconote in euro emesse; tali interessi vengono remunerati all'ultimo tasso marginale disponibile applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema. La riduzione registrata da questa posta di bilancio nel 2009 riflette principalmente il fatto che il tasso medio sulle operazioni di rifinanziamento principali è stato inferiore rispetto all'esercizio precedente.

Tale reddito viene ripartito tra le BCN secondo le modalità illustrate nella sezione *Banconote in circolazione* delle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio. Sulla base del risultato economico della BCE stimato per l'esercizio, il Consiglio direttivo ha convenuto di distribuire l'intero reddito alle BCN dei paesi dell'area dell'euro in misura proporzionale alle relative quote sottoscritte del capitale della BCE.

REMUNERAZIONE DEI CREDITI DELLE BCN RELATIVI ALLE RISERVE UFFICIALI TRASFERITE

Tale voce registra la remunerazione corrisposta alle BCN dei paesi dell'area dell'euro sui crediti verso la BCE a fronte del trasferimento di riserve ufficiali ai sensi dell'articolo 30.1 dello Statuto del SEBC.

ALTRI INTERESSI ATTIVI E ALTRI INTERESSI PASSIVI

Queste voci comprendono interessi attivi pari a 4,0 miliardi di euro (8,0 miliardi nel 2008) e interessi passivi per un ammontare di 3,7 miliardi di euro (7,6 miliardi nel 2008) sui saldi connessi a operazioni in Target2 (cfr. la sezione *Saldi intra-SEBC e saldi interni all'Eurosistema*

nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio). Gli 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 e franchi svizzeri sono altresì contabilizzati in questa voce (cfr. la sezione *Riclassificazioni* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

25 UTILI/(PERDITE) REALIZZATI RIVENIENTI DA OPERAZIONI FINANZIARIE

La tavola seguente presenta gli utili/(le perdite) realizzati nel 2009 rivenienti da operazioni finanziarie.

	2009 €	2008 €	Variazione €
Utili/(perdite) netti da negoziazione realizzati su titoli. <i>future</i> su tassi di interesse e <i>swap</i> su tassi di interesse	563.594.643	349.179.481	214.415.162
Utili netti da negoziazione realizzati in cambi e su oro	539.002.475	313.162.603	225.839.872
Utili realizzati rivenienti da operazioni finanziarie	1.102.597.118	662.342.084	440.255.034

L'incremento complessivo degli utili netti da negoziazione realizzati in cambi e su oro è riconducibile soprattutto al significativo rialzo del prezzo dell'oro nel 2009 e al maggiore volume delle vendite effettuate nel corso dello stesso anno (cfr. la nota 1, *Oro e crediti in oro*).

26 SVALUTAZIONI DI ATTIVITÀ E DI POSIZIONI FINANZIARIE

	2009 €	2008 €	Variazione €
Perdite non realizzate in titoli	(34.163.743)	(2.164.000)	(31.999.743)
Perdite non realizzate su <i>swap</i> su tassi di interesse	(3.774.314)	(476.831)	(3.297.483)
Perdite non realizzate in cambi	(1.592)	(21.271)	19.679
Totale svalutazioni	(37.939.649)	(2.662.102)	(35.277.547)

Nell'esercizio in esame questi oneri sono principalmente ascrivibili alla svalutazione del costo di acquisizione di alcuni titoli iscritti in bilancio al loro valore di mercato al 30 dicembre 2009.

27 SPESE NETTE PER PROVVIGIONI E COMMISSIONI

	2009 €	2008 €	Variazione €
Provvigioni e commissioni attive	679.416	588.052	91.364
Provvigioni e commissioni passive	(695.426)	(737.059)	41.633
Spese nette per provvigioni e commissioni	(16.010)	(149.007)	132.997

Nel 2009 le rendite relative a questa voce comprendono le sanzioni pecuniarie irrogate agli enti creditizi per il mancato adempimento degli obblighi di riserva. Le spese sono connesse alle commissioni su conti correnti e a quelle relative all'esecuzione di *future* su tassi di interesse (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, *Altre attività*).

29 ALTRI PROVENTI

Nel 2009 la componente principale di questa voce è rappresentata dai proventi derivanti dal contributo di altre banche centrali ai costi connessi a un contratto di servizio detenuto a livello centralizzato dalla BCE con il fornitore esterno di una rete informatica.

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 158,6 milioni di euro (149,9 milioni nel 2008). È incluso altresì un importo di 28,7 milioni di euro (24,3 milioni nel 2008) rilevato in relazione al piano pensionistico della BCE e ad altri benefici successivi al rapporto di lavoro (cfr. la nota 13, *Altre passività*). Le spese per il personale, pari a 1,2 milioni di euro (1,1 milioni nel 2008), sostenute in relazione alla costruzione della nuova sede della BCE sono state capitalizzate e sono escluse da questa voce.

Gli stipendi e le indennità, incluse le remunerazioni dei dirigenti di grado superiore, sono in sostanza basati sullo schema retributivo 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 2009 e nel 2008:

	2009 €	2008 €
Jean-Claude Trichet (Presidente)	360.612	351.816
Lucas D. Papademos (Vicepresidente)	309.096	301.548
Gertrude Tumpel-Gugerell (Membro del Comitato esecutivo)	257.568	251.280
José Manuel González-Páramo (Membro del Comitato esecutivo)	257.568	251.280
Lorenzo Bini Smaghi (Membro del Comitato esecutivo)	257.568	251.280
Jürgen Stark (Membro del Comitato esecutivo)	257.568	251.280
Totale	1.699.980	1.658.484

In totale le indennità corrisposte ai membri del Comitato esecutivo e i contributi versati dalla BCE a favore di questi ultimi per l'assicurazione contro le malattie e gli infortuni ammontano a 614.879 euro (600.523 nel 2008). Gli emolumenti corrisposti risultano dunque pari a 2.314.859 euro (2.259.007 nel 2008).

Ai precedenti membri del Comitato esecutivo vengono erogati pagamenti transitori per un periodo successivo al termine del mandato. Nel 2009 non sono stati effettuati pagamenti di questa natura, poiché nessun ex membro del Comitato esecutivo ha beneficiato di tale prestazione (30.748 euro nel 2008, compresi i contributi versati dalla BCE per l'assicurazione contro le malattie e gli infortuni). Le pensioni liquidate a precedenti membri del Comitato esecutivo o a persone a carico degli stessi, incluse le relative indennità, e i contributi versati per l'assicurazione contro le malattie e gli infortuni sono pari a 348.410 euro (306.798 nel 2008).

Alla fine del 2009 il numero dei dipendenti titolari di un contratto con la BCE risultava di

1.563 unità effettive equivalenti a tempo pieno²², fra cui 150 in posizioni dirigenziali. Nel corso dell'esercizio sono intervenute le seguenti variazioni del personale in servizio.

	2009	2008
Al 1° gennaio	1.536	1.478
Assunzioni/cambiamenti delle condizioni contrattuali	320	307
Dimissioni/scadenze di contratto	283	238
Diminuzione netta dovuta a variazioni del lavoro a tempo parziale	10	11
Al 31 dicembre	1.563	1.536
Numero medio di dipendenti	1.530	1.499

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 ritrasferimento del personale alla cessazione del servizio.

32 SERVIZI DI PRODUZIONE DI BANCONOTE

Tali costi derivano principalmente dal trasporto transfrontaliero di banconote in euro fra le BCN e sono sostenuti a livello centralizzato dalla BCE.

²² Nel conteggio 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 di maternità e quello assente per periodi di malattia prolungati. Sono invece esclusi i dipendenti in aspettativa non retribuita.

PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Oluf-Palme-Straße 35, 60439 Frankfurt am Main

President and Governing Council
of the European Central Bank
Frankfurt am Main

PricewaterhouseCoopers
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Oluf-Palme-Straße 35
60439 Frankfurt am Main
Postfach 50 03 64
60393 Frankfurt am Main
www.pwc.de

Telefon +49 69 9585-0
Fax +49 69 9585-1000

24 February 2010

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 2009, the profit and loss account for the year then ended, and a summary of significant accounting policies and other explanatory notes.

The responsibility of the European Central Bank's Executive Board for the annual accounts

The Executive Board is responsible for the preparation and fair presentation of these annual accounts in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decision ECB/2006/17 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended. This responsibility includes: designing, implementing and maintaining internal control relevant to the preparation and fair presentation of annual accounts that are free from material misstatement, whether due to fraud or error; selecting and applying appropriate accounting policies; and making accounting estimates that are reasonable in the circumstances.

Auditor's responsibility

Our responsibility is to express an opinion on these annual accounts based on our audit. We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing. Those standards require that we comply with ethical requirements and plan and perform the audit to obtain reasonable assurance whether the annual accounts are free from material misstatement.

An audit involves performing procedures to obtain audit evidence about the amounts and disclosures in the annual accounts. The procedures selected depend on the auditor's 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 management, as well as evaluating the overall presentation of the annual accounts.

We believe that the audit evidence we have obtained is sufficient and appropriate to provide a basis for our audit opinion.

Opinion

In our opinion, the annual accounts give a true and fair view of the financial position of the European Central Bank as of 31 December 2009, and of the results of its operations for the year then ended in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decision ECB/2006/17 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended.

Frankfurt am Main, 24 February 2010

PricewaterhouseCoopers
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft


Jens Rönneberg
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

24 febbraio 2010

Relazione del revisore indipendente

Abbiamo esaminato l'accluso bilancio della Banca centrale europea, comprendente lo stato patrimoniale al 31 dicembre 2009, il conto economico per l'esercizio terminato in tale data, nonché una sintesi dei principi contabili rilevanti e altre note illustrative.

Responsabilità del Comitato esecutivo della Banca centrale europea in materia di bilancio

Il Comitato esecutivo è responsabile della predisposizione del bilancio e della sua corretta presentazione conformemente ai principi definiti dal Consiglio direttivo, che sono stabiliti nella Decisione BCE/2006/17 sui conti annuali della Banca centrale europea e nelle sue successive modifiche. Tale responsabilità comporta: l'impostazione, l'attuazione e il mantenimento del controllo interno sulla predisposizione e corretta presentazione del bilancio, affinché questo sia esente da dichiarazioni inesatte di rilievo, riconducibili a frode o a errore; la selezione e l'applicazione di adeguati criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio; la formulazione di stime dei dati di contabilità che siano ragionevoli in relazione alle circostanze.

Responsabilità del revisore

È nostra responsabilità esprimere un parere in merito al bilancio sulla scorta della revisione da noi effettuata. Abbiamo condotto la nostra revisione in conformità dei Principi internazionali di revisione, in base ai quali siamo tenuti ad attenerci a dettami etici e a pianificare ed eseguire tale revisione in modo da assicurare con ragionevole certezza che il bilancio sia esente da dichiarazioni inesatte di rilievo.

La revisione si fonda su procedure che consentono di ottenere riscontri circa gli importi e le informazioni indicati nel bilancio. La definizione delle procedure dipende dal giudizio del revisore, che tiene conto anche della valutazione del rischio di dichiarazioni inesatte di rilievo nel bilancio, riconducibili a frode o a errore. Nell'effettuare tali valutazioni, il revisore considera il controllo interno sulla predisposizione e corretta presentazione del bilancio da parte del soggetto dichiarante per impostare procedure di revisione adeguate alle circostanze, ma non allo scopo di esprimere un parere sull'efficacia del controllo interno stesso. La revisione comprende anche una valutazione sull'idoneità dei principi contabili utilizzati e sulla ragionevolezza delle stime effettuate dalla dirigenza, nonché sulla presentazione complessiva dei conti.

Riteniamo che i riscontri ottenuti in sede di revisione forniscano basi sufficienti e adeguate per la formulazione di un parere da parte nostra.

Parere

A nostro avviso, il bilancio rappresenta in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria della Banca centrale europea al 31 dicembre 2009 e il risultato economico dell'esercizio terminato in tale data conformemente ai principi definiti dal Consiglio direttivo, che sono stabiliti nella Decisione BCE/2006/17 sui conti annuali della Banca centrale europea e nelle sue successive modifiche.

Francoforte sul Meno, 24 febbraio 2010

PricewaterhouseCoopers
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Jens Rönneberg
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 2009.

REDDITO RIVENIENTE DALLA QUOTA ASSEGNATA ALLA BCE SUL TOTALE DELLE BANCONOTE IN CIRCOLAZIONE

Per il 2008, con decisione del Consiglio direttivo, il 5 gennaio 2009 è stato distribuito alle BCN un importo di 1.206 milioni di euro, corrispondente a una parte del reddito generato dalla quota della BCE sul totale delle banconote in euro in circolazione. Per il 2009, il 5 gennaio 2010 è stato conferito alle BCN l'intero ammontare di 787 milioni di euro derivante dalla quota di banconote assegnata alla BCE. In entrambi i casi gli importi sono stati ripartiti tra le BCN dei paesi dell'area dell'euro in misura proporzionale alle quote rispettivamente versate del capitale della BCE.

DISTRIBUZIONE DEGLI UTILI/RIPARTIZIONE DELLE PERDITE

Ai sensi dell'articolo 33 dello Statuto del SEBC, il profitto netto della BCE deve essere trasferito nell'ordine seguente:

- (a) un importo determinato dal Consiglio direttivo, che non può superare il 20 per cento dell'utile netto, è trasferito al fondo di riserva generale entro un limite pari al 100 per cento del capitale;
- (b) il rimanente utile netto è distribuito fra i detentori di quote della BCE in misura proporzionale alle rispettive quote versate.

Qualora la BCE subisca una perdita, questa viene coperta dal fondo di riserva generale della BCE e se necessario, previa decisione del Consiglio direttivo, dal reddito monetario dell'esercizio finanziario pertinente in proporzione e nei limiti degli importi ripartiti tra le BCN conformemente all'articolo 32.5 dello Statuto del SEBC¹.

Il 4 marzo 2010 il Consiglio direttivo ha deciso per il 2009, come per l'esercizio precedente, di non effettuare trasferimenti al fondo di riserva generale e di distribuire l'utile residuo, pari a 1.466 milioni di euro, alle BCN dei paesi dell'area dell'euro in misura proporzionale alle rispettive quote 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.

	2009 €	2008 €
Utile dell'esercizio	2.253.186.104	1.322.253.536
Reddito riveniente dalle banconote emesse dalla BCE distribuito alle BCN	(787.157.441)	(1.205.675.418)
Utile dell'esercizio al netto del reddito riveniente dalle banconote emesse dalla BCE distribuito alle BCN	1.466.028.663	116.578.118
Distribuzione dell'utile alle BCN	(1.466.028.663)	(116.578.118)
Totale	0	0

¹ Conformemente all'articolo 32.5 dello Statuto del SEBC, la somma dei redditi monetari delle BCN viene ripartita tra le stesse in proporzione alle quote versate di capitale della BCE.

6 STATO PATRIMONIALE CONSOLIDATO DELL'EUROSISTEMA AL 31 DICEMBRE 2009

(IN MILIONI DI EURO)

ATTIVO	31 DICEMBRE 2009 ¹	31 DICEMBRE 2008
1 Oro e crediti in oro	266.919	217.722
2 Crediti denominati in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro	195.479	160.372
2.1 Crediti verso l'FMI	62.799	13.192
2.2 Conti presso banche e investimenti in titoli, prestiti esteri e altre attività sull'estero	132.680	147.180
3 Crediti denominati in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro	32.151	234.293
4 Crediti denominati in euro verso non residenti nell'area dell'euro	15.193	18.651
4.1 Conti presso banche, investimenti in titoli e prestiti	15.193	18.651
4.2 Crediti derivanti dalla linea di fi 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	749.890	860.312
5.1 Operazioni di rifinanziamento principali	79.277	239.527
5.2 Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	669.297	616.662
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	1.289	4.057
5.6 Crediti connessi a richieste di margini	27	66
6 Altri crediti denominati in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	26.282	56.988
7 Titoli denominati in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	328.652	271.196
7.1 Titoli detenuti ai fini della politica monetaria	28.782	0
7.2 Altri titoli	299.870	271.196
8 Crediti verso la pubblica amministrazione denominati in euro	36.171	37.438
9 Altre attività	252.288	218.134
Totale attivo	1.903.024	2.075.107

Il totale generale e i totali parziali potrebbero non quadrare per effetto degli arrotondamenti.

¹ I dati consolidati al 31 dicembre 2009 includono anche la Národná banka Slovenska, membro dell'Eurosistema dal 1° gennaio 2009.

PASSIVO	31 DICEMBRE 2009	31 DICEMBRE 2008
1 Banconote in circolazione	806.522	762.921
2 Passività verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro relative a operazioni di politica monetaria e denominate in euro	395.614	492.310
2.1 Conti correnti (inclusi i depositi di riserva obbligatoria)	233.490	291.710
2.2 Depositi presso la banca centrale (<i>overnight</i>)	162.117	200.487
2.3 Depositi a tempo determinato	0	0
2.4 Operazioni temporanee di regolazione puntuale (<i>fine tuning</i>)	0	0
2.5 Depositi connessi a richieste di margini	6	113
3 Altre passività denominate in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	340	328
4 Certificati di debito emessi	0	0
5 Passività denominate in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	129.730	91.077
5.1 Pubblica amministrazione	120.495	83.282
5.2 Altre passività	9.235	7.794
6 Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro	46.769	293.592
7 Passività denominate in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro	4.032	5.723
8 Passività denominate in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro	9.616	10.258
8.1 Depositi, conti di natura diversa e altre passività	9.616	10.258
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	51.249	5.465
10 Altre passività	164.082	166.500
11 Conti di rivalutazione	220.101	175.735
12 Capitale e riserve	74.969	71.200
Totale passivo	1.903.024	2.075.107

ALLEGATI

STRUMENTI GIURIDICI ADOTTATI DALLA BCE

Nella tabella seguente sono riportati gli strumenti giuridici adottati dalla BCE nel 2009 e pubblicati nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea. Copie di quest'ultima possono essere richieste all'Ufficio delle pubblicazioni dell'Unione

europea, mentre un elenco completo degli strumenti giuridici adottati dalla BCE dalla sua istituzione e pubblicati nella Gazzetta ufficiale è disponibile nella sezione "Quadro normativo" (*Legal framework*) del sito Internet della BCE.

Numero	Titolo	Rif. GU
BCE/2009/1	Indirizzo della Banca centrale europea del 20 gennaio 2009 che modifica l'indirizzo BCE/2000/7 sugli strumenti e sulle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema	GU L 36, del 5.2.2009, pag. 59
BCE/2009/2	Decisione della Banca centrale europea del 27 gennaio 2009 che modifica la decisione BCE/2007/5 recante la disciplina sugli appalti	GU L 51, del 24.2.2009, pag. 10
BCE/2009/3	Raccomandazione della Banca centrale europea del 16 febbraio 2009 al Consiglio dell'Unione europea relativamente ai revisori esterni della Deutsche Bundesbank	GU C 43, del 21.2.2009, pag. 1
BCE/2009/4	Decisione della Banca centrale europea del 6 marzo 2009 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 72, del 18.3.2009, pag. 21
BCE/2009/5	Decisione della Banca centrale europea del 19 marzo 2009 che modifica la decisione BCE/2004/2 che adotta il regolamento interno della Banca centrale europea	GU L 100, del 18.4.2009, pag. 10
BCE/2009/6	Decisione della Banca centrale europea del 19 marzo 2009 relativa all'istituzione di un comitato per il programma Target2-Securities (<i>Target2-Securities Programme Board</i>)	GU L 102, del 22.4.2009, pag. 12
BCE/2009/7	Regolamento (CE) N. 290/2009 della Banca centrale europea del 31 marzo 2009 che modifica il Regolamento (CE) n. 63/2002 (BCE/2001/18) relativo alle statistiche sui tassi di interesse applicati dalle istituzioni finanziarie monetarie ai depositi detenuti dalle famiglie e dalle società non finanziarie, nonché ai prestiti erogati in loro favore	GU L 94, dell'8.4.2009, pag. 75
BCE/2009/8	Raccomandazione della Banca centrale europea del 3 aprile 2009 al Consiglio dell'Unione europea relativamente al revisore esterno della Nederlandsche Bank	GU C 93, del 22.4.2009, pag. 1

Numero	Titolo	Rif. GU
BCE/2009/9	Indirizzo della Banca centrale europea del 7 maggio 2009 che modifica l'indirizzo BCE/2007/2 relativo ad un sistema di trasferimento espresso trans-europeo automatizzato di regolamento lordo in tempo reale (Target2)	GU L 123, del 19.5.2009, pag. 94
BCE/2009/10	Indirizzo della Banca centrale europea del 7 maggio 2009 che modifica l'indirizzo BCE/2000/7 sugli strumenti e sulle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema	GU L 123, del 19.5.2009, pag. 99
BCE/2009/11	Indirizzo della Banca centrale europea del 28 maggio 2009 che modifica l'indirizzo BCE/2006/4 sull'erogazione da parte dell'Eurosistema di servizi di gestione delle riserve in euro a banche centrali non appartenenti all'area dell'euro, a paesi non appartenenti all'area dell'euro e a organizzazioni internazionali	GU L 139, del 5.6.2009, pag. 34
BCE/2009/12	Raccomandazione della Banca centrale europea del 5 giugno 2009 al Consiglio dell'Unione europea relativamente ai revisori esterni della Banka Slovenije	GU C 132, dell'11.6.2009, pag. 1
BCE/2009/13	Decisione della Banca centrale europea del 9 giugno 2009 che modifica la decisione BCE/2007/7 relativa ai termini e alle condizioni di Target2-BCE	GU L 151, del 16.6.2009, pag. 39
BCE/2009/14	Raccomandazione della Banca centrale europea del 25 giugno 2009 al Consiglio dell'Unione europea relativamente ai revisori esterni della Národná banka Slovenska	GU C 149, dell'1.7.2009, pag. 1
BCE/2009/15	Decisione della Banca centrale europea del 25 giugno 2009 che modifica la decisione BCE/2008/20 per ciò che concerne il volume di conio di monete metalliche in euro che possono essere coniate in Austria nel 2009	GU L 172, del 2.7.2009, pag. 35
BCE/2009/16	Decisione della Banca centrale europea del 2 luglio 2009 sull'attuazione di un programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	GU L 175, del 4.7.2009, pag. 18
BCE/2009/17	Decisione della Banca centrale europea del 19 giugno 2009 che modifica la decisione BCE/2003/14 avente ad oggetto la gestione delle operazioni di assunzione di prestiti e delle corrispondenti operazioni di erogazione concluse dalla Comunità europea nell'ambito del meccanismo di sostegno finanziario a medio termine	GU L 190, del 22.7.2009, pag. 11
BCE/2009/18	Indirizzo della Banca centrale europea del 17 luglio 2009 che modifica l'indirizzo BCE/2006/16 relativo al quadro giuridico per la rilevazione e rendicontazione contabile e finanziaria nel Sistema europeo di banche centrali	GU L 202, del 4.8.2009, pag. 65

Numero	Titolo	Rif. GU
BCE/2009/19	Decisione della Banca centrale europea del 17 luglio 2009 che modifica la Decisione BCE/2006/17 sui conti annuali della Banca centrale europea	GU L 202, del 4.8.2009, pag. 54
BCE/2009/20	Indirizzo della Banca centrale europea del 31 luglio 2009 sulle statistiche sulla finanza pubblica (rifusione)	GU L 228, dell'1.9.2009, pag. 25
BCE/2009/21	Indirizzo della Banca centrale europea del 17 settembre 2009 che modifica l'Indirizzo BCE/2007/2 relativo ad un sistema di trasferimento espresso trans-europeo automatizzato di regolamento lordo in tempo reale (Target2)	GU L 260, del 3.10.2009, pag. 31
BCE/2009/22	Decisione della Banca centrale europea del 6 ottobre 2009 che modifica la decisione BCE/2007/7 relativa ai termini e alle condizioni di Target2-ECB	GU L 274, del 20.10.2009, pag. 38
BCE/2009/23	Indirizzo della Banca centrale europea del 4 dicembre 2009 che modifica l'indirizzo BCE/2007/9 relativo alle statistiche monetarie, delle istituzioni e dei mercati finanziari	GU L 16, del 21.1.2010, pag. 6
BCE/2009/24	Indirizzo della Banca centrale europea del 10 dicembre 2009 che modifica l'Indirizzo BCE/2008/18 relativo a modifiche temporanee alle norme sull'idoneità delle garanzie	GU L 330, del 16.12.2009, pag. 95
BCE/2009/25	Decisione della Banca centrale europea del 10 dicembre 2009 relativa all'approvazione del volume di conio delle monete metalliche per il 2010	GU L 7, del 12.1.2010, pag. 21
BCE/2009/26	Raccomandazione della Banca centrale europea del 14 dicembre 2009 al Consiglio dell'Unione europea relativamente ai revisori esterni della Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	GU C 308, del 18.12.2009, pag. 1
BCE/2009/27	Decisione della Banca centrale europea del 14 dicembre 2009 che modifica la decisione BCE/2001/16 relativa alla distribuzione del reddito monetario delle banche centrali nazionali degli Stati membri partecipanti a partire dall'esercizio finanziario 2002	GU L 339, del 22.12.2009, pag. 55
BCE/2009/28	Indirizzo della Banca centrale europea del 14 dicembre 2009 che modifica l'indirizzo BCE/2006/16 relativo al quadro giuridico per la rilevazione e rendicontazione contabile e finanziaria nel Sistema europeo di banche centrali	GU L 348, del 29.12.2009, pag. 75
BCE/2009/29	Decisione della Banca centrale europea del 14 dicembre 2009 che modifica la decisione BCE/2006/17 sui conti annuali della Banca centrale europea	GU L 348, del 29.12.2009, pag. 57

PARERI ADOTTATI DALLA BCE

Nella tabella seguente sono riportati i pareri adottati dalla BCE nel corso del 2009 e all'inizio del 2010 in conformità all'articolo 105, paragrafo 4, del Trattato istitutivo della Comunità europea (sostituito dall'articolo 127, paragrafo 4, del Trattato)¹ e all'articolo 4 dello Statuto del SEBC. L'elenco completo dei pareri formulati dalla BCE dalla sua istituzione è disponibile sul sito Internet della BCE.

¹ L'articolo 105, paragrafo 4, del Trattato istitutivo della Comunità europea costituisce la base giuridica per i pareri adottati fino al 30 novembre 2009, mentre l'articolo 127, paragrafo 4, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea costituisce la base giuridica per i pareri adottati dal 1° dicembre 2009.

(a) Pareri formulati dalla BCE a seguito di una consultazione di una istituzione europea¹

Numero ²	Richiedente	Argomento	Rif. GU
CON/2009/1	Consiglio UE	Nuovo regolamento sui pagamenti transfrontalieri nella Comunità	GU C 21, del 28.1.2009, pag. 1
CON/2009/14	Commissione europea	Norme minime per il trattamento dei prodotti stagionali nell'indice armonizzato dei prezzi al consumo	GU C 58, del 12.3.2009, pag. 1
CON/2009/17	Consiglio UE	Modifiche alla direttiva bancaria e alla direttiva sull'adeguatezza patrimoniale per quanto riguarda gli enti creditizi collegati a organismi centrali, taluni elementi dei fondi propri, i grandi fidi, i meccanismi di vigilanza e la gestione delle crisi	GU C 93, del 22.4.2009, pag. 3
CON/2009/37	Consiglio UE	Modifiche al meccanismo per il sostegno finanziario a medio termine delle bilance di pagamento degli Stati membri	GU C 106, del 8.5.2009, pag. 1
CON/2009/38	Consiglio UE	Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo alle agenzie di rating del credito	GU C 115, del 20.5.2009, pag. 1
CON/2009/76	Consiglio UE	Proposta di regolamento del Consiglio sull'introduzione dell'euro (versione codificata)	GU C 246, del 14.10.2009, pag. 1
CON/2009/81	Consiglio UE	Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio sui gestori di fondi di investimento alternativi, che modifica le direttive 2004/39/CE e 2009/.../CE	GU C 272, del 13.11.2009, pag. 1
CON/2009/88	Consiglio UE	Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo alla vigilanza macroprudenziale del sistema finanziario nella Comunità e che istituisce il Comitato europeo per il rischio sistemico e proposta di decisione del Consiglio che attribuisce alla Banca centrale europea compiti specifici con riguardo al funzionamento del Comitato europeo per il rischio sistemico	GU C 270, dell'11.11.2009, pag. 1

¹ Pubblicati anche sul sito Internet della BCE.

² Le consultazioni sono numerate in base all'ordine cronologico di adozione da parte del Consiglio direttivo.

Numero²	Richiedente	Argomento	Rif. GU
CON/2009/91	Consiglio UE	Raccomandazioni di decisioni del Consiglio sulla posizione della Comunità europea per quanto concerne la rinegoziazione della convenzione monetaria con lo Stato della Città del Vaticano e sulla posizione della Comunità europea per quanto concerne la rinegoziazione della convenzione monetaria con la Repubblica di San Marino	GU C 284, del 25.11.2009, pag. 1
CON/2009/94	Consiglio UE	Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE per quanto riguarda i requisiti patrimoniali per il portafoglio di negoziazione e le ricartolarizzazioni e il riesame delle politiche retributive da parte delle autorità di vigilanza	GU C 291, del 1.12.2009, pag. 1
CON/2009/95	Consiglio UE	Proposta di regolamento del Consiglio relativa all'autenticazione delle monete in euro e al trattamento delle monete inadatte alla circolazione	GU C 284, del 25.11.2009, pag. 6
CON/2010/5	Consiglio UE	Tre proposte di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che istituiscono l'Autorità bancaria europea, l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali e l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati	GU C 13, del 20.1.2010, pag. 1
CON/2010/6	Consiglio UE	Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica le direttive 2003/71/CE e 2004/109/CE	GU C 19, del 26.1.2010, pag. 1

(b) Pareri formulati dalla BCE a seguito di una consultazione di uno Stato membro³

Numero ⁴	Richiedente	Argomento
CON/2009/2	Lettonia	Garanzie statali sui prestiti bancari
CON/2009/3	Slovenia	Condizioni per gli investimenti in capitale dello Stato e <i>debt to equity swap</i> ai sensi della legge di bilancio
CON/2009/4	Belgio	Modifiche alle regole che disciplinano la distribuzione del reddito della Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique e l'assegnazione dei relativi profitti allo Stato belga
CON/2009/5	Austria	Pagamento da parte della Oesterreichische Nationalbank del proposto aumento della quota dell'Austria nel Fondo monetario internazionale
CON/2009/6	Danimarca	Estensione dello schema di stabilità finanziaria che garantisce il pieno soddisfacimento delle richieste dei depositanti e dei creditori ordinari ed estensione di uno schema per l'erogazione di capitale da parte dello Stato a enti creditizi
CON/2009/7	Lussemburgo	Ruolo della Banque centrale du Luxembourg nella raccolta di talune statistiche
CON/2009/8	Svezia	Cessazione del corso legale per le monete di taglio inferiore e modifiche ai criteri di arrotondamento
CON/2009/9	Ungheria	Termini e condizioni delle regole operative concernenti il sistema di deposito accentrato, la stanza di compensazione e la controparte centrale
CON/2009/10	Lettonia	Schema di garanzia dei depositi e ruolo dell'autorità di vigilanza nelle procedure di insolvenza
CON/2009/11	Lettonia	Compensazione pagata dallo Stato nel contesto delle acquisizioni bancarie
CON/2009/12	Cipro	Termini e condizioni per la concessione di prestiti e garanzie statali in situazioni d'emergenza
CON/2009/13	Bulgaria	Criteri di idoneità addizionali per i membri del Consiglio direttivo della Българска народна банка (Banca centrale di Bulgaria) e ulteriori norme relative all'invio di informazioni a tale proposito
CON/2009/15	Irlanda	Misure di sostegno finanziario relative alla remunerazione dei pubblici ufficiali
CON/2009/16	Irlanda	Normativa che consente al ministero delle Finanze di indirizzare il National Pensions Reserve Fund a investire in istituzioni finanziarie nell'ambito della ricapitalizzazione delle banche

³ Nel dicembre 2004 il Consiglio direttivo ha deciso che i pareri della BCE emessi su richiesta di autorità nazionali sarebbero stati pubblicati, di regola, subito dopo la loro adozione e successiva trasmissione all'autorità richiedente.

⁴ Le consultazioni sono numerate in base all'ordine cronologico di adozione da parte del Consiglio direttivo.

Numero ⁴	Richiedente	Argomento
CON/2009/18	Estonia	Misure di stabilizzazione del sistema finanziario
CON/2009/19	Polonia	Ricapitalizzazione e nazionalizzazione di alcune istituzioni finanziarie
CON/2009/20	Cipro	Estensione della portata dei sistemi di garanzia dei depositi
CON/2009/21	Cipro	La borsa valori, il depositario centrale e il registro mobiliare centrale
CON/2009/22	Polonia	Modifiche all'assetto normativo concernente la banca di Stato, Bank Gospodarstwa Krajowego, che le attribuiscono un ruolo maggiore nei programmi di governo
CON/2009/23	Italia	Gestione del conto di disponibilità del Tesoro detenuto presso la Banca d'Italia
CON/2009/24	Germania	Misure per l'ulteriore stabilizzazione del mercato finanziario
CON/2009/25	Belgio	Modifiche alla garanzia dello Stato diretta a evitare il deflusso di liquidità
CON/2009/26	Lituania	Modifica alle regole di distribuzione dei profitti della Lietuvos bankas nel contesto della crisi finanziaria
CON/2009/27	Slovenia	Servizi e sistemi di pagamento
CON/2009/28	Ungheria	Norme procedurali concernenti le garanzie statali concesse al fine di mantenere la stabilità finanziaria
CON/2009/29	Belgio	Estensione del campo di applicazione delle misure che possono essere adottate nel contesto di crisi finanziarie
CON/2009/30	Svezia	Concessione di garanzie statali a banche e altri enti
CON/2009/31	Lettonia	Modifiche alla legge sul sistema di garanzia dei depositi relativamente a copertura e pagamenti
CON/2009/32	Lituania	Nuove misure per rafforzare la stabilità finanziaria
CON/2009/33	Italia	Aumento della quota di partecipazione dell'Italia nel Fondo monetario internazionale
CON/2009/34	Repubblica Ceca	Talune modifiche alla legge sul settore bancario in relazione alla crisi di mercati finanziari
CON/2009/35	Spagna	Pagamento da parte del Banco de España dell'aumento proposto della quota di partecipazione della Spagna nel Fondo monetario internazionale
CON/2009/36	Cipro	Servizi e sistemi di pagamento
CON/2009/39	Grecia	Misure volte ad aumentare la liquidità nel settore economico

Numero ⁴	Richiedente	Argomento
CON/2009/40	Lituania	Vigilanza della Lietuvos bankas sugli istituti di pagamento
CON/2009/41	Portogallo	Pagamento da parte del Banco de Portugal dell'aumento della quota del Portogallo nel Fondo monetario internazionale
CON/2009/42	Romania	Organizzazione e funzionamento delle statistiche ufficiali in Romania
CON/2009/43	Romania	Liberalizzazione dei servizi bancari corrispondenti per i pagamenti in valuta nazionale e gli obblighi di segnalazione statistica correlati
CON/2009/44	Ungheria	Adeguamento del quadro giuridico della Magyar Nemzeti Bank alle nuove norme di diritto amministrativo
CON/2009/45	Germania	Rapporti giuridici relativi al personale della Deutsche Bundesbank
CON/2009/46	Lussemburgo	Ampliamento del ruolo di vigilanza della Banque centrale du Luxembourg da parte di una proposta di legge sui servizi di pagamento, sugli istituti di moneta elettronica e sul regolamento nei sistemi di pagamento e nei sistemi di regolamento titoli
CON/2009/47	Lettonia	Misure riguardanti le retribuzioni del settore pubblico con riferimento all'indipendenza della banca centrale
CON/2009/48	Romania	Rafforzamento dei poteri correttivi della Banca Națională a României's in relazione agli enti creditizi in difficoltà
CON/2009/49	Slovacchia	Misure per attenuare la crisi finanziaria
CON/2009/50	Germania	Nuove misure che rafforzano la vigilanza finanziaria
CON/2009/51	Romania	Misure atte ad accrescere l'efficacia del sistema di garanzia dei depositi
CON/2009/52	Repubblica Ceca	La circolazione di banconote e monete
CON/2009/53	Lettonia	La distribuzione dei profitti della Latvijas Banka
CON/2009/54	Germania	Ulteriori misure di stabilizzazione dei mercati finanziari
CON/2009/55	Polonia	Modifiche relative alle norme che disciplinano il sistema di deposito accentrato
CON/2009/56	Irlanda	Modifiche a misure di sostegno finanziario per gli enti creditizi
CON/2009/57	Cipro	Disciplina del leasing finanziario e delle attività delle società di leasing
CON/2009/58	Svezia	Piano di ricapitalizzazione dello Stato
CON/2009/59	Italia	Tassazione delle riserve auree della Banca d'Italia

Numero ⁴	Richiedente	Argomento
CON/2009/60	Polonia	Quadro giuridico per le casse di risparmio e le cooperative di credito
CON/2009/61	Lituania	Procedura di modifica del tasso di cambio ufficiale del litas
CON/2009/62	Spagna	Ristrutturazione bancaria e rafforzamento dei fondi propri degli enti creditizi
CON/2009/63	Italia	Emendamento alla proposta di disposizione legislativa sulla tassazione delle riserve auree della Banca d'Italia
CON/2009/64	Slovenia	Accesso del pubblico alle informazioni sul patrimonio degli alti funzionari pubblici
CON/2009/65	Lettonia	Rafforzamento delle tecniche di risoluzione bancaria
CON/2009/66	Finlandia	Modifiche all'assetto normativo per le operazioni di compensazione
CON/2009/67	Polonia	Ampliamento della facoltà di Narodowy Bank Polski di negoziare titoli
CON/2009/68	Irlanda	Istituzione dell'agenzia nazionale di gestione delle attività
CON/2009/69	Italia	Remunerazione del conto disponibilità del Tesoro detenuto presso la Banca d'Italia
CON/2009/70	Spagna	Disposizioni relative alla prevenzione del riciclaggio dei proventi di attività criminose e del finanziamento del terrorismo riguardanti il Banco de España
CON/2009/71	Repubblica Ceca	Funzioni di vigilanza della Česká národní banka relativamente al credito al consumo
CON/2009/72	Romania	Servizi di pagamento
CON/2009/73	Belgio	Estensione della durata della garanzia dello Stato a copertura delle passività degli enti creditizi
CON/2009/74	Francia	Procedura di nomina del governatore della Banque de France
CON/2009/75	Slovacchia	Servizi di pagamento
CON/2009/77	Lituania	Revisione contabile pubblica della Lietuvos bankas
CON/2009/78	Cipro	Emissione di titoli di Stato speciali destinati agli enti creditizi
CON/2009/79	Svezia	Estensione delle garanzie governative a banche e altre istituzioni
CON/2009/80	Paesi Bassi	Coinvolgimento della De Nederlandsche Bank nel sistema monetario in Bonaire, Sint Eustatius e Saba
CON/2009/82	Polonia	Estensione del sostegno del Tesoro dello Stato alle istituzioni finanziarie
CON/2009/83	Lituania	Distribuzione dei profitti della Lietuvos bankas
CON/2009/84	Paesi Bassi	Vigilanza sui servizi di compensazione e regolamento della De Nederlandsche Bank

Numero⁴	Richiedente	Argomento
CON/2009/85	Slovacchia	Indipendenza della Národná banka Slovenska
CON/2009/86	Austria	Misure per migliorare la liquidità e aumentare la competitività degli enti creditizi
CON/2009/87	Ungheria	Estensione della scadenza per la presentazione di determinate banconote destinate a essere sostituite
CON/2009/89	Irlanda	Composizione del consiglio della Central Bank and Financial Services Authority of Ireland e sull'adesione alla Irish Financial Services Regulatory Authority
CON/2009/90	Belgio	Posizione dei gravami sui crediti della Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique
CON/2009/92	Irlanda	Estensione della garanzia dello Stato irlandese di talune passività di enti creditizi
CON/2009/93	Lituania	Condizioni e procedure per l'applicazione delle misure di rafforzamento della stabilità finanziaria
CON/2009/96	Spagna	Realizzazione delle garanzie concesse al Banco de España, ad altre banche centrali nazionali degli Stati membri o alla BCE nello svolgimento dei propri compiti
CON/2009/97	Germania	Obblighi di segnalazione degli scambi commerciali con l'estero
CON/2009/98	Ungheria	Termini e condizioni generali e requisiti tecnico-operativi dei fornitori di servizi di compensazione per il sistema di pagamento in Ungheria
CON/2009/99	Austria	Estensione delle garanzie dello Stato austriaco al mercato interbancario
CON/2009/100	Slovenia	Competenze della Banka Slovenije relative alla partecipazione della Slovenia al Fondo monetario internazionale
CON/2010/1	Ungheria	Riproduzione di banconote e monete in euro e fiorini in Ungheria
CON/2010/2	Estonia	Nuovo assetto giuridico per la produzione di statistiche nazionali
CON/2010/3	Francia	Talune misure riguardanti la regolamentazione bancaria e finanziaria
CON/2010/4	Francia	Fusione delle autorità preposte ad autorizzare banche e assicurazioni e autorità di vigilanza
CON/2010/7	Belgio	Misure di recupero applicabili alle imprese del settore bancario e finanziario, vigilanza del settore finanziario e dei servizi finanziari e statuto della Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique

Numero⁴	Richiedente	Argomento
CON/2010/8	Grecia	Ristrutturazione del debito professionale e delle imprese nei confronti degli enti creditizi e trattamento dei dati degli uffici di informazioni commerciali
CON/2010/9	Finlandia	Collegamento di banche di deposito
CON/2010/10	Ungheria	Funzioni della Magyar Nemzeti Bank, struttura e status giuridico dell'Autorità per la vigilanza finanziaria ungherese e istituzione del Consiglio per la stabilità finanziaria
CON/2010/11	Svezia	Seconda estensione dello schema di ricapitalizzazione dello Stato
CON/2010/12	Romania	Procedura di amministrazione speciale avviata dalla Banca Națională a României per enti creditizi in difficoltà
CON/2010/13	Ungheria	Compiti della Magyar Nemzeti Bank relativamente alla partecipazione dell'Ungheria al Fondo monetario internazionale
CON/2010/14	Polonia	Misure a sostegno dei prestiti bancari alle imprese
CON/2010/16	Estonia	Attività preparatorie all'introduzione dell'euro
CON/2010/17	Grecia	Istituzione del sistema statistico greco e dell'autorità indipendente per le statistiche

CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA¹

11 GENNAIO E 8 FEBBRAIO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,50, al 4,50 e al 2,50 per cento, rispettivamente.

8 MARZO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 3,75 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 14 marzo 2007. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 4,75 e al 2,75 per cento, a decorrere dal 14 marzo 2007.

12 APRILE E 10 MAGGIO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,75, al 4,75 e al 2,75 per cento, rispettivamente.

6 GIUGNO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 4,0 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 13 giugno 2007. In aggiunta, decide di aumentare di 25 punti base sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale,

rispettivamente al 5,0 e al 3,0 per cento, a decorrere dal 13 giugno 2007.

5 LUGLIO, 2 AGOSTO, 6 SETTEMBRE, 4 OTTOBRE, 8 NOVEMBRE, 6 DICEMBRE 2007, 10 GENNAIO, 7 FEBBRAIO, 6 MARZO, 10 APRILE, 8 MAGGIO E 5 GIUGNO 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 4,0, al 5,0 e al 3,0 per cento, rispettivamente.

3 LUGLIO 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 4,25 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 9 giugno 2008. In aggiunta, decide di aumentare di 25 punti base sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente al 5,25 e al 3,25 per cento, a decorrere dal 9 luglio 2008.

7 AGOSTO, 4 SETTEMBRE E 2 OTTOBRE 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 4,25, al 5,25 e al 3,25 per cento, rispettivamente.

¹ La cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema adottate dal 1999 al 2006 è consultabile, per ciascun anno di tale periodo, nel relativo Rapporto annuale.

8 OTTOBRE 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 50 punti base, al 3,75 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 15 ottobre 2008. In aggiunta, decide di ridurre di 50 punti base sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente al 4,75 e al 2,75 per cento, con effetto immediato. Inoltre il Consiglio direttivo decide che, a partire dall'operazione con regolamento il 15 ottobre, le operazioni di rifinanziamento principali settimanali saranno condotte mediante asta a tasso fisso, con piena aggiudicazione dell'importo al tasso di interesse applicato alle operazioni di rifinanziamento principali. Inoltre, dal 9 ottobre la BCE riduce da 200 a 100 punti base il corridoio formato dai tassi di interesse sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti intorno al tasso applicato alle operazioni di rifinanziamento principali. Le due misure resteranno in vigore per la durata necessaria e almeno fino alla fine del primo periodo di mantenimento delle riserve del 2009, il 20 gennaio.

15 OTTOBRE 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ampliare ulteriormente lo schema delle garanzie e di accrescere l'erogazione di liquidità. A tal fine, il Consiglio direttivo decide di: a) ampliare la lista di attività stanziabili in garanzia nelle operazioni di credito dell'Eurosistema fino alla fine del 2009; b) di accrescere l'erogazione di rifinanziamento a più lungo termine, con effetto dal 30 ottobre 2008 e fino alla fine del primo trimestre 2009; c) di fornire liquidità in dollari statunitensi mediante *swap* in valuta.

6 NOVEMBRE 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di

rifinanziamento principali di 50 punti base, al 3,25 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 12 novembre 2008. In aggiunta, decide di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 50 punti base, rispettivamente al 3,75 e al 2,75 per cento, a decorrere dal 12 novembre 2008.

4 DICEMBRE 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 75 punti base, al 2,50 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 10 dicembre 2008. In aggiunta, decide di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 75 punti base, rispettivamente al 3,00 e al 2,00 per cento, a decorrere dal 10 dicembre 2008.

18 DICEMBRE 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide che le operazioni di rifinanziamento principali continueranno a essere condotte mediante asta a tasso fisso, con piena aggiudicazione dell'importo, oltre il periodo di mantenimento delle riserve che termina il 20 gennaio 2009. Questa misura resterà in vigore per la durata necessaria e almeno fino all'ultima aggiudicazione del terzo periodo di mantenimento delle riserve del 2009, il 31 marzo. Dal 21 gennaio il corridoio formato dai tassi di interesse sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti, che il 9 ottobre 2008 è stato ridotto a 100 punti base intorno al tasso applicato alle operazioni di rifinanziamento principali, sarà riampliato simmetricamente a 200 punti base.

15 GENNAIO 2009

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di

rifinanziamento principali di 50 punti base, al 2,00 per cento, a decorrere dall'operazione con regolamento il 21 gennaio 2009. Fissa inoltre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale rispettivamente al 3,00 per cento e all'1,00 per cento, con effetto dal 21 gennaio 2009, in conformità alla decisione del 18 dicembre 2008.

5 FEBBRAIO 2009

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,00, al 3,00 e all'1,00 per cento, rispettivamente.

5 MARZO 2009

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 50 punti base, all'1,50 per cento, con effetto dalle operazioni con regolamento 11 marzo 2009. In aggiunta, decide di fissare i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente, al 2,50 e allo 0,50 per cento, a decorrere dall'11 marzo 2009.

Inoltre, il Consiglio direttivo decide di continuare a svolgere aste a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo per tutte le operazioni di rifinanziamento principali, per le operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale e per le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine regolari e supplementari, finché necessario e comunque oltre la fine del 2009. In aggiunta, il Consiglio direttivo decide di confermare la frequenza e il profilo di scadenza attuali delle operazioni a più lungo termine supplementari e delle operazioni di

rifinanziamento con scadenza speciale finché necessario e comunque oltre la fine del 2009.

2 APRILE 2009

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base all'1,25%, con effetto dall'operazione con regolamento l'8 aprile 2009. In aggiunta, decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e quello sui depositi presso la banca centrale rispettivamente al 2,25% e allo 0,25%, con effetto dall'8 aprile 2009.

7 MAGGIO 2009

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, all'1,00 per cento, a decorrere dall'operazione con regolamento il 13 maggio 2009. Inoltre decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale di 50 punti base, all'1,75 per cento, con effetto dal 13 maggio 2009, e di lasciare invariato allo 0,25 per cento il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale. In aggiunta, il Consiglio direttivo decide di portare avanti la propria linea di maggior sostegno al credito. In particolare, stabilisce che l'Eurosistema condurrà operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a un anno con procedure d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione dell'importo, finalizzate all'immissione di liquidità. Infine, decide in linea di principio l'acquisto da parte dell'Eurosistema di obbligazioni garantite denominate in euro emesse all'interno dell'area.

4 GIUGNO 2009

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e

sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento, rispettivamente. Inoltre il Consiglio direttivo della BCE stabilisce le modalità tecniche relative all'acquisto di obbligazioni garantite denominate in euro emesse all'interno dell'area, deciso il 7 maggio 2009.

**2 LUGLIO, 6 AGOSTO, 3 SETTEMBRE,
8 OTTOBRE, 5 NOVEMBRE,
3 DICEMBRE 2009, 14 GENNAIO
E 4 FEBBRAIO 2010**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento, rispettivamente.

SINTESI DELLE COMUNICAZIONI DELLA BCE SULL'EROGAZIONE DELLA LIQUIDITÀ IN EURO¹

EROGAZIONE DELLA LIQUIDITÀ IN EURO

5 MARZO 2009

PROCEDURE D'ASTA A PARTIRE DALL'8 APRILE 2009

Il Consiglio direttivo ha deciso di continuare a svolgere aste a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo per tutte le operazioni di rifinanziamento principali, per le operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale e per le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine regolari e supplementari, finché necessario e comunque oltre la fine del 2009.

In aggiunta, il Consiglio direttivo ha deciso di confermare la frequenza e il profilo di scadenza attuali delle operazioni a più lungo termine supplementari e delle operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale finché necessario e comunque oltre la fine del 2009.

7 MAGGIO 2009

OPERAZIONI DI RIFINANZIAMENTO A PIÙ LUNGO TERMINE

Il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di condurre operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) con scadenza a un anno, finalizzate all'immissione di liquidità.

Le operazioni saranno effettuate con procedura d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione dell'importo. In occasione della prima, il tasso sarà quello corrente delle operazioni di rifinanziamento principali, mentre nelle successive ORLT con piena aggiudicazione dell'importo il tasso sarà pari a quello delle operazioni di rifinanziamento principali, eventualmente maggiorato a seconda delle circostanze del momento.

Queste operazioni saranno condotte in aggiunta alle ORLT regolari e supplementari, le quali non verranno modificate.

A fine pagina viene riportato un calendario indicativo delle ORLT nel 2009.

Inoltre, il Consiglio direttivo ha deciso di prolungare fino alla fine del 2010 l'ampliamento temporaneo dell'elenco delle attività idonee annunciato il 15 ottobre 2008.

LA BANCA EUROPEA PER GLI INVESTIMENTI ENTRA A FAR PARTE DELLE CONTROPARTI AMMESSE ALLE OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA

Il Consiglio direttivo della BCE ha deciso che la Banca europea per gli investimenti (BEI) entrerà a far parte delle controparti ammesse alle operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema l'8 luglio 2009.

A partire da questa data, la BEI avrà accesso, se e quando lo riterrà opportuno ai fini di gestione della tesoreria, alle operazioni di mercato aperto dell'Eurosistema e a quelle attivabili su iniziativa delle controparti per il tramite della Banque centrale du Luxembourg e alle stesse condizioni delle altre controparti ammesse. La BEI sarà sottoposta a tutti i criteri di idoneità previsti e al regime di riserva obbligatoria dell'Eurosistema.

L'accesso alla liquidità dell'Eurosistema rappresenta un complemento naturale alle attività di finanziamento della BEI e la agevolerà nell'accomodare la domanda addizionale

¹ Per maggiori dettagli sulle operazioni di immissione di liquidità condotte dall'Eurosistema nel 2009, cfr. la sezione "Open market operations" del sito Internet della BCE.

Operazione	Data di annuncio	Data di aggiudicazione	Data di regolamento	Data di scadenza	Durata
ORLT a un anno	martedì, 23 giugno 2009	mercoledì, 24 giugno 2009	giovedì, 25 giugno 2009	giovedì, 1 luglio 2010	12 mesi
ORLT a un anno	martedì, 29 settembre 2009	mercoledì, 30 settembre 2009	giovedì, 1 ottobre 2009	giovedì, 30 settembre 2010	12 mesi
ORLT a un anno	martedì, 15 dicembre 2009	mercoledì, 16 dicembre 2009	giovedì, 17 dicembre 2009	giovedì, 23 dicembre 2010	12 mesi

relativa al suo programma di prestito, stimata a 10 miliardi di euro nel 2009. Considerati gli indici di leva abitualmente riscontrabili, il finanziamento aggiuntivo così ottenuto dalla BEI potrebbe generare nel 2009 investimenti addizionali per un valore di ben 40 miliardi di euro.

Ulteriori informazioni sulle attività della BEI sono disponibili nel comunicato pubblicato dalla BEI stessa in data odierna.

della durata di tre mesi già annunciate per il primo trimestre del 2010 (cfr. il comunicato stampa della BCE del 29 maggio 2009).

Per quanto riguarda il periodo successivo al primo trimestre del 2010, il Consiglio direttivo prenderà in considerazione la necessità di attenuare l'effetto di liquidità delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine a dodici mesi che giungeranno a scadenza nella seconda metà del 2010.

3 DICEMBRE 2009

LA BCE ANNUNCIA I DETTAGLI DELLE OPERAZIONI DI RIFINANZIAMENTO FINO AL 7 APRILE 2010

Il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di continuare a condurre le operazioni di rifinanziamento principali (ORP) con procedura d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione dell'importo finché necessario, e comunque almeno fino al 13 aprile, termine del terzo periodo di mantenimento del 2010. La stessa procedura d'asta continuerà a essere utilizzata anche nell'ambito delle operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale pari a un periodo di mantenimento, le quali proseguiranno quantomeno durante i primi tre periodi di mantenimento del 2010.

Il Consiglio direttivo ha stabilito inoltre che il tasso di interesse sull'ultima operazione di rifinanziamento principale a dodici mesi, che avrà luogo il 16 dicembre 2009, sarà fissato pari al tasso minimo di offerta mediamente registrato nelle ORM condotte nell'arco della durata di tale operazione².

Per quanto riguarda le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine del primo trimestre del 2010, il Consiglio direttivo ha deciso di effettuare il 31 marzo 2010 l'ultima operazione di rifinanziamento a più lungo termine a sei mesi. L'operazione sarà effettuata in base a una procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo, procedura che sarà seguita anche per le regolari operazioni di rifinanziamento a più lungo termine mensili

2 Sarà effettuato un unico versamento di interessi, alla scadenza (ossia il 23 dicembre 2010). Il relativo ammontare sarà calcolato moltiplicando l'importo di aggiudicazione per:

$$[6R_0^{MBR} + \sum_{t=1}^{52} 7R_t^{MBR} + R_{53}^{MBR}] / 360$$

dove R_0^{MBR} è il tasso minimo d'offerta della ORM regolata il 16 dicembre 2009 e R_t^{MBR} , $t=1, \dots, 53$ sono i tassi minimi di offerta delle 53 ORM successive. L'operazione avrà una durata di 371 giorni.

EROGAZIONE DELLA LIQUIDITÀ IN ALTRE VALUTE E ACCORDI CON ALTRE BANCHE CENTRALI

16 GENNAIO 2009

COOPERAZIONE FRA LA BANCA NAZIONALE SVIZZERA E LA BCE PER L'EROGAZIONE DI LIQUIDITÀ IN FRANCHI SVIZZERI

Il 15 ottobre 2008 la Banca nazionale svizzera e la BCE annunciavano congiuntamente l'intenzione di condurre aste di *swap* euro/franchi svizzeri volte a fornire franchi svizzeri contro euro con scadenza a sette giorni e a prezzo fisso, allo scopo di migliorare la liquidità nei mercati monetari a breve termine in franchi svizzeri. All'epoca si comunicava che tale provvedimento sarebbe rimasto in vigore finché necessario e quantomeno fino al gennaio 2009.

La Banca nazionale svizzera e la BCE hanno annunciato congiuntamente che continueranno a offrire, almeno fino alla fine di aprile 2009, operazioni di *swap* euro/franchi svizzeri con scadenza a una settimana, per favorire ulteriori miglioramenti nei mercati monetari a breve termine in franchi svizzeri

3 FEBBRAIO 2009

PROROGA DEGLI ACCORDI TEMPORANEI IN VALUTA

Al fine di far fronte alle protratte pressioni nei mercati internazionali del finanziamento in dollari statunitensi, sono stati prorogati gli accordi reciproci in valuta (linee di *swap*) assunti in via temporanea dalla Federal Reserve con altre banche centrali.

Il Consiglio direttivo della BCE e il Federal Open Market Committee della Federal Reserve degli Stati Uniti d'America hanno deciso di estendere fino al 30 ottobre 2009 l'accordo temporaneo per lo scambio di liquidità nelle reciproche valute (linea di *swap*).

19 MARZO 2009

OPERAZIONI DELL'EUROSISTEMA FINALIZZATE ALL'IMMISSIONE DI LIQUIDITÀ IN DOLLARI STATUNITENSIS NEL SECONDO TRIMESTRE DEL 2009

Il Consiglio direttivo della BCE, di concerto con altre banche centrali compresa la Federal Reserve, ha deciso di continuare a condurre operazioni finalizzate all'immissione di liquidità in dollari con scadenza a 7, 28 e 84 giorni.

Le operazioni seguiranno a essere condotte sotto forma di operazioni pronti contro termine garantite da attività idonee in base ai criteri della BCE e mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo.

Le operazioni sotto forma di *swap* euro/dollari statunitensi, interrotte a fine gennaio vista la domanda contenuta, potrebbero essere all'occorrenza ripristinate in futuro a seconda delle circostanze prevalenti nei mercati.

6 APRILE 2009

LE BANCHE CENTRALI ANNUNCIANO IL POTENZIAMENTO DEGLI ACCORDI DI SWAP

La Banca del Giappone, la Banca nazionale svizzera, la Bank of England, la BCE e la Federal Reserve hanno annunciato la conclusione di accordi di *swap* che consentiranno alla Federal Reserve di offrire alle società finanziarie statunitensi liquidità in valuta estera. All'occorrenza, in base a questi nuovi accordi di *swap* la Federal Reserve riceverà dalle relative banche centrali liquidità in euro, yen, sterline e franchi svizzeri. Le banche centrali continuano a collaborare e ad adottare le misure necessarie a promuovere la stabilità nei mercati finanziari internazionali.

DECISIONI DELLA BCE

Il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di concludere un accordo temporaneo per lo scambio di liquidità nelle reciproche valute (linea di *swap*) con la Federal Reserve. Grazie all'accordo quest'ultima potrà disporre di una capacità di offerta di liquidità fino a 80 miliardi di euro. Il Consiglio direttivo ha inoltre approvato la linea di *swap* fino al 30 ottobre 2009.

10 GIUGNO 2009

LA BCE ATTIVA LA LINEA DI SWAP CON LA SVERIGES RIKSBANK

La BCE e la Sveriges Riksbank hanno deciso di attivare l'accordo temporaneo per lo scambio di liquidità nelle reciproche valute (linea di *swap*), in base al quale la banca centrale svedese può mutuare euro dalla BCE in cambio di corone.

Il 20 dicembre 2007 la BCE e la Sveriges Riksbank sottoscrivevano un accordo di *swap* allo scopo di agevolare il funzionamento dei mercati finanziari e di fornire all'occorrenza liquidità in euro alla banca centrale svedese, per un importo massimo di 10 miliardi di euro e una scadenza non superiore ai tre mesi.

25 GIUGNO 2009

LA BCE E LA BANCA NAZIONALE SVIZZERA PROROGANO LE OPERAZIONI DI IMMISSIONE DI LIQUIDITÀ IN FRANCHI SVIZZERI

Il Consiglio direttivo della BCE, di concerto con la Banca nazionale svizzera, ha deciso di continuare a svolgere, almeno fino al 31 ottobre 2009, operazioni di *swap* finalizzate all'immissione di liquidità in franchi svizzeri con scadenza a una settimana, al fine di favorire un ulteriore miglioramento dei mercati della provvista a breve termine nella moneta elvetica.

LA BCE E ALTRE BANCHE CENTRALI PROROGANO LE LINEE DI SWAP CON LA FEDERAL RESERVE

Gli accordi temporanei conclusi dalla Federal Reserve con altre banche centrali per consentire uno scambio di liquidità nelle reciproche valute (linee di *swap*) sono stati prorogati fino al 1° febbraio 2010.

In particolare, il Consiglio direttivo della BCE e il Federal Open Market Committee della Federal Reserve hanno esteso fino al 1° febbraio 2010 le rispettive linee di *swap*, in base alle quali all'occorrenza la Federal Reserve mette a disposizione della BCE liquidità in dollari statunitensi e, viceversa, la BCE offre liquidità in euro alla Federal Reserve per la distribuzione presso le rispettive controparti.

Il Consiglio direttivo ha deciso inoltre di seguire a condurre operazioni finalizzate all'immissione di liquidità in dollari statunitensi con scadenza a 7 e a 84 giorni almeno fino al 30 settembre 2009. Una decisione analoga è stata presa dalla Bank of England e dalla Banca nazionale svizzera. Le operazioni continueranno a essere svolte sotto forma di operazioni pronti contro termine garantite da attività idonee secondo i criteri stabiliti dalla BCE in base a una procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo.

Considerata la domanda limitata e le migliorate condizioni nei mercati della provvista, le operazioni in dollari statunitensi con scadenza a 28 giorni saranno interrotte dopo l'operazione prevista per il 28 luglio. Analogamente a quanto stabilito per gli *swap* euro/dollari statunitensi, interrotti alla fine di gennaio, le operazioni a 28 giorni potranno essere ripristinate in futuro qualora le circostanze prevalenti sui mercati lo renderanno necessario.

24 SETTEMBRE 2009

**LA BCE E LA BANCA NAZIONALE SVIZZERA
ESTENDONO LE OPERAZIONI DI IMMISSIONE
DI LIQUIDITÀ IN FRANCHI SVIZZERI**

Il Consiglio direttivo della BCE, d'intesa con la Banca nazionale svizzera, ha deciso di seguire a svolgere *swap* finalizzati all'immissione di liquidità in franchi con scadenza a una settimana fino al 31 gennaio 2010, al fine di promuovere ulteriori miglioramenti nei mercati della provvista a breve termine nella moneta elvetica.

**LA BCE E ALTRE BANCHE CENTRALI DECIDONO DI
PROROGARE LE OPERAZIONI DI IMMISSIONE DI
LIQUIDITÀ IN DOLLARI STATUNITENSI**

Di concerto con altre banche centrali, fra cui la Federal Reserve, il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di continuare a eseguire operazioni di immissione di liquidità in dollari statunitensi nel periodo da ottobre 2009 a gennaio 2010.

Queste operazioni dell'Eurosistema seguiranno a essere condotte sotto forma di operazioni pronti contro termine con scadenza a sette giorni garantite da attività idonee secondo i criteri della BCE e in base ad aste a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo. Considerata la domanda limitata e le migliorate condizioni nei mercati della provvista, le operazioni in dollari statunitensi con scadenza a 84 giorni saranno interrotte successivamente all'operazione del 6 ottobre 2009 con scadenza 7 gennaio 2010. Qualora necessario, le operazioni a 84 giorni, così come le altre operazioni di immissione di liquidità in dollari precedentemente interrotte, potranno essere riprese in futuro.

Una decisione analoga è stata assunta dalla Bank of England e dalla Banca nazionale svizzera.

18 GENNAIO 2010

**LA BCE INTERROMPE LE OPERAZIONI DI
FORNITURA DELLA LIQUIDITÀ IN FRANCHI
SVIZZERI**

Il Consiglio direttivo della BCE, d'accordo con la Banca nazionale svizzera, ha deciso di non condurre più operazioni di *swap* a una settimana finalizzate all'immissione di liquidità in franchi svizzeri dopo il 31 gennaio 2010. La decisione si inserisce nel contesto di un calo della domanda di queste operazioni e di un miglioramento delle condizioni nei mercati della provvista.

27 GENNAIO 2010

**LA BCE E ALTRE BANCHE CENTRALI DECIDONO
DI INTERROMPERE LE LINEE TEMPORANEE
DI SWAP CON LA FEDERAL RESERVE**

Di concerto con altre banche centrali, la BCE ha confermato lo scadere del meccanismo temporaneo di scambio di valute con la Federal Reserve (linee di *swap*) il 1° febbraio 2010. L'utilità del meccanismo, istituito al fine di contrastare le pressioni nei mercati internazionali della raccolta, è venuta meno considerati i miglioramenti osservati nel funzionamento dei mercati finanziari nell'arco dello scorso anno. Le banche centrali continueranno a cooperare secondo le necessità.

In tale contesto, il Consiglio direttivo della BCE ha deciso, di comune accordo con la Federal Reserve, la Bank of England, la Banca del Giappone e la Banca nazionale svizzera di non condurre più operazioni finalizzate all'immissione di liquidità in dollari statunitensi dopo il 31 gennaio 2010.

DOCUMENTI PUBBLICATI DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA DAL 2009

Scopo di questo elenco è informare i lettori sui principali documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal gennaio 2009. Per i *Working Paper*, che da gennaio 2009 (dal numero 989 in poi) sono disponibili solo online, la lista si riferisce soltanto alle pubblicazioni diffuse fra dicembre 2009 e febbraio 2010. Salvo diversa indicazione, è possibile ricevere gratuitamente copia delle pubblicazioni, su richiesta o in abbonamento e fino a esaurimento delle scorte, contattando l'indirizzo di posta elettronica info@ecb.europa.eu.

Per l'elenco completo dei documenti pubblicati dalla BCE e dall'Istituto monetario europeo, si prega di consultare il sito Internet della BCE (<http://www.ecb.europa.eu>).

RAPPORTO ANNUALE

Rapporto annuale 2008, aprile 2009.

ARTICOLI DEL BOLLETTINO MENSILE

Ricchezza immobiliare e consumi privati nell'area dell'euro, gennaio 2009.

Accumulo di attività estere da parte delle autorità di paesi emergenti, gennaio 2009.

I risultati di una nuova indagine sul processo di formazione dei salari in Europa, febbraio 2009.

Una valutazione delle tendenze mondiali in tema di protezionismo, febbraio 2009.

Il finanziamento esterno delle famiglie e delle società non finanziarie: un confronto tra l'area dell'euro e gli Stati Uniti, aprile 2009.

Le revisioni delle stime del PIL nell'area dell'euro, aprile 2009.

Ripartizione per funzione della spesa pubblica nell'Unione Europea, aprile 2009.

Aspettative e conduzione della politica monetaria, maggio 2009.

Cinque anni di appartenenza all'UE, maggio 2009.

Le agenzie di rating: sviluppi e questioni di policy, maggio 2009.

L'impatto degli interventi governativi a sostegno del settore bancario sulle finanze pubbliche dell'area dell'euro, luglio 2009.

L'attuazione della politica monetaria dall'agosto 2007, luglio 2009.

La rotazione dei diritti di voto nel Consiglio direttivo della BCE, luglio 2009.

Il finanziamento per l'acquisto di abitazioni nell'area dell'euro, agosto 2009.

La trasmissione della politica monetaria ai tassi bancari al dettaglio nell'area dell'euro: andamenti recenti, agosto 2009.

La politica monetaria e l'offerta di prestiti nell'area dell'euro, ottobre 2009.

Evoluzione recente dei bilanci dell'Eurosistema, del Federal Reserve System e della Banca del Giappone, ottobre 2009.

Lo sviluppo finanziario nelle economie emergenti: disamina e implicazioni di policy, ottobre 2009.

La comunicazione della banca centrale in periodi di elevata incertezza, novembre 2009.

L'analisi monetaria in un contesto di turbolenza finanziaria, novembre 2009.

La recente recessione nell'area dell'euro in una prospettiva storica, novembre 2009.

L'orientamento di politica monetaria della BCE durante la crisi finanziaria, gennaio 2010.

Le relazioni della BCE con le istituzioni e gli organi dell'Unione europea: evoluzione e prospettive, gennaio 2010.

Diritti delle famiglie alle prestazioni nell'ambito dei regimi pensionistici promossi dalle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro: risultati sulla base del nuovo sistema di conti nazionali, gennaio 2010.

I mercati pronti contro termine in euro e la turbolenza finanziaria, febbraio 2010.

I mercati degli immobili commerciali dell'area dell'euro e il relativo impatto sul settore bancario, febbraio 2010.

Aggiornamento sugli sviluppi delle statistiche economiche generali per l'area dell'euro, febbraio 2010.

STATISTICS POCKET BOOK

Pubblicazione mensile disponibile da agosto 2003.

LEGAL WORKING PAPER SERIES

- 8 *National rescue measures in response to the current financial crisis*, di A. Petrovic e R. Tutsch, luglio 2009.
- 9 *The legal duty to consult the European Central Bank – national and EU consultations*, di S. E. Lambrinoc, novembre 2009.
- 10 *Withdrawal and expulsion from the EU and EMU: some reflections*, di P. Athanassiou, dicembre 2009.

OCCASIONAL PAPER SERIES

- 100 *Survey data on household finance and consumption: research summary and policy use*, a cura del Household Finance and Consumption Network dell'Eurosistema, gennaio 2009.
- 101 *Housing finance in the euro area*, a cura di una Task Force del Comitato per la Politica Monetaria del Sistema Europeo di Banche Centrali, marzo 2009.
- 102 *Domestic financial development in emerging economies: evidence and implications*, di E. Dorrucchi, A. Meyer-Cirkel e D. Santabábara, aprile 2009.
- 103 *Transnational governance in global finance: the principles for stable capital flows and fair debt restructuring in emerging markets*, di R. Ritter, aprile 2009.
- 104 *Fiscal policy challenges in oil-exporting countries: a review of key issues*, di M. Sturm, F. Gurtner e J. González Alegre, giugno 2009.
- 105 *Flow-of-funds analysis at the ECB – framework and applications*, di L. Bê Duc e G. Le Breton, agosto 2009.
- 106 *Monetary policy strategy in a global environment*, di P. Moutot e G. Vitale, agosto 2009.
- 107 *The collateral frameworks of the Eurosystem, the Federal Reserve System and the Bank of England and the financial market turmoil*, di S. Cheun, I. von Köppen-Mertes e B. Weller, dicembre 2009.

RESEARCH BULLETIN

Research Bulletin n. 8, marzo 2009.

WORKING PAPER SERIES

- 1119 *Nonparametric hybrid Phillips curves based on subjective expectations: estimates for the euro area*, di M. Buchmann, dicembre 2009.
- 1120 *Exchange rate pass-through in central and eastern European Member States*, di J. Beirne e M. Bijsterbosch, dicembre 2009.
- 1121 *Does finance bolster superstar companies? Banks, venture capital and firm size in local US markets*, di A. Popov, dicembre 2009.

- 1122 *Monetary policy shocks and portfolio choice*, di M. Fratzscher, C. Saborowski e R. Straub, dicembre 2009.
- 1123 *Monetary policy and the financing of firms*, di F. De Fiore, P. Teles e O. Tristani, dicembre 2009.
- 1124 *Balance sheet interlinkages and macro-financial risk analysis in the euro area*, di O. Castrén e I. K. Kavonius, dicembre 2009.
- 1125 *Leading indicators in a globalised world*, di F. Fichtner, R. Ruffer e B. Schnatz, dicembre 2009.
- 1126 *Liquidity hoarding and interbank market spreads: the role of counterparty risk*, di F. Heider, M. Hoerova e C. Holthausen, dicembre 2009.
- 1127 *The Janus-headed salvation: sovereign and bank credit risk premia during 2008-09*, di J.W. Ejsing e W. Lemke, dicembre 2009.
- 1128 *EMU and the adjustment to asymmetric shocks: the case of Italy*, di G. Amisano, N. Giammarioli e L. Stracca, dicembre 2009.
- 1129 *Determinants of inflation and price level differentials across the euro area countries*, di M. Andersson, K. Masuch e M. Schiffbauer, dicembre 2009.
- 1130 *Monetary policy and potential output uncertainty: a quantitative assessment*, di S. Delle Chiaie, dicembre 2009.
- 1131 *What explains the surge in euro area sovereign spreads during the financial crisis of 2007-09?*, di M.-G. Attinasi, C. Checherita e C. Nickel, dicembre 2009.
- 1132 *A quarterly fiscal database for the euro area based on intra-annual fiscal information*, di J. Paredes, D. J. Pedregal e J. J. Pérez, dicembre 2009.
- 1133 *Fiscal policy shocks in the euro area and the United States: an empirical assessment*, di P. Burriel, F. de Castro, D. Garrote, E. Gordo, J. Paredes e J. J. Pérez, dicembre 2009.
- 1134 *Would the Bundesbank have prevented the Great Inflation in the United States?*, di L. Benati, dicembre 2009.
- 1135 *Return to retail banking and payments*, di I. Hasan, H. Schmiedel e L. Song, dicembre 2009.
- 1136 *Payment scale economies, competition and pricing*, di D. B. Humphrey, dicembre 2009.
- 1137 *Regulating two-sided markets: an empirical investigation*, di S. Carbó Valverde, S. Chakravorti e F. Rodríguez Fernández, dicembre 2009.
- 1138 *Credit card interchange fees*, di J.-C. Rochet e J. Wright, dicembre 2009.
- 1139 *Pricing payment cards*, di O. Bedre e E. Calvano, dicembre 2009.
- 1140 *SEPA, efficiency and payment card competition*, di W. Bolt e H. Schmiedel, dicembre 2009.
- 1141 *How effective are rewards programmes in promoting payment card usage? Empirical evidence*, di S. Carbó Valverde e J. M. Liñares-Zegarra, dicembre 2009.
- 1142 *Credit card use after the final mortgage payment: does the magnitude of income shocks matter?*, di B. Scholnick, dicembre 2009.
- 1143 *What drives the network's growth? An agent-based study of the payment card market*, di B. Alexandrova-Kabadjova e J. Luis Negrín, dicembre 2009.
- 1144 *Choosing and using payment instruments: evidence from German microdata*, di U. von Kalckreuth, T. Schmidt e H. Stix, dicembre 2009.
- 1145 *An area-wide real-time database for the euro area*, di D. Giannone, J. Henry, M. Lalik e M. Modugno, gennaio 2010.
- 1146 *The role of central bank transparency for guiding private sector forecasts*, di M. Ehrmann, S. Eijffinger e M. Fratzscher, gennaio 2010.
- 1147 *Interbank contagion at work: evidence from a natural experiment*, di R. Iye e J.-L. Peydró, gennaio 2010.

- 1148 *Is there a signalling role for public wages? Evidence for the euro area based on macro data*, di J. J. Pérez e J. Sánchez, gennaio 2010.
- 1149 *Does it matter how aggregates are measured? The case of monetary transmission mechanisms in the euro area*, di A. Beyer e K. Juselius, gennaio 2010.
- 1150 *Do bank loans and credit standards have an effect on output? A panel approach for the euro area*, di L. Cappiello, A. Kadareja, C. Kok Sørensen e M. Protopapa, gennaio 2010.
- 1151 *Methodological advances in the assessment of equilibrium exchange rates*, di M. Bussière, M. Ca' Zorzi, A. Chudik e A. Dieppe, gennaio 2010.
- 1152 *Government bond risk premiums in the EU revisited: the impact of the financial crisis*, di L. Schuknecht, J. von Hagen e G. Wolswijk, febbraio 2010.
- 1153 *The determination of wages of newly hired employees: survey evidence on internal versus external factors*, di K. Galuščák, M. Keeney, D. Nicolitsas, F. Smets, P. Strzelecki e M. Vodopivec, febbraio 2010.
- 1154 *Public and private inputs in aggregate production and growth: a cross-country efficiency approach*, di A. Afonso e M. St. Aubyn, febbraio 2010.
- 1155 *Combining disaggregate forecasts or combining disaggregate information to forecast an aggregate*, di D. F. Hendry e K. Hubrich, febbraio 2010.
- 1156 *Mortgage indebtedness and household financial distress*, di D. Georgarakos, A. Lojschová e M. Ward-Warmedinger, febbraio 2010.
- 1157 *Real-time estimates of the euro area output gap: reliability and forecasting performance*, di M. Marcellino e A. Musso, febbraio 2010.

ALTRE PUBBLICAZIONI

- Letter from the ECB President to Mr Robert Sturdy, Member of the European Parliament*, gennaio 2009 (disponibile solo online).
- Euro money market study 2008*, febbraio 2009 (disponibile solo online).
- Eurosystem oversight policy framework*, febbraio 2009 (disponibile solo online).
- Harmonised oversight approach and oversight standards for payment instruments*, febbraio 2009 (disponibile solo online).
- European Commission's consultation on hedge funds – Eurosystem contribution*, febbraio 2009 (disponibile solo online).
- Guiding principles for bank asset support schemes*, marzo 2009 (disponibile solo online).
- Letter from the ECB President to Mr José Ribeiro e Castro, Member of the European Parliament*, marzo 2009 (disponibile solo online).
- Letter from the ECB President to Mr Dimitrios Papadimoulis, Member of the European Parliament*, marzo 2009 (disponibile solo online).
- Letter from the ECB President to Mr Manolis Mavrommatis, Member of the European Parliament, regarding the issuance of low denomination euro banknotes*, marzo 2009 (disponibile solo online).
- Letter from the ECB President to Mr Eoin Ryan, Member of the European Parliament, concerning the recent widening of spreads between euro area government bond yields*, marzo 2009 (disponibile solo online).
- Eurosystem's SEPA expectations*, marzo 2009 (disponibile solo online).
- Housing finance in the euro area*, marzo 2009 (disponibile solo online).
- Euro area monetary and financial statistics: 2008 quality report*, marzo 2009 (disponibile solo online).
- Euro area balance of payments and international investment position statistics: 2008 quality report*, marzo 2009 (disponibile solo online).
- Manual on investment fund statistics*, maggio 2009 (disponibile solo online).
- EU banks' funding structures and policies*, maggio 2009 (disponibile solo online).

Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament, maggio 2009 (disponibile solo online).

TARGET2 oversight assessment report, maggio 2009 (disponibile solo online).

TARGET Annual Report, maggio 2009 (disponibile solo online).

The ECB's advisory role – overview of opinions (1994-2008), maggio 2009.

Financial Stability Review, giugno 2009.

Recommendations for securities settlement systems and recommendations for central counterparties in the European Union – European Central Bank (ECB) and Committee of European Securities Regulators (CESR), giugno 2009 (disponibile solo online).

The international role of the euro, luglio 2009.

Monthly report on the Eurosystem's covered bond purchase programme – July 2009, agosto 2009 (disponibile solo online).

Oversight framework for direct debit schemes, agosto 2009 (disponibile solo online).

Oversight framework for credit transfer schemes, agosto 2009 (disponibile solo online).

The Eurosystem's stance on the Commission's consultation document on the review of Directive 94/19/EC on deposit-guarantee schemes, agosto 2009 (disponibile solo online).

Legal framework of the Eurosystem and the European System of Central Banks: ECB legal acts and instruments – 2009 update, agosto 2009.

EU banking sector stability, agosto 2009 (disponibile solo online).

Credit default swaps and counterparty risk, agosto 2009 (disponibile solo online).

OCT derivatives and post-trading infrastructures, settembre 2009 (disponibile solo online).

Monthly report on the Eurosystem's covered bond purchase programme – August 2009, settembre 2009 (disponibile solo online).

Consultation of the European Commission on 'Possible initiatives to enhance the resilience of OTC derivatives markets': Eurosystem contribution, settembre 2009 (disponibile solo online).

ECB survey on access to finance for small and medium-sized enterprises in the euro area, settembre 2009 (disponibile solo online).

The euro at ten – lessons and challenges – Fifth ECB Central Banking Conference, atti, settembre 2009.

Euro money market survey, settembre 2009 (disponibile solo online).

Monthly report on the Eurosystem's covered bond purchase programme – September 2009, ottobre 2009 (disponibile solo online).

Letter from the ECB President to Mr Jim Higgins, Member of the European Parliament, concerning consumer protection and banking practices in Spain, ottobre 2009 (disponibile solo online).

Letter from the ECB President to Mr Jim Higgins, Member of the European Parliament, concerning the ECB's considerations on issuing a €30 banknote, ottobre 2009 (disponibile solo online).

Monthly report on the Eurosystem's covered bond purchase programme – October 2009, novembre 2009 (disponibile solo online).

Consultation of the Committee of European Securities Regulators on trade repositories in the European Union – ECB contribution, novembre 2009 (disponibile solo online).

Eurosystem oversight report 2009, novembre 2009 (disponibile solo online).

Glossary of terms related to payment clearing and settlement systems, dicembre 2009 (disponibile solo online).

Monthly report on the Eurosystem's covered bond purchase programme – November 2009, dicembre 2009 (disponibile solo online).

New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges, dicembre 2009 (disponibile solo online).

Financial Stability Review, dicembre 2009.

Retail payments – integration and innovation, dicembre 2009 (disponibile solo online).

Recent advances in modelling systemic risk using network analysis, gennaio 2010 (disponibile solo online).

Contribution of the Eurosystem to the public consultation of the European Commission on the future 'EU 2020' strategy, gennaio 2010 (disponibile solo online).

Monthly report on the Eurosystem's covered bond purchase programme – December 2009, gennaio 2010 (disponibile solo online).

Structural indicators for the EU banking sector, gennaio 2010 (disponibile solo online).

Correspondent central banking model (CCBM) – procedure for Eurosystem counterparties, gennaio 2010 (disponibile solo online).

Letter from the ECB President to Mr Nuno Melo, Member of the European Parliament, concerning the increase in the capital of Banco Português de Negócios (BPN), febbraio 2010 (disponibile solo online).

The 'Centralised Securities Database' in brief, febbraio 2010 (disponibile solo online).

Monthly report on the Eurosystem's covered bond purchase programme – January 2010, febbraio 2010 (disponibile solo online).

Commission communication on 'An EU framework for cross-border crisis management in the banking sector': Eurosystem's reply to the public consultation, febbraio 2010 (disponibile solo online).

Survey on the access to finance of small and medium-sized enterprises in the euro area – second half of 2009, febbraio 2010 (disponibile solo online).

MFI balance sheet and interest rate statistics and CEBS' guidelines on FINREP and COREP, febbraio 2010 (disponibile solo online).

Letter from the ECB President to Mr Nikolaos Chountis, Member of the European Parliament, related to the income of Mr Provopoulos, Governor of the Bank of Greece, febbraio 2010 (disponibile solo online).

ECB-Eurostat workshop on pensions, febbraio 2010 (disponibile solo online).

OPUSCOLI INFORMATIVI

The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks, aprile 2009.

La stabilità dei prezzi: perché è importante per te, aprile 2009.

The Single Euro Payments Area (SEPA): an integrated retail payments market, luglio 2009.

T2S – settling without borders, gennaio 2010.

GLOSSARIO

Il presente glossario contiene una selezione di termini utilizzati nel Rapporto annuale. Un glossario più esaustivo e dettagliato è consultabile sul sito Internet della BCE.

Altri intermediari finanziari (AIF) [*other financial intermediaries (OFI)*]: società o quasi-società, escluse le imprese di assicurazione e i fondi pensione, la cui funzione principale consiste nel prestare servizi di intermediazione finanziaria mediante l'assunzione di passività, in forme diverse dalla moneta, dai depositi e/o loro sostituti assimilabili, da unità istituzionali diverse dalle **IFM**; più in particolare, fra gli AIF sono ricompresi i soggetti primariamente impegnati nel finanziamento a lungo termine, quali società di *leasing* finanziario, società detentrici di titoli derivanti da cartolarizzazioni, *holding* finanziarie, intermediari in titoli e strumenti derivati (se per proprio conto), società che forniscono capitali di ventura e di sviluppo.

Amministrazioni centrali [*central government*]: le **amministrazioni pubbliche**, conformemente alla definizione del **Sistema europeo dei conti 1995**, escluse quelle regionali e locali (cfr. anche voce seguente).

Amministrazioni pubbliche [*general government*]: in base alla definizione del **Sistema europeo dei conti 1995**, il settore comprende gli enti residenti primariamente impegnati nella produzione di beni e servizi non di mercato fruibili dal singolo individuo e dalla collettività e/o nella redistribuzione del reddito e della ricchezza nazionali. Vi sono inclusi le amministrazioni centrali, quelle regionali e locali, nonché gli enti di previdenza e assistenza sociale, mentre sono esclusi gli enti di proprietà statale che svolgono operazioni commerciali, quali le aziende pubbliche.

Analisi economica [*economic analysis*]: uno dei pilastri dello schema su cui si fonda l'analisi esaustiva dei rischi per la **stabilità dei prezzi** condotta dalla **Banca centrale europea**, che costituisce la base per le decisioni di politica monetaria del **Consiglio direttivo**. L'analisi economica si concentra principalmente sulla valutazione degli andamenti economici e finanziari correnti e dei rischi a essi collegati nel breve e medio termine per la stabilità dei prezzi, dal punto di vista dell'interazione fra domanda e offerta nei mercati dei beni, dei servizi e dei fattori di produzione su tali orizzonti temporali. A questo riguardo, si presta la dovuta attenzione alla necessità di identificare la natura degli shock che influenzano l'economia, i loro effetti sul processo di formazione dei costi e dei prezzi e le prospettive a breve e medio termine per la loro propagazione all'economia (cfr. anche **analisi monetaria**).

Analisi monetaria [*monetary analysis*]: uno dei pilastri dello schema su cui si fonda l'analisi esaustiva dei rischi per la **stabilità dei prezzi** condotta dalla **Banca centrale europea**, che costituisce la base per le decisioni di politica monetaria del **Consiglio direttivo**. L'analisi monetaria aiuta a valutare le tendenze dell'inflazione a medio-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 **Banca centrale europea**. L'area dell'euro comprende attualmente Belgio, Germania, Irlanda, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Cipro, Lussemburgo, Malta, Paesi Bassi, Austria, Portogallo, Slovenia, Slovacchia e Finlandia.

Attività nette sull'estero delle IFM [*MFI net external assets*]: le attività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali oro, banconote e monete in valuta estera, titoli emessi da non residenti nell'area e prestiti concessi a non residenti nell'area) al netto delle passività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali depositi detenuti da non residenti nell'area, **operazioni pronti contro termine**, quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e **titoli di debito** emessi dalle IFM con scadenza non superiore a due anni).

Azioni e altre partecipazioni [*equities*]: titoli che rappresentano la proprietà di una quota societaria. Comprendono le azioni scambiate in borsa (azioni quotate), le azioni non quotate e altre partecipazioni. Le azioni di norma producono un reddito sotto forma di dividendi.

Banca centrale europea (BCE) [*European Central Bank (ECB)*]: la BCE, investita di personalità giuridica ai sensi del **Trattato** (articolo 282, paragrafo 3), si trova al centro dell'**Eurosistema** e del **Sistema europeo di banche centrali (SEBC)**. Assicura che i compiti attribuiti a questi ultimi siano assolti mediante le proprie attività o per il tramite delle BCN, conformemente allo Statuto del SEBC. La BCE è governata dal **Consiglio direttivo** e dal **Comitato esecutivo**, nonché dal **Consiglio generale**, in quanto terzo organo decisionale.

Bilancia dei pagamenti (b.d.p.) [*balance of payments (b.o.p.)*]: prospetto statistico che riepiloga le transazioni economiche avvenute fra un'economia e il resto del mondo in un determinato periodo di tempo. Vengono prese in considerazione le transazioni riguardanti i beni, i servizi e i redditi, quelle relative alle attività e passività finanziarie nei confronti del resto del mondo, nonché quelle classificate come trasferimenti (ad esempio la cancellazione del debito).

Bilancio consolidato del settore delle IFM [*consolidated balance sheet of the MFI sector*]: bilancio aggregato delle IFM al netto delle posizioni fra le IFM stesse (ad esempio, prestiti e depositi tra IFM). Fornisce informazioni statistiche sulle attività e passività di questo settore nei confronti dei residenti nell'**area dell'euro** che non ne fanno parte (**amministrazioni pubbliche** e altri soggetti) e dei non residenti. Il bilancio consolidato costituisce la principale fonte statistica per il calcolo degli aggregati monetari, nonché la base per l'analisi periodica delle contropartite di **M3**.

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 e li propone in vendita agli investitori. Il capitale e gli interessi sui titoli dipendono dai flussi di cassa prodotti dal *pool* di attività finanziarie sottostanti.

Coefficiente di riserva [*reserve ratio*]: rapporto definito dalla banca centrale per ciascuna delle categorie di **passività soggette a riserva**; viene utilizzato per il calcolo della **riserva obbligatoria**.

Comitato economico e finanziario (CEF) [*Economic and Financial Committee (EFC)*]: organo consultivo dell'UE che contribuisce alla preparazione dei lavori del **Consiglio Ecofin** e della Commissione europea. Tra i suoi compiti figura l'esame della situazione economica e finanziaria degli Stati membri e dell'UE, nonché la sorveglianza in materia di bilancio.

Comitato esecutivo [*Executive Board*]: uno degli organi decisionali della **Banca centrale europea (BCE)**. Comprende il Presidente e il Vicepresidente della BCE e altri quattro membri. Dopo l'entrata in vigore del **Trattato di Lisbona** questi ultimi sono nominati dal Consiglio europeo, che delibera a maggioranza qualificata su raccomandazione del Consiglio dell'UE.

Consiglio direttivo [Governing Council]: organo decisionale supremo della **Banca centrale europea (BCE)**. Comprende tutti i membri del **Comitato esecutivo** della BCE e i governatori delle BCN dei paesi dell'UE la cui moneta è l'euro.

Consiglio Ecofin [ECOFIN Council]: denominazione del Consiglio dell'UE riunito nella composizione dei ministri economici e finanziari.

Consiglio generale [General Council]: uno degli organi decisionali della **Banca centrale europea (BCE)**. Comprende il Presidente e il Vicepresidente della BCE e i governatori di tutte le BCN del **Sistema europeo di banche centrali**.

Controparte [counterparty]: l'altra parte coinvolta in 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.

Costo del finanziamento esterno delle società non finanziarie (in termini reali) [cost of the external financing of non-financial corporations (real)]: costo sostenuto dalle società non finanziarie nel ricorrere al finanziamento esterno. Per quanto riguarda le società dell'**area dell'euro**, è calcolato come media dei costi dei prestiti bancari, dei **titoli di debito** e delle azioni e altre partecipazioni, ponderati con le rispettive consistenze (corrette per gli effetti di valutazione) e deflazionati con le aspettative di inflazione.

Credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro [MFI credit to euro area residents]: prestiti delle IFM concessi ai residenti nell'**area dell'euro** diversi dalle IFM (compresi le **amministrazioni pubbliche** e il settore privato) e i titoli detenuti dalle IFM (**azioni e altre partecipazioni, titoli di debito**) emessi dai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM.

Depositi presso la banca centrale [deposit facility]: categoria di **operazioni attivabili su iniziativa delle controparti** messa a disposizione dall'**Eurosistema**. Le **controparti** possono farvi ricorso per effettuare depositi *overnight* presso le BCN, remunerati a un tasso di interesse prestabilito (cfr. anche **tassi di interesse di riferimento della BCE**).

Derivato di credito [credit derivative]: strumento finanziario che, isolando il **rischio di credito** insito in un'operazione finanziaria sottostante, consente di definire il prezzo di tale rischio e di trasferirlo separatamente.

Ente creditizio [credit institution]: a) impresa la cui attività consiste nel ricevere dal pubblico depositi o altri fondi rimborsabili e nel concedere crediti per proprio conto, oppure b) impresa o qualsiasi persona giuridica, diversa da quelle di cui al punto precedente, che emette strumenti di pagamento in forma di moneta elettronica.

Eonia [EONIA (euro overnight index average)]: misura del tasso di interesse effettivo per il mercato interbancario *overnight* in euro. Si calcola come media ponderata dei tassi di interesse sulle operazioni di prestito *overnight* denominate in euro non coperte da garanzie, sulla base delle segnalazioni di un gruppo selezionato di banche.

Euribor [EURIBOR (euro interbank offered rate)]: tasso applicato ai prestiti in euro tra banche con elevato merito di credito; viene calcolato quotidianamente per depositi interbancari con scadenze varie, non superiori a 12 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.

Eurosistema [Eurosystem]: il sistema di banche centrali dell'**area dell'euro**. Comprende la **Banca centrale europea** e le BCN degli Stati membri dell'UE la cui moneta è l'euro.

Fabbisogno finanziario delle società non finanziarie [financing gap of non-financial corporations]: il fabbisogno finanziario è dato dalla differenza fra il risparmio delle imprese (derivante dagli utili non distribuiti e dagli ammortamenti) e i loro investimenti non finanziari. Può essere altresì definito sulla base dei conti finanziari, come saldo fra le attività finanziarie nette acquisite e le passività nette incorse dalle società non finanziarie. Le discrepanze rilevabili fra queste due misure del fabbisogno finanziario sono dovute alle diverse fonti statistiche utilizzate.

Garanzia [collateral]: attività costituite in pegno o trasferite in altra forma a garanzia del rimborso di un finanziamento, nonché attività cedute nell'ambito di **operazioni pronti contro termine** (in entrambi i casi, ad esempio, dagli **enti creditizi** alle banche centrali).

Governance interna [corporate governance]: insieme delle regole e delle procedure in base alle quali si esercitano la direzione e il controllo su un'organizzazione. La struttura di *governance* interna specifica la distribuzione di diritti e competenze fra i vari partecipanti (consiglio di amministrazione, dirigenti, azionisti e altri soggetti) e stabilisce le regole e procedure per il processo decisionale.

IFM (istituzioni finanziarie monetarie) [MFIs (monetary financial institutions)]: istituzioni finanziarie che nel loro insieme costituiscono il settore emittente moneta nell'**area dell'euro**. Includono l'**Eurosistema**, gli **enti creditizi** residenti (come definiti dal diritto 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 di portafoglio [portfolio investment]: operazioni e/o posizioni nette dei residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai non residenti ("attività") e operazioni e/o posizioni nette dei non residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai residenti ("passività"). Sono inclusi le **azioni e altre partecipazioni** e i **titoli di debito** (varie tipologie di obbligazioni, strumenti di **mercato monetario**) al netto degli importi iscritti fra gli **investimenti diretti** o le attività di riserva.

Investimenti diretti [direct investment]: investimenti internazionali effettuati allo scopo di ottenere un interesse durevole in una società residente in un altro paese (con ciò si intende, in pratica, una partecipazione non inferiore al 10 per cento delle quote ordinarie o dei diritti di voto). Includono

azioni 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 alla costituzione della **Banca centrale europea** il 1° giugno 1998.

M1: aggregato monetario ristretto che include le banconote e monete in circolazione e i depositi a vista detenuti presso le **IFM** e le **amministrazioni centrali** (ad esempio, presso le Poste o il Tesoro).

M2: aggregato monetario intermedio. Comprende **M1**, i depositi rimborsabili su preavviso non superiore a tre mesi (cioè i depositi a risparmio a breve termine) e i depositi con durata prestabilita non superiore a due anni (cioè i depositi a termine a breve scadenza) detenuti presso le **IFM** e le **amministrazioni centrali**.

M3: aggregato monetario ampio che si compone di **M2** più gli strumenti negoziabili, in particolare le **operazioni pronti contro termine**, le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e i **titoli di debito** con scadenza non superiore a due anni emessi dalle **IFM**.

Margine operativo lordo [gross operating surplus]: risultato positivo (o negativo) del valore della produzione dedotti i costi per consumi intermedi, la remunerazione del fattore lavoro e le imposte al netto dei contributi alla produzione, ma al lordo degli esborsi e degli introiti connessi al prestito/affitto o alla proprietà di attività finanziarie e attività non prodotte.

Mercato azionario [equity market]: mercato sul quale vengono emessi e scambiati i titoli azionari e i diritti ad essi collegati.

Mercato monetario [money market]: mercato per la raccolta, l'investimento e lo scambio di fondi a breve termine mediante strumenti che generalmente hanno scadenza originaria non superiore a un anno.

Mercato obbligazionario [bond market]: mercato sul quale vengono emessi e scambiati **titoli di debito** a più lungo termine.

Modello di banche centrali corrispondenti [Correspondent central banking model (CCBM)]: meccanismo istituito 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 **Banca centrale europea**.

Nuovi accordi europei di cambio (AEC II) [ERM II (exchange rate mechanism II)]: accordi che definiscono l'assetto per la cooperazione nel settore delle politiche del cambio tra i paesi dell'**area dell'euro** e gli altri Stati membri dell'UE. Gli AEC II prevedono un meccanismo multilaterale di parità centrali fisse ma modificabili e una banda di oscillazione standard del ± 15 per cento. Le decisioni riguardanti le parità centrali ed eventualmente il restringimento delle bande di oscillazione sono prese di comune accordo dagli Stati membri dell'UE interessati, dai paesi dell'area dell'euro, dalla **Banca centrale europea (BCE)** e dagli altri Stati membri dell'UE che

partecipano agli accordi. Tutti i partecipanti agli AEC II compresa la BCE, hanno il diritto di avviare una procedura confidenziale volta a modificare le parità centrali (riallineamento).

Operazione di mercato aperto [*open market operation*]: operazione effettuata su iniziativa della banca centrale nei mercati finanziari. Con riferimento alle loro finalità, regolarità e procedure, le operazioni di mercato aperto dell'**Eurosistema** si possono suddividere in quattro categorie: **operazioni di rifinanziamento principali**, **operazioni di rifinanziamento a più lungo termine**, **operazioni di regolazione puntuale** e operazioni di tipo strutturale. Le **operazioni temporanee** costituiscono il principale strumento utilizzato dall'**Eurosistema** per gli interventi di mercato aperto e possono essere impiegate per tutte le categorie summenzionate. Per le operazioni di tipo strutturale sono, inoltre, disponibili l'emissione di certificati di debito e le 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. Nella fase di turbolenza dei mercati finanziari iniziata nell'agosto 2007 sono state condotte operazioni aggiuntive con frequenza variabile e durata compresa tra un periodo di mantenimento delle riserve e un anno.

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 un'asta standard settimanale, solitamente con scadenza a una settimana.

Operazione di *swap* in valuta [*foreign exchange swap*]: operazione contestuale di acquisto/vendita a pronti e vendita/acquisto a termine di una valuta contro un'altra.

Operazione pronti contro termine [*repurchase agreement*]: 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**.

Opzione [option]: strumento finanziario che attribuisce al possessore il diritto, ma non l'obbligo, di acquistare o vendere determinate attività (ad esempio obbligazioni o azioni) a un prezzo predefinito (prezzo base o di esercizio) a una data futura o entro tale data (data di scadenza o di esercizio).

Paesi candidati [candidate countries]: paesi la cui domanda di adesione all'UE è stata accettata. I negoziati per l'adesione di Croazia e Turchia sono stati avviati il 3 ottobre 2005; per l'ex Repubblica jugoslava di Macedonia, invece, la Commissione europea ne ha raccomandato l'apertura nell'ottobre 2009.

Passività finanziarie a più lungo termine delle IFM [MFI longer-term financial liabilities]: depositi con durata prestabilita superiore a due anni, depositi rimborsabili con preavviso superiore a tre mesi, **titoli di debito** emessi dalle **IFM dell'area dell'euro** con scadenza originaria superiore a due anni, nonché capitale e riserve del settore delle IFM dell'area dell'euro.

Passività soggette a riserva [reserve base]: somma delle voci di bilancio (in particolare passività) che costituiscono la base di calcolo per la **riserva obbligatoria** di un **ente creditizio**.

Patto di stabilità e crescita [Stability and Growth Pact]: è stato concepito a salvaguardia di finanze pubbliche sane 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 due regolamenti del Consiglio: 1) Regolamento (CE) n. 1466/97, del 7 luglio 1997, per il rafforzamento della sorveglianza delle posizioni di bilancio, nonché della sorveglianza e del coordinamento delle politiche economiche, modificato dal Regolamento (CE) n. 1055/2005 del 27 giugno 2005; 2) Regolamento (CE) n. 1467/97, del 7 luglio 1997, per l'accelerazione e il chiarimento delle modalità di attuazione della procedura per i disavanzi eccessivi, modificato dal Regolamento (CE) n. 1056/2005 del 27 giugno 2005. Il Patto è integrato dalla relazione del **Consiglio Ecofin** intitolata *Migliorare l'attuazione del Patto di stabilità e crescita*, approvata dal Consiglio europeo di Bruxelles del 22-23 marzo 2005, nonché da un codice di condotta sulle specifiche riguardanti l'attuazione del Patto di stabilità e crescita e sulle linee direttrici concernenti la presentazione e il contenuto dei programmi di stabilità e convergenza, approvato dal Consiglio Ecofin l'11 ottobre 2005.

Periodo di mantenimento [maintenance period]: periodo considerato per l'adempimento dell'obbligo di riserva da parte degli **enti creditizi**. Ha inizio il giorno di regolamento della prima **operazione di rifinanziamento principale** successiva alla riunione del **Consiglio direttivo** in cui è programmata la valutazione mensile dell'orientamento di politica monetaria. La **Banca centrale europea** pubblica un calendario dei periodi di mantenimento delle riserve almeno tre mesi prima dell'inizio dell'anno.

Portafoglio benchmark [benchmark portfolio]: nel contesto degli investimenti finanziari, indica un portafoglio di riferimento, o indice, costruito in funzione degli obiettivi di liquidità, rischio e remuneratività degli investimenti stessi. Il portafoglio *benchmark* serve come termine di raffronto per la valutazione dell'andamento del portafoglio effettivo.

Posizione patrimoniale sull'estero (p.p.e.) [*international investment position (i.i.p.)*]: valore e composizione delle consistenze di attività (o passività) finanziarie nette detenute da un'economia nei confronti del resto del mondo.

Procedura per i disavanzi eccessivi [*excessive deficit procedure*]: il Trattato, ai sensi dell'articolo 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 riscontrino che tali criteri, in termini di saldo di bilancio o di debito pubblico, non sono soddisfatti. A completamento di questo quadro vige il Regolamento (CE) n. 1467/97 del Consiglio, del 7 luglio 1997, per l'accelerazione e il chiarimento delle modalità di attuazione della procedura per i disavanzi eccessivi (modificato dal Regolamento (CE) n. 1056/2005 del Consiglio del 27 giugno 2005), che costituisce parte integrante del **Patto di stabilità e crescita**.

Proiezioni [*projections*]: risultato dell'esercizio condotto quattro volte all'anno sui possibili sviluppi macroeconomici nell'**area dell'euro**. Le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'**Eurosistema** sono pubblicate in giugno e dicembre, mentre quelle degli esperti della **Banca centrale europea (BCE)** sono diffuse in marzo e settembre. Costituiscono parte integrante dell'**analisi economica**, uno dei pilastri della strategia di politica monetaria della BCE, e pertanto rientrano fra i diversi elementi informativi che confluiscono nella valutazione dei rischi per la **stabilità dei prezzi** effettuata dal **Consiglio direttivo**.

Redditività delle imprese [*corporate profitability*]: misura della *performance* delle imprese determinata principalmente in relazione alle vendite, alle attività o alle azioni e altre partecipazioni. Esistono diversi rapporti di redditività basati sui bilanci societari, quali il rapporto fra utile operativo (vendite meno costi operativi) e vendite, quello fra utile netto (utile operativo e non operativo al netto di imposte, ammortamenti e voci straordinarie) e vendite, il rendimento delle attività (che pone in relazione l'utile netto e il totale delle attività) e il rendimento netto del capitale (che mette in relazione l'utile netto e il patrimonio). A livello macroeconomico, si ricorre spesso al **margine operativo lordo** quale misura di redditività, sulla base della contabilità nazionale, ad esempio in rapporto al PIL o al valore aggiunto.

Reddito monetario [*monetary income*]: reddito ottenuto dalle BCN nell'esercizio delle funzioni di politica monetaria dell'**Eurosistema**, riveniente dalle attività accantonate conformemente agli indirizzi definiti dal **Consiglio direttivo** e detenute in contropartita delle banconote in circolazione e dei depositi costituiti dagli **enti creditizi**.

Rischio di credito [*credit risk*]: rischio che una **controparte** non 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 liquidità del mercato [*market liquidity risk*]: rischio che un'operazione del mercato finanziario non possa essere conclusa o possa essere conclusa a condizioni più sfavorevoli rispetto alle attese poiché lo spessore del mercato risulta inadeguato o si sono verificate turbative.

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.

Saldo primario [*primary balance*]: saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche da cui sono esclusi gli interessi passivi.

Sistema di deposito accentrato (SDA) [*central securities depository (CSD)*]: 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 esistono soltanto come scritturazioni elettroniche.

Sistema di regolamento delle transazioni in titoli (SRT) [*securities settlement system (SSS)*]: sistema che consente il trasferimento di titoli senza preventivo pagamento (*free of payment*, FOP) 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 **Banca centrale europea (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.

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 12 mesi dell'**indice armonizzato dei prezzi al consumo** per l'**area dell'euro** inferiore al 2 per cento. Il Consiglio direttivo ha inoltre chiarito che, nel perseguimento della stabilità dei prezzi, si prefigge lo scopo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento in un orizzonte di medio periodo.

Stabilità finanziaria [*financial stability*]: condizione per cui il sistema finanziario – comprendente intermediari, mercati e infrastrutture di mercato – è in grado di resistere agli shock e alla brusca correzione degli squilibri finanziari, riducendo così la probabilità che il processo di intermediazione finanziaria subisca turbative di gravità tale da pregiudicare in misura significativa l'allocazione dei risparmi verso opportunità di investimento redditizie.

Strategia di Lisbona [*Lisbon strategy*]: programma complessivo di riforme strutturali tese a fare dell'UE "l'economia basata sulla conoscenza più dinamica e più competitiva al mondo". È stata varata dal Consiglio europeo di Lisbona nel 2000.

Target (Sistema transeuropeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale) [*TARGET (Trans-European automated real-time gross settlement express transfer system)*]: sistema di regolamento lordo in tempo reale 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 delle IFM [*MFI interest rates*]: tassi di interesse praticati dagli **enti creditizi** e dalle altre **IFM** residenti, escluse le banche centrali e i fondi comuni monetari, su depositi e prestiti in euro nei confronti delle famiglie e delle società non finanziarie residenti nell'**area dell'euro**.

Tassi di interesse di riferimento della BCE [*key ECB interest rates*]: tassi di interesse fissati dal **Consiglio direttivo** che riflettono l'orientamento di politica monetaria della **Banca centrale europea**. 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 **Banca centrale europea** pubblica gli indici del TCE nominale dell'euro nei confronti di due gruppi di paesi partner: il TCE-21 (comprendente gli 11 Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e 10 partner commerciali al di fuori dell'UE) e il TCE-41 (composto dal TCE-21 più altri 20 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 (prestatore) di effettuare uno o più pagamenti al detentore (prestatore) a una determinata data o a determinate date future. Questi titoli recano solitamente uno specifico tasso di interesse (cedola) e/o sono collocati con uno sconto rispetto all'ammontare dovuto alla scadenza. I titoli di debito a lungo termine hanno scadenza originaria superiore a un anno.

Trattamento interamente automatizzato [*straight-through processing (STP)*]: trattamento automatizzato dall'ordinante al beneficiario dei trasferimenti per operazioni o pagamenti. Prevede, ove applicabile, il perfezionamento automatico di conferma, spunta, generazione, compensazione e regolamento degli ordini.

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. Salvo diversa indicazione, nel presente Rapporto con il termine "Trattato" si intende il Trattato sul funzionamento dell'Unione europea e i riferimenti agli articoli riflettono la numerazione vigente dal 1° dicembre 2009.

Unione economica e monetaria (UEM) [*Economic and Monetary Union (EMU)*]: processo articolato in tre fasi, ai sensi del **Trattato**, che ha condotto all'adozione dell'euro quale moneta comune e all'attuazione della politica monetaria unica nell'**area dell'euro**, nonché al coordinamento delle politiche economiche degli Stati membri dell'UE. La Terza fase, quella conclusiva, si è aperta il 1° gennaio 1999 con il trasferimento delle competenze monetarie alla **Banca centrale europea** e l'introduzione dell'euro. La sostituzione del contante, avvenuta il 1° gennaio 2002, ha completato la realizzazione dell'UEM.

Valore di riferimento per la crescita di M3 [*reference value for M3 growth*]: tasso di crescita sui 12 mesi di **M3** nel medio periodo che risulta coerente con il mantenimento della **stabilità dei prezzi**. Attualmente è fissato al 4½ per cento.

Volatilità implicita [*implied volatility*]: volatilità attesa, ossia deviazione standard, dei tassi di variazione del prezzo di un'attività (ad esempio un'azione o un'obbligazione). Può essere ricavata da un insieme di elementi, ossia dal prezzo dell'attività, dalla data di scadenza e dal prezzo di esercizio delle rispettive **opzioni** nonché da un tasso di rendimento privo di rischio, sulla base di un modello per la determinazione del prezzo delle opzioni, ad esempio quello di Black-Scholes.

ISSN 1561-4530



9 771561 453000