



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

2010

2010

2010

2010

2010

2010

2010

2010

2010

2010

2010

2010

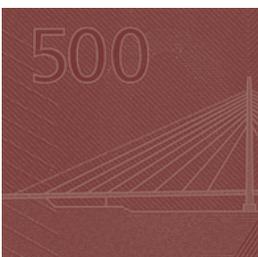
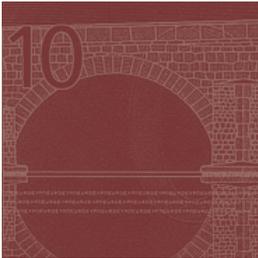
RAPPORTO ANNUALE
2010





BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA



RAPPORTO ANNUALE 2010

Nel 2011 tutte le pubblicazioni della BCE saranno caratterizzate da un motivo tratto dalla banconota da 100 euro.

© Banca Centrale Europea, 2011

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:

Andreas Böttcher

ESQ

ISOCHROM.com

Robert Metsch

Walter Vorjohann

I dati contenuti in questo Rapporto sono
aggiornati al 25 febbraio 2011.

ISSN 1561-4530 (stampa)

ISSN 1725-2903 (online)

INDICE

PREFAZIONE	11	2.3 Le procedure di regolamento per le garanzie	117
CAPITOLO I		3 LE BANCONOTE E LE MONETE	119
L'EVOLUZIONE ECONOMICA E LA POLITICA MONETARIA		3.1 La circolazione e la gestione delle banconote e delle monete	119
1 DECISIONI DI POLITICA MONETARIA	18	3.2 La contraffazione delle banconote in euro e i relativi deterrenti	120
2 GLI ANDAMENTI MONETARI, FINANZIARI ED ECONOMICI	26	3.3 La produzione e l'emissione di banconote	121
2.1 Il contesto macroeconomico internazionale	26	4 LE STATISTICHE	124
2.2 Gli andamenti monetari e finanziari	31	4.1 Statistiche nuove e più esaustive	124
2.3 Prezzi e costi	58	4.2 Altri sviluppi in ambito statistico	124
2.4 La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	67	4.3 Esigenze statistiche derivanti dalla crisi finanziaria	125
2.5 La finanza pubblica	78	5 LA RICERCA ECONOMICA	127
2.6 I tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti	84	5.1 Le priorità della ricerca e i risultati conseguiti	127
3 L'EVOLUZIONE ECONOMICA E MONETARIA NEGLI STATI MEMBRI DELL'UE NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO	89	5.2 La divulgazione della ricerca: pubblicazioni e conferenze	128
CAPITOLO 2		6 ALTRI COMPITI E ATTIVITÀ	130
LE OPERAZIONI E LE ATTIVITÀ DI BANCA CENTRALE		6.1 Conformità al divieto di finanziamento monetario e di accesso privilegiato	130
1 LE OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA, LE OPERAZIONI IN CAMBI E LE ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO	100	6.2 Funzioni consultive	130
1.1 Le operazioni di mercato aperto e le operazioni attivabili su iniziativa delle controparti	100	6.3 La gestione delle operazioni di assunzione e di concessione di prestiti dell'Unione europea e della European Financial Stability Facility (EFSF), nonché dei prestiti cumulativi bilaterali a favore della Repubblica Ellenica	135
1.2 Le operazioni sul mercato dei cambi e le operazioni con altre banche centrali	108	6.4 I servizi di gestione delle riserve offerti dall'Eurosistema	136
1.3 Il programma di acquisto nei mercati obbligazionari	109	CAPITOLO 3	
1.4 Il programma di acquisto di obbligazioni garantite	109	INGRESSO DELL'ESTONIA NELL'AREA DELL'EURO	
1.5 Le attività di investimento	110	1 ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI IN ESTONIA	140
2 I SISTEMI DI PAGAMENTO E DI REGOLAMENTO DELLE TRANSAZIONI IN TITOLI	113	2 ASPETTI LEGALI DELL'INTEGRAZIONE DELLA EESTI PANK NELL'EUROSISTEMA	144
2.1 Il sistema Target2	113	3 ASPETTI OPERATIVI DELL'INTEGRAZIONE DELLA EESTI PANK NELL'EUROSISTEMA	146
2.2 Target2-Securities	115		

4 IL CAMBIO DEL SEGNO MONETARIO IN ESTONIA	147	CAPITOLO 6 COMPITI RIGUARDANTI IL FUNZIONAMENTO DEL COMITATO EUROPEO PER IL RISCHIO SISTEMICO (CERS)	
CAPITOLO 4 LA STABILITÀ FINANZIARIA E L'INTEGRAZIONE		1 ASSETTO ISTITUZIONALE	182
1 LA STABILITÀ FINANZIARIA	152	2 ATTIVITÀ DEL SEGRETARIATO PREPARATORIO DEL CERS	184
1.1 Il monitoraggio della stabilità finanziaria	152	3 SUPPORTO ANALITICO, STATISTICO, LOGISTICO E AMMINISTRATIVO AL CERS	185
1.2 Meccanismi a garanzia della stabilità finanziaria	154		
2 LA REGOLAMENTAZIONE E LA VIGILANZA FINANZIARIA	156	CAPITOLO 7 LE TEMATICHE INTERNAZIONALI	
2.1 Il settore bancario	156	1 I PRINCIPALI SVILUPPI NEL SISTEMA MONETARIO INTERNAZIONALE	190
2.2 Il settore dei valori mobiliari	157	2 LA COOPERAZIONE CON I PAESI ESTERNI ALL'UE	194
2.3 I principi contabili	158		
3 L'INTEGRAZIONE FINANZIARIA	160	CAPITOLO 8 LA RESPONSABILITÀ PER IL PROPRIO OPERATO	
4 LA SORVEGLIANZA SULLE INFRASTRUTTURE DI MERCATO E SUI SISTEMI DI PAGAMENTO	164	1 LA RESPONSABILITÀ PER IL PROPRIO OPERATO NEI CONFRONTI DEI CITTADINI E DEL PARLAMENTO EUROPEO	200
4.1 I sistemi di pagamento all'ingrosso e i fornitori di servizi di infrastrutture	164	2 QUESTIONI SPECIFICHE SOLLEVATE DURANTE GLI INCONTRI CON IL PARLAMENTO EUROPEO	201
4.2 I sistemi e gli strumenti di pagamento al dettaglio	166		
4.3 La compensazione e il regolamento delle transazioni in titoli e derivati	166	CAPITOLO 9 L'ATTIVITÀ DI COMUNICAZIONE ESTERNA	
4.4 Altre attività	168	1 LA POLITICA DI COMUNICAZIONE	204
CAPITOLO 5 LE TEMATICHE EUROPEE		2 L'ATTIVITÀ DI COMUNICAZIONE	205
1 LE TEMATICHE RELATIVE ALLE POLITICHE ECONOMICHE	172	CAPITOLO 10 L'ASSETTO ISTITUZIONALE, L'ORGANIZZAZIONE E IL BILANCIO	
2 LE PROBLEMATICHE ISTITUZIONALI	176	1 GLI ORGANI DECISIONALI E LA GOVERNANCE INTERNA DELLA BCE	210
3 IL RAFFORZAMENTO DELLA GOVERNANCE ECONOMICA NELL'UE	177	1.1 L'Eurosistema e il Sistema europeo di banche centrali	210
4 GLI ANDAMENTI NEI PAESI CANDIDATI ALL'ADESIONE ALL'UE E RELAZIONI CON GLI STESSI	179		

1.2 Il Consiglio direttivo	211	ALLEGATI	
1.3 Il Comitato esecutivo	214		
1.4 Il Consiglio generale	216	STRUMENTI GIURIDICI ADOTTATI DALLA BCE	270
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	217	PARERI ADOTTATI DALLA BCE	274
1.6 La <i>governance</i> interna	218	CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA	283
2 GLI SVILUPPI ORGANIZZATIVI	222	SINTESI DELLE COMUNICAZIONI DELLA BCE SULL'EROGAZIONE DI LIQUIDITÀ	286
2.1 La gestione delle risorse umane	222	PUBBLICAZIONI PRODOTTE DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA	291
2.2 Le relazioni con il personale e il dialogo sociale	223	GLOSSARIO	292
2.3 La nuova sede della BCE	223	ELENCO DEI RIQUADRI	
2.4 L'Ufficio di coordinamento degli acquisti dell'Eurosistema	224	1 Le misure non convenzionali nel 2010	19
2.5 Le tematiche ambientali	224	Figura Differenziali dei titoli di Stato nell'area dell'euro nel 2010 e all'inizio del 2011	20
2.6 La gestione dei servizi di <i>Information Technology</i>	225	2 Confronto tra gli andamenti recenti dei prestiti delle IFM al settore privato non finanziario e quelli di precedenti episodi di declino e ripresa economica	36
3 LA CONFERENZA PER LE RISORSE UMANE	226	Figura A Crescita annua dei prestiti delle IFM in termini reali al settore privato non finanziario durante i principali episodi di rallentamento e ripresa dell'attività economica osservati dal 1990	36
4 IL DIALOGO SOCIALE NELL'AMBITO DEL SEBC	227	Figura B Crescita annua del PIL in termini reali durante i principali episodi di rallentamento e ripresa dell'attività economica osservati dal 1990	37
5 IL BILANCIO DELLA BCE	228	Figura C Crescita annua dei prestiti delle IFM in termini reali alle famiglie durante i principali episodi di rallentamento e ripresa dell'attività economica osservati dal 1990	37
Relazione sulla gestione per l'esercizio terminato il 31 dicembre 2010	229		
Stato patrimoniale al 31 dicembre 2010	234		
Conto economico per l'esercizio terminato il 31 dicembre 2010	236		
Criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio	237		
Note allo stato patrimoniale	243		
Note al conto economico	258		
Relazione del revisore indipendente	262		
Nota sulla distribuzione degli utili/ ripartizione delle perdite	265		
6 STATO PATRIMONIALE CONSOLIDATO DELL'EUROSISTEMA AL 31 DICEMBRE 2010	266		

Figura D	Crescita annua dei prestiti delle IFM in termini reali alle società non finanziarie durante i principali episodi di rallentamento e ripresa dell'attività economica osservati dal 1990	38	Figura B	Prezzi delle materie prime e prezzi alla produzione dei beni intermedi nell'industria	62
3	Andamenti delle misure dell'inflazione attesa derivate dai mercati nel 2010	45	6	Il risparmio delle famiglie nell'area dell'euro	69
Figura A	Tassi di inflazione di pareggio e tassi <i>swap</i> indicizzati all'inflazione	45	Figura A	Reddito, consumo e risparmio delle famiglie	69
Figura B	Variazioni del tasso di inflazione di pareggio e variazioni dei rendimenti nominali e reali nel 2010	46	Figura B	Ricchezza finanziaria netta delle famiglie	70
Figura C	Scomposizione dei tassi di inflazione di pareggio a termine a lunga scadenza, sulla base di un modello di struttura per scadenza	46	7	Andamenti recenti del mercato del lavoro nell'area dell'euro e negli Stati Uniti: le principali differenze in una prospettiva storica	74
Figura D	Tassi di inflazione di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte di cinque anni nell'area dell'euro e negli Stati Uniti	47	Figura	Andamento della disoccupazione nell'area dell'euro e negli Stati Uniti	75
4	Interpretazione degli indicatori dei criteri di concessione del credito alle imprese ottenuti dalle indagini	54	Tavola	Indicatori del mercato del lavoro nell'area dell'euro e negli Stati Uniti	77
Figura A	Variazione nei criteri per la concessione di prestiti e l'apertura di linee di credito alle imprese	55	8	Costi e benefici a livello macroeconomico del risanamento delle finanze pubbliche	82
Figura B	Disponibilità di prestiti da parte delle banche per le imprese dell'area dell'euro	55	9	Le implicazioni statistiche dell'allargamento dell'area dell'euro all'Estonia	142
Figura C	Criteri applicati per la concessione del credito alle società non finanziarie dell'area dell'euro: regime restrittivo e regime espansivo	56	10	Il <i>Macro-prudential Research Network</i> del SEBC	186
5	La dinamica dei prezzi delle materie prime e il loro impatto sull'inflazione armonizzata	60	ELENCO DELLE TAVOLE		
Figura A	Andamenti dei prezzi delle materie prime	60	1	Andamenti dei prezzi	59
Tavola	Trasmissione dei prezzi del greggio alla componente energetica dello IAPC	62	2	Indicatori del costo del lavoro	65
			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	79
			6	Procedure per disavanzi eccessivi nei paesi dell'area dell'euro	80
			7	Crescita del PIL in termini reali negli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e nell'area dell'euro	89
			8	Inflazione misurata sullo IAPC negli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e nell'area dell'euro	90

9	Situazione delle finanze pubbliche negli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e nell'area dell'euro	91	17	Tassi di interesse sui prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie	50
10	Bilancia dei pagamenti degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e dell'area dell'euro	92	18	Debito e pagamenti per interessi delle famiglie	51
11	Strategia ufficiale di politica monetaria degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro	96	19	Costo in termini reali del finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro	51
12	Pagamenti gestiti da Target2	114	20	Finanziamento esterno delle società non finanziarie: scomposizione per strumento	53
13	L'assegnazione della produzione di banconote in euro nel 2010	122	21	Indicatori di redditività delle società non finanziarie quotate dell'area dell'euro	53
14	Principali indicatori economici per l'Estonia	140	22	Indici di indebitamento delle società non finanziarie	57

ELENCO DELLE FIGURE

1	Tassi di interesse della BCE e tasso di interesse <i>overnight</i> dell'euro	18	24	Contributi alla crescita dello IAPC: principali componenti	59
2	I tassi di interesse dopo l'intensificarsi della crisi finanziaria	19	25	Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria	64
3	Principali andamenti delle maggiori economie industrializzate	26	26	Redditi per occupato per settore	65
4	Principali andamenti dei prezzi delle materie prime	31	27	Costo del lavoro nell'area dell'euro	66
5	M3 e prestiti al settore privato	32	28	Scomposizione del deflatore del PIL	66
6	Principali componenti di M3	32	29	Andamenti dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro	66
7	Tassi di interesse delle IFM sui depositi a breve termine e tassi di interesse del mercato monetario	33	30	Contributi alla crescita trimestrale del PIL in termini reali	68
8	Depositi per settore	33	31	Indicatori del clima di fiducia	68
9	Contropartite di M3	34	32	Crescita della produzione nell'industria e relativi contributi	72
10	Eurepo, Euribor e <i>swap</i> sui tassi di interesse <i>overnight</i> a tre mesi	40	33	Disoccupazione	74
11	Tassi di interesse della BCE e tasso di interesse <i>overnight</i>	41	34	Andamento delle finanze pubbliche nell'area dell'euro	81
12	Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine	41	35	Tassi di cambio e volatilità implicite	85
13	Differenziali dei titoli di Stato per alcuni paesi dell'area dell'euro	44	36	Tassi di cambio effettivi dell'euro (TCE-20) nominali e reali	86
14	Inflazione di pareggio, ricavata da rendimenti <i>zero coupon</i> nell'area dell'euro	44	37	Saldo di conto corrente e sue componenti	86
15	Principali indici dei corsi azionari	48	38	Volume delle esportazioni dell'area dell'euro verso alcuni partner commerciali	87
16	Prestiti delle IFM alle famiglie	50			

39	Investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro	88
40	Principali componenti del conto finanziario	88
41	Andamenti delle valute dei paesi dell'UE che aderiscono agli AEC II	93
42	Andamenti rispetto all'euro delle valute dei paesi che non aderiscono agli AEC II	94
43	Tassi di interesse di riferimento della BCE ed Eonia	100
44	Determinanti della posizione di liquidità nell'area dell'euro nel 2010	102
45	Volume delle operazioni di politica monetaria in essere	103
46	Garanzie idonee per tipologia di attività	105
47	Garanzie stanziare nelle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema e credito in essere nelle operazioni di politica monetaria	106
48	Scomposizione per tipologia delle attività, compresi i crediti, costituite in garanzia	107
49	Numero delle banconote in euro in circolazione nel periodo 2002-2010	119
50	Valore delle banconote in euro in circolazione nel periodo 2002-2010	119
51	Numero delle banconote in euro in circolazione nel periodo 2002-2010 per taglio	120
52	Numero di banconote in euro contraffatte ritirate dalla circolazione nel periodo 2002-2010	121
53	Scomposizione per taglio delle banconote in euro contraffatte nel 2010	121

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 2010 la politica monetaria ha operato in un contesto caratterizzato dalla ripresa dell'economia nell'area dell'euro, da un lato, e da tensioni persistenti nei mercati finanziari, dall'altro. La ripresa dell'attività economica reale nel corso del 2010 è risultata in certa misura più accentuata rispetto alle attese. Ciò è in parte connesso al recupero dell'economia mondiale, ma allo slancio positivo in atto hanno contribuito anche gli andamenti interni. Nel complesso, il PIL in termini reali dell'area dell'euro è cresciuto di circa l'1,7 per cento nel 2010, dopo un calo del 4,1 per cento nel 2009. Per quanto concerne i prezzi, i tassi di inflazione sono aumentati nel corso del 2010, principalmente per effetto dei rincari delle materie prime a livello mondiale. Nel contempo, le pressioni inflazionistiche interne di fondo sono rimaste moderate. Di conseguenza, il tasso di inflazione medio annuo si è portato all'1,6 per cento, in aumento rispetto allo 0,3 del 2009.

In questo contesto, nel 2010 e agli inizi del 2011 il Consiglio direttivo ha mantenuto invariato il tasso applicato alle operazioni

di rifinanziamento principali sul livello storicamente basso dell'1 per cento fissato nel maggio 2009, in linea con la valutazione che nel 2010 le prospettive di inflazione a medio termine rimanevano coerenti con la stabilità dei prezzi. Le aspettative di crescita più favorevoli e le dinamiche di breve periodo dell'inflazione non venivano dunque percepite come un rischio per la stabilità dei prezzi a medio termine. Gli andamenti della moneta e del credito confermavano la valutazione che le pressioni inflazionistiche sarebbero rimaste contenute oltre un orizzonte di breve periodo. Le aspettative di inflazione restavano saldamente ancorate in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine. Ciò costituisce un riscontro positivo circa l'alto grado di credibilità della politica monetaria della BCE.

Per quanto concerne le misure di politica monetaria non convenzionali adottate dall'Eurosistema in risposta alla crisi finanziaria, il miglioramento delle condizioni dei mercati finanziari nel 2009 e nei primi mesi del 2010 ha consentito alla BCE di ridimensionare il proprio ruolo di intermediazione. Acute tensioni finanziarie sono riaffiorate in maggio. Questi andamenti potrebbero essere interpretabili come il risultato di crescenti timori dei mercati circa la sostenibilità delle finanze pubbliche soprattutto in Grecia, con chiari segnali di contagio in altri mercati dei titoli di Stato all'interno dell'area dell'euro. La liquidità si è prosciugata in tali segmenti del mercato secondario del debito in euro. Inoltre, la revisione dei *rating* e il calo dei prezzi hanno comportato frequenti richieste di margini e una svalutazione contabile delle attività detenute dal sistema bancario, determinando improvvise e nette riduzioni di valore delle garanzie bancarie. I mercati dei contratti pronti contro termine del settore privato hanno finito per risentirne. I differenziali tra tassi di interesse del mercato monetario si sono nuovamente ampliati, mentre i volumi del segmento *overnight* si sono ridotti, i differenziali denaro-lettera si sono accresciuti

e i mercati delle obbligazioni garantite e delle obbligazioni societarie ne sono stati influenzati. In risposta, il Consiglio direttivo ha reintrodotto alcune misure non convenzionali che erano state gradualmente abbandonate, o per le quali si era già stabilito di procedere in tal senso. In particolare, l'Eurosistema ha deciso di mantenere la procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti nelle regolari operazioni di finanziamento a più lungo termine a tre mesi per il periodo compreso tra fine maggio e fine dicembre e ha annunciato una nuova operazione di rifinanziamento a sei mesi con piena aggiudicazione degli importi, che è stata condotta in maggio. Sono state inoltre ripristinate le linee di *swap* per uno scambio temporaneo di liquidità con il Federal Reserve System statunitense ed è stato varato il Programma per i mercati dei titoli finanziari. Quest'ultimo ha consentito all'Eurosistema di intervenire nei mercati dei titoli per contribuire a ristabilire un più adeguato funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria in caso di disfunzione di segmenti del mercato. Gli effetti sulla liquidità derivanti dagli acquisti effettuati in tale ambito sono stati pienamente neutralizzati da operazioni settimanali di assorbimento di liquidità.

Quanto alla riforma finanziaria, nel 2010 sono state intraprese misure significative per rafforzare la capacità di tenuta del settore finanziario. A livello mondiale, il programma ambizioso concordato dai ministri e governatori del G20 ha dato l'impulso per arrivare ai traguardi conseguiti. L'accordo sul pacchetto Basilea 3, raggiunto dal Comitato di Basilea e approvato dal Gruppo dei Governatori delle banche centrali e dei Capi della vigilanza, comporta un notevole rafforzamento dei requisiti in materia di patrimonio e liquidità per le banche, ponendosi come chiave di volta del nuovo quadro di vigilanza prudenziale. La BCE sostiene appieno il nuovo quadro e ritiene che l'applicazione graduale del pacchetto Basilea 3, secondo quanto convenuto, debba costituire una priorità fondamentale.

Un altro importante fronte di intervento per rafforzare la capacità di tenuta del sistema finanziario è rappresentato dai lavori svolti dal Consiglio per la stabilità finanziaria (*Financial Stability Board*, FSB) nella definizione di un quadro integrato per la riduzione dei rischi e delle esternalità connessi alle istituzioni finanziarie di rilevanza sistemica. La BCE, in quanto membro dell'FSB, ritiene importante l'elaborazione di un quadro di riferimento adeguato che assicuri un alto grado di coerenza internazionale, promuovendo un contesto di parità concorrenziale e limitando al minimo il rischio di arbitraggio regolamentare.

Nel 2010 ha acquisito slancio la riforma del quadro di riferimento per la prevenzione, la gestione e la risoluzione delle crisi. La riforma mira all'attuazione del quadro per il coordinamento delle politiche e al perfezionamento dell'assetto di regolamentazione dell'UE. La BCE ha attivamente contribuito ai lavori e l'Eurosistema ha sostenuto lo sviluppo di un quadro di risoluzione delle crisi a livello dell'UE.

L'istituzione del Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS), il 16 dicembre 2010, ha rappresentato per l'Europa una tappa fondamentale nel trarre insegnamento dalla crisi. Il CERS svolgerà funzioni di vigilanza macroprudenziale nell'UE, individuerà, valuterà e classificherà secondo priorità i rischi sistemici, formulerà segnalazioni e raccomandazioni applicando un principio di *act or explain* (in base al quale in caso di inazione si richiede di fornire debite motivazioni). Insieme alle nuove autorità europee di vigilanza (AEV) e alle autorità nazionali di vigilanza, il CERS forma parte del nuovo Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF). La BCE assicura le funzioni di Segretariato del CERS e mette a disposizione di quest'ultimo un supporto analitico, statistico, logistico e amministrativo. I lavori di predisposizione del CERS sono iniziati, presso la BCE, con l'istituzione del Segretariato preparatorio il 1° marzo 2010. L'organo decisionale del CERS ha tenuto la sua prima riunione il 20 gennaio 2011.

La BCE ha seguito a contribuire alle principali iniziative intraprese sul piano delle politiche e della regolamentazione per rafforzare la stabilità delle infrastrutture dei mercati finanziari, con particolare riguardo agli strumenti derivati negoziati fuori borsa. Nell'aprile 2010 la BCE ha pubblicato un rapporto sugli insegnamenti tratti dalla crisi finanziaria in relazione al funzionamento delle infrastrutture dei mercati finanziari in Europa. Da una valutazione dei sistemi di pagamento di importanza sistemica condotta dalle banche centrali è inoltre emerso che le procedure di continuità operativa e comunicazione in caso di crisi sono mantenute su standard elevati dai rispettivi gestori. La BCE ha altresì seguito a svolgere un ruolo di catalizzatore per le attività del settore privato agevolando l'azione collettiva. Per quanto riguarda l'Area unica dei pagamenti in euro (*Single Euro Payments Area*, SEPA) la BCE ha sostenuto con forza il lavoro svolto dai legislatori europei per conferire lo slancio necessario al completamento del progetto. Un elemento fondamentale ai fini dell'adozione tempestiva e ordinata della SEPA è il regolamento che fisserà le date definitive per la migrazione, nelle quali cesserà l'uso degli strumenti di pagamento nazionali.

Per quanto riguarda i servizi di banca centrale, l'Eurosistema gestisce la piattaforma unica per i pagamenti di importo rilevante Target2, che agevola il regolamento lordo in tempo reale delle operazioni in euro e consente a 23 banche centrali dell'UE e alle rispettive comunità di utenti di beneficiare della medesima gamma completa e avanzata di servizi. Nel 2010 sono stati compiuti progressi notevoli per quanto concerne il programma dell'Eurosistema inteso alla realizzazione di una nuova soluzione di regolamento multivalutaria per le operazioni in titoli, denominata *Target2-Securities* (T2S). Nel corso dell'anno sono state approfondite o risolte questioni fondamentali sul piano delle politiche, ad esempio con la decisione in materia tariffaria e la creazione di un assetto di *governance* che definisce le modalità di partecipazione al futuro sviluppo e all'operatività di T2S per l'Eurosistema, le banche centrali dei paesi non

appartenenti all'area dell'euro, i depositari centrali di titoli e gli operatori di mercato. I lavori sono proseguiti anche per l'istituzione di una piattaforma unica (CCBM2) destinata alla movimentazione delle garanzie nell'Eurosistema. Tale piattaforma, la cui entrata in funzione è prevista per il 2013, consentirà all'Eurosistema di offrire alle propri e controparti una gestione delle garanzie efficiente e adeguata 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 2010 era pari a 1.421,5 unità equivalenti a tempo pieno, rispetto a 1.385,5 alla fine del 2009. L'incremento è principalmente riconducibile ai nuovi compiti assegnati alla BCE in relazione al Segretariato del CERS e alle attività generali di supporto fornite a quest'ultimo. I membri del personale della BCE, provenienti da tutti i 27 Stati membri dell'UE, sono assunti mediante campagne di selezione aperte, per coprire posizioni vacanti annunciate nel sito Internet della Banca. Nel 2010, in linea con la politica di mobilità della BCE, 204 membri del personale si sono ricollocati internamente in una diversa posizione lavorativa mentre 8 sono stati distaccati presso altre organizzazioni per un'esperienza professionale esterna; a 36 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 costante acquisizione e lo sviluppo di capacità e competenze da parte di tutti i membri del personale hanno continuato a rappresentare una pietra angolare della strategia di gestione delle risorse umane della BCE.

Gli sviluppi attinenti alla cultura aziendale si sono incentrati sulla diversità e sull'etica professionale. La BCE è pienamente impegnata a valorizzare la diversità e ha reso pubblica la propria politica in materia. Nel 2010 è entrata in vigore una nuova versione del quadro etico per i membri del personale della BCE.

Il 19 maggio 2010 si è svolta la cerimonia di posa della prima pietra che ha inaugurato ufficialmente le opere di costruzione principali per la nuova sede della BCE. Agli inizi del 2010 sono state concluse con successo le procedure di gara d'appalto e sono stati conferiti contratti di esecuzione dei lavori per circa l'80 per cento dei costi di costruzione calcolati, entro i limiti di bilancio previsti. Il completamento della nuova sede è programmato per la fine del 2013.

Per quanto riguarda il bilancio, nel 2010 la BCE ha registrato un risultato lordo di 1,33 miliardi di euro, rispetto a 2,22 miliardi nell'esercizio precedente. Il Consiglio direttivo ha deciso di trasferire, al 31 dicembre 2010, un importo di 1,16 miliardi di euro al fondo di accantonamento a fronte dei rischi di cambio, di tasso di interesse, di credito e di prezzo dell'oro, che ha così raggiunto il livello massimo di 5,18 miliardi di euro, pari al valore della quota di capitale della BCE versata dalle BCN dell'area dell'euro alla stessa data. L'entità del fondo viene riesaminata con cadenza annuale. In seguito a tale trasferimento, la BCE ha chiuso con un utile netto di 170 milioni di euro per l'esercizio 2010. 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 2011



Jean-Claude Trichet



Veduta da est della nuova sede della BCE: sullo sfondo il centro della città di Francoforte sul Meno.

CAPITOLO I

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

I DECISIONI DI POLITICA MONETARIA

Nel 2010 l'Eurosistema ha dovuto nuovamente affrontare un contesto molto impegnativo, in presenza di rinnovate turbolenze nei mercati finanziari. Gravi tensioni sono state registrate in alcuni mercati obbligazionari dell'area dell'euro, in particolare dal maggio del 2010, di riflesso alla crisi del debito sovrano. Fra gli sviluppi positivi, le prospettive di inflazione sono rimaste moderate, in assenza di spinte deflazionistiche o inflazionistiche nell'orizzonte temporale rilevante per la politica monetaria. Nel corso del 2010 l'inflazione misurata sullo IAPC è gradualmente aumentata, collocandosi a un tasso medio dell'1,6 per cento, contro lo 0,3 del 2009. La dinamica economica ha evidenziato andamenti relativamente favorevoli, specie se si tiene conto della grave recessione del 2009, e in generale i risultati economici emersi dai dati pubblicati e dalle indagini condotte nel 2010 sono stati migliori del previsto. Alla luce di tale quadro, il Consiglio direttivo ha considerato appropriato l'orientamento accomodante della politica monetaria e ha pertanto lasciato immutati i tassi di interesse di riferimento della BCE sui livelli storicamente bassi raggiunti a maggio del 2009. Per tutto il 2010 il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sui depositi presso la banca centrale e sulle operazioni di rifinanziamento marginale

sono rimasti rispettivamente all'1,00, allo 0,25 e all'1,75 per cento (cfr. figura 1).

Esaminando più in dettaglio gli andamenti dei tassi di interesse dall'intensificazione della crisi finanziaria successiva al fallimento dell'istituzione finanziaria statunitense Lehman Brothers il 15 settembre 2008, è possibile individuare alcune date fondamentali che hanno segnato l'inizio di una nuova fase della crisi (cfr. figura 2).

Sviluppi positivi nel funzionamento del mercato monetario nel corso del 2009 hanno spianato la strada alla rimozione a inizio 2010 di alcune fra le misure non convenzionali adottate per migliorare il corretto operare del meccanismo di trasmissione della politica monetaria. A maggio del 2010 si è aperta tuttavia una nuova fase della crisi. Di fronte all'accrescersi delle preoccupazioni sui mercati circa la sostenibilità dei conti pubblici, particolarmente in alcuni paesi dell'area dell'euro, i mercati obbligazionari di quei paesi hanno subito gravi disfunzioni. In considerazione del ruolo svolto dai mercati dei titoli di Stato nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria, la BCE ha avviato il Programma per il mercato dei titoli finanziari (*Securities Markets Programme*) e reintrodotta alcune delle misure

Figura 1 Tassi di interesse della BCE e tasso di interesse overnight dell'euro

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

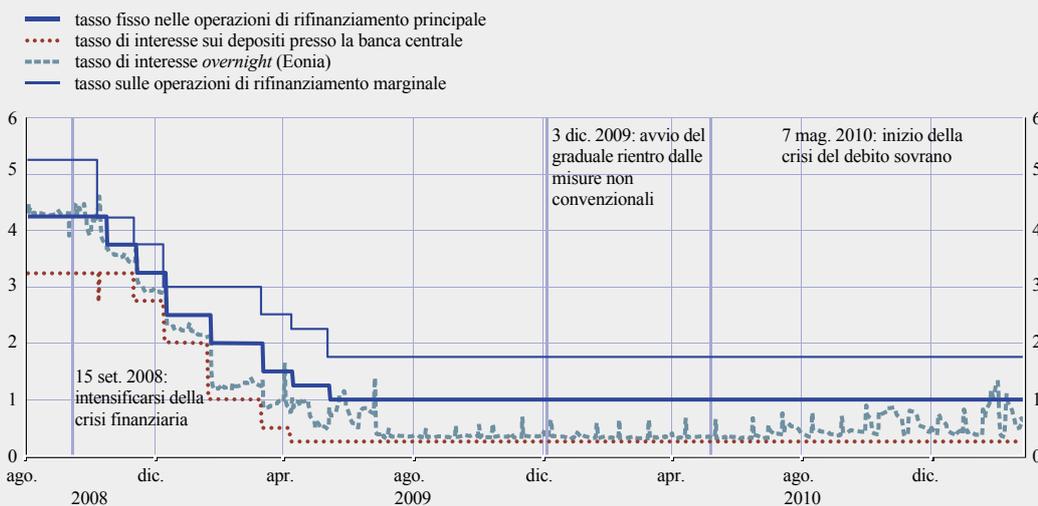
- tasso minimo/fisso di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali
- ... tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale
- - - tasso di interesse overnight (Eonia)
- tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale



Fonti: BCE e Thomson Reuters.

Figura 2 | I tassi di interesse dopo l'intensificarsi della crisi finanziaria

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



Fonti: BCE e Thomson Reuters.

non convenzionali revocate nei mesi precedenti (cfr. riquadro 1). Il programma, come tutte le misure non convenzionali adottate dall'ottobre del 2008 nel periodo di grande tensione sui

mercati finanziari, ha natura temporanea ed è coerente con il mandato del Consiglio direttivo di mantenere la stabilità dei prezzi nel medio termine.

Riquadro 1

LE MISURE NON CONVENZIONALI NEL 2010¹

Le misure non convenzionali di politica monetaria adottate dalla BCE hanno rappresentato una risposta straordinaria a circostanze eccezionali. Esse sono state concepite e strutturate come misure di natura temporanea. Agli inizi del 2010 infatti alcune di esse, non più necessarie, sono state revocate. La decisione era stata presa dal Consiglio direttivo nel dicembre 2009 a fronte delle migliorate condizioni nei mercati finanziari e delle evidenze di un ritorno a una maggiore normalità nel funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Più specificamente, il Consiglio direttivo aveva deciso che: l'operazione di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) con scadenza a dodici mesi di dicembre 2009 sarebbe stata l'ultima con quella scadenza; si sarebbe effettuata solo un'altra ORLT a sei mesi, a marzo del 2010; le ORLT supplementari a tre mesi sarebbero state sospese. Inoltre, a febbraio del 2010 la BCE, in coordinamento con altre banche centrali, ha sospeso le operazioni temporanee di immissione di liquidità in valuta, mentre a marzo è stato deciso di ripristinare la procedura d'asta a tasso variabile nelle ORLT a tre mesi. Infine, il Programma di acquisto di obbligazioni garantite avviato nel maggio del 2009 per il periodo di un anno, il quale prevedeva l'acquisto da parte dell'Eurosistema di obbligazioni garantite dell'area dell'euro denominate in euro per un ammontare di 60 miliardi di euro, è stato completato a giugno

¹ Per un approfondimento sulla risposta della BCE alla crisi finanziaria, dall'inizio delle turbolenze fino agli inizi di settembre, cfr. l'articolo *La risposta della BCE alla crisi finanziaria* nel numero di ottobre 2010 del Bollettino mensile della BCE.

del 2010. Al tempo stesso sono state mantenute altre misure della BCE di maggiore sostegno al credito, come la procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi per le operazioni di rifinanziamento principali.

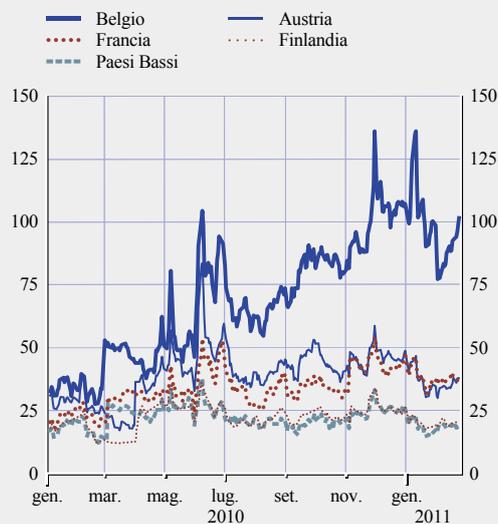
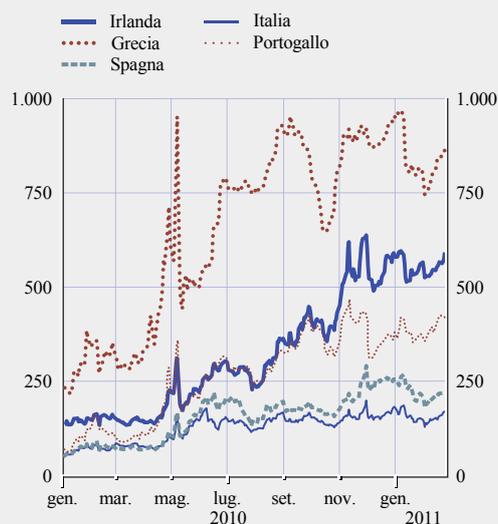
Nella primavera del 2010 sono riemerse tensioni in determinati segmenti dei mercati finanziari, in particolare in specifici mercati dei titoli di Stato dell'area dell'euro. I differenziali di rendimento tra i titoli di Stato a dieci anni di alcuni paesi dell'area e i corrispondenti titoli tedeschi hanno iniziato ad accrescersi rapidamente (cfr. la figura). L'andamento andava soprattutto ricondotto agli accresciuti timori degli operatori di mercato circa la sostenibilità dei conti pubblici di alcuni paesi dell'area, dato l'aumento del debito e dei disavanzi pubblici. L'ampliamento dei differenziali si è accelerato ad aprile e agli inizi di maggio, raggiungendo livelli mai registrati dall'avvio dell'UEM il 6 e il 7 maggio². La situazione ha portato i governi dell'area ad annunciare, il 9 maggio, il varo di un pacchetto organico di misure, fra cui la European Financial Stability Facility, un dispositivo europeo per la stabilità finanziaria.

In questo contesto, il 10 maggio l'Eurosistema ha annunciato l'avvio del Programma per i mercati dei titoli finanziari. Nell'ambito di tale programma l'Eurosistema può intervenire nei mercati dei titoli di debito pubblici e privati, al fine di assicurare spessore e liquidità in segmenti che presentano disfunzioni e di ripristinare l'adeguato funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Il mercato dei titoli di Stato svolge un ruolo fondamentale nel processo di trasmissione della politica monetaria, operando tramite i seguenti canali.

- I tassi di interesse sui titoli di Stato sono solitamente una delle determinanti principali dei tassi che le società finanziarie e non finanziarie devono offrire all'emissione delle obbligazioni (il cosiddetto "canale dei prezzi"). In presenza di gravi turbative dei mercati obbligazionari, risulta compromessa almeno parzialmente la trasmissione dei tassi di interesse a breve

Differenziali dei titoli di Stato nell'area dell'euro nel 2010 e all'inizio del 2011

(punti percentuali)



Fonte: BCE e Thomson Reuters.

Note: i differenziali riflettono i rendimenti sui titoli di Stato a dieci anni rispetto ai rendimenti di un titolo di Stato tedesco di uguale durata. Non sono disponibili dati confrontabili per i paesi dell'area dell'euro che non compaiono nella figura.

² Per ulteriori informazioni, cfr. il riquadro *Andamenti dei mercati finanziari agli inizi di maggio*, nel numero di giugno 2010 del Bollettino mensile della BCE.

termine della banca centrale ai tassi a più lungo termine, rilevanti per le decisioni di famiglie e imprese, e quindi per i prezzi.

- La netta diminuzione dei prezzi delle obbligazioni connessa al forte aumento dei tassi di interesse a lungo termine, dovuto alle tensioni sui mercati obbligazionari, genera significative perdite di portafoglio nei settori finanziari e non finanziari; nel caso delle banche, ciò riduce la loro capacità di erogare prestiti all'economia (il cosiddetto “canale di bilancio”).
- I livelli di liquidità eccezionalmente bassi nel comparto dei titoli di Stato condizionerebbero l'uso di queste attività come garanzie stanziabili nelle operazioni di rifinanziamento, ostacolando quindi anche l'erogazione di prestiti da parte delle banche (il cosiddetto “canale della liquidità”).

Si è quindi risolto di iniziare a intervenire nei mercati obbligazionari per sostenere l'adeguata trasmissione della politica monetaria all'economia reale nell'area dell'euro, facendo fronte al malfunzionamento di alcuni segmenti dei mercati dei titoli. In linea con le disposizioni del Trattato, gli acquisti di titoli di Stato da parte dell'Eurosistema sono stati rigorosamente realizzati sul solo mercato secondario.

In seguito alle dichiarazioni fatte dai governi dell'area dell'euro e dalla BCE il 9 e 10 maggio 2010, le tensioni nei mercati finanziari si sono attenuate per un breve periodo, prima che i differenziali cominciassero ad ampliarsi nuovamente in diversi paesi nel resto dell'anno.

L'aumento della liquidità prodotto dagli acquisti di obbligazioni effettuati nel contesto del Programma per i mercati dei titoli finanziari è interamente sterilizzato tramite specifiche operazioni di riassorbimento della liquidità, poiché lo scopo del programma non è l'immissione di liquidità aggiuntiva nel sistema bancario. Il programma pertanto non incide sul livello di liquidità prevalente, né sui tassi del mercato monetario (in altre parole, sull'orientamento di politica monetaria), e non comporta pertanto rischi inflazionistici. Alla fine del 2010 l'Eurosistema era intervenuto nei mercati obbligazionari per un ammontare di 73,5 miliardi di euro, e aveva assorbito contestualmente nel mercato monetario un volume di liquidità di pari ammontare.

In aggiunta a questa misura non convenzionale, il 3 maggio la BCE ha sospeso, con riferimento ai titoli obbligazionari emessi o garantiti dallo Stato greco, l'applicazione della soglia minima di *rating* richiesta per la loro ammissione a garanzia delle operazioni di rifinanziamento; la decisione è intervenuta dopo l'adozione di un programma di sostegno alla Grecia da parte di UE e FMI. Inoltre, sempre agli inizi di maggio la BCE ha reintrodotta alcune misure non convenzionali revocate in precedenza, al fine di evitare ricadute negative dai mercati delle obbligazioni sovrane nazionali ad altri mercati finanziari. Vi era il rischio che il normale funzionamento dei mercati venisse compromesso, in particolare il collegamento iniziale fra la banca centrale e le istituzioni creditizie nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Ciò avrebbe gravemente ridotto la capacità delle banche, fonte primaria di finanziamento nell'area dell'euro, di fornire credito all'economia reale. Nello specifico, l'Eurosistema ha reintrodotta la procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi nelle ORLT regolari a tre mesi per il periodo con decorrenza dalla fine di maggio e sempre in maggio è stata condotta una nuova operazione di rifinanziamento a sei mesi con piena aggiudicazione degli importi. Sono state altresì ripristinate le linee di *swap* per il temporaneo scambio di valute con il Federal Reserve System.

A fronte delle perduranti tensioni in alcuni segmenti dei mercati dei titoli di Stato e del permanere di una elevata incertezza, il Consiglio direttivo ha deciso, nelle riunioni di settembre e dicembre 2010, che, rispettivamente nell'ultimo trimestre del 2010 e nel primo trimestre del 2011, tutte le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine dell'Eurosistema sarebbero state condotte mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi. I tassi applicati a queste operazioni sono stati fissati ai tassi medi delle operazioni di rifinanziamento principali condotte nell'arco della durata delle rispettive operazioni. Per tutto il 2010 le operazioni di rifinanziamento principali sono state condotte a tasso fisso e con piena aggiudicazione degli importi.

Dopo la forte contrazione subita tra il 2008 e il 2009, la crescita economica nell'area dell'euro è tornata positiva alla fine del 2009 ed è aumentata nel 2010. Nella prima metà del 2010 i tassi di crescita trimestrale del PIL in termini reali sono stati superiori alle attese, in parte grazie al notevole sostegno apportato dagli incentivi fiscali e dall'orientamento accomodante della politica monetaria, ma anche per effetto della ripresa dell'attività economica mondiale. In linea con le attese, nella seconda metà dell'anno la crescita economica si è lievemente moderata, ma la dinamica di fondo della ripresa dell'area dell'euro è rimasta positiva. Nel complesso, il PIL in termini reali dell'area dell'euro è aumentato di circa l'1,7 per cento nel 2010, dopo una contrazione del 4,1 per cento nel 2009.

Le pressioni inflazionistiche sono rimaste moderate nel 2010, intensificandosi leggermente tra la fine dell'anno e gli inizi del 2011. Il tasso medio annuo di inflazione è stato dell'1,6 per cento. Sono risultati degni di nota gli andamenti mese su mese del tasso di inflazione armonizzata sui dodici mesi, salito progressivamente da un minimo dello 0,9 per cento in febbraio al 2,2 per cento in dicembre. Questo graduale aumento ha riflesso soprattutto gli andamenti dei prezzi delle materie prime, riconducibili a loro volta alla ripresa dell'economia mondiale e a effetti base. Le attese di inflazione sul lungo periodo ricavate dai sondaggi e dai mercati finanziari sono rimaste sostanzialmente ancorate su 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.

Sebbene l'espansione monetaria si sia gradualmente intensificata nel 2010, la crescita di M3 è rimasta modesta, con un tasso medio dello 0,6 per cento. Ciò ha suffragato la valutazione secondo cui il ritmo dell'espansione monetaria di fondo risultava moderato e le pressioni inflazionistiche apparivano contenute nel medio termine. L'analisi monetaria usata come base per l'esame e la valutazione degli andamenti della moneta e del credito è stata notevolmente migliorata nel tempo, conferendo maggiore profondità alla strategia di politica monetaria orientata al medio periodo della BCE¹.

LA GRADUALE RIPRESA DELL'ECONOMIA E LA REVOCA DI ALCUNE MISURE NON CONVENZIONALI

Esaminando più nel dettaglio le decisioni di politica monetaria nel 2010, i dati e le analisi disponibili all'inizio dell'anno indicavano una moderata ripresa economica in atto nell'area dell'euro, in parte sostenuta da fattori temporanei e potenzialmente disomogenea. In particolare, i livelli di crescita e di inflazione nei diversi paesi dell'area dell'euro mostravano delle divergenze, ancorché minori rispetto al 2009. Tali divergenze risultavano soprattutto dai processi di riequilibrio in atto all'interno dell'area, immagine speculare degli insostenibili profili di crescita tenuti da alcuni paesi prima della crisi.

Le previsioni e le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro risultavano sostanzialmente invariate nella primavera 2010. Nelle proiezioni

¹ Per un approfondimento, cfr. l'articolo *Il rafforzamento dell'analisi monetaria*, nel Bollettino mensile della BCE di novembre 2010 e Papademos, L. e J. Stark (a cura di), *Enhancing monetary analysis*, BCE, 2010.

del marzo di quell'anno degli esperti della BCE la crescita annua del PIL in termini reali si situava fra lo 0,4 e l'1,2 per cento nel 2010 e fra lo 0,5 e il 2,5 per cento nel 2011. L'evoluzione dei prezzi sarebbe rimasta ancora contenuta nell'orizzonte temporale rilevante per la politica monetaria, con un tasso di inflazione misurato sullo IAPC compreso fra lo 0,8 e l'1,6 per cento nel 2010, e fra lo 0,9 e il 2,1 per cento nel 2011.

La verifica incrociata dei risultati dell'analisi economica con le indicazioni dell'analisi monetaria continuava a confermare la valutazione di spinte inflazionistiche modeste nel medio termine. I tassi di crescita della moneta e del credito sono rimasti contenuti, anche se quello dell'aggregato monetario riporta una decelerazione di fondo lievemente sovrastimata a causa dell'impulso che l'inclinazione accentuata della curva dei rendimenti ha dato alle riallocazioni verso attività non comprese in M3.

All'inizio del 2010 il Consiglio direttivo ha cominciato a rimuovere progressivamente le misure di liquidità non più necessarie quanto in passato, conformemente con le decisioni assunte a dicembre del 2009. In particolare, è stato diminuito il numero delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine. Questa decisione è stata adottata in un contesto caratterizzato da un miglioramento delle condizioni nei mercati finanziari, compresi quelli monetari, nel corso del 2009. Al tempo stesso, l'Eurosistema ha continuato a fornire un sostegno straordinario di liquidità al sistema bancario dell'area dell'euro, agevolando l'erogazione di credito all'economia dell'area in un contesto di perdurante incertezza. Di conseguenza, il tasso di interesse *overnight* si è mantenuto prossimo al tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale, come avvenuto dall'adozione della procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi nell'ottobre del 2008. In precedenza i tassi di interesse del mercato monetario a brevissimo termine erano stati influenzati principalmente dal tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali.

LA CRISI CHE HA COLPITO ALCUNI MERCATI DEI TITOLI DI STATO DA MAGGIO DEL 2010

Gli elevati disavanzi pubblici, la rapida crescita dei rapporti debito/PIL e l'incremento delle passività potenziali in vista delle garanzie fornite a favore delle banche hanno creato le premesse per un riaccendersi della crisi finanziaria. I mercati avevano già iniziato a risentire di crescenti pressioni verso la fine del 2009 e gli inizi del 2010, esplose poi a inizio maggio, quando i differenziali di rendimento fra alcuni titoli di Stato dell'area dell'euro e il titolo di riferimento tedesco hanno raggiunto livelli non registrati dall'introduzione dell'euro. L'aumento del differenziale è stato particolarmente accentuato per il titolo di Stato greco, ma ha interessato anche altre obbligazioni sovrane. Considerato il ruolo svolto dai mercati dei titoli di Stato nella trasmissione della politica monetaria all'economia e, in ultimo, ai prezzi, la BCE ha lanciato il Programma per il mercato dei titoli finanziari, che consente l'acquisto di titoli di Stato e di obbligazioni private da parte dell'Eurosistema.

Nonostante l'impatto della crisi del debito sovrano, nella prima metà del 2010 gli andamenti macroeconomici sono stati più favorevoli del previsto. Ciò ha determinato in generale una consistente revisione al rialzo delle previsioni e delle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro pubblicate nel seguito dell'anno, comprese quelle di giugno degli esperti dell'Eurosistema. Al contempo, le attese per il resto del 2010 erano di una moderazione dei tassi di crescita, sebbene sulla base di una dinamica di fondo positiva. Nelle proiezioni di settembre degli esperti della BCE, il tasso di crescita annuo del PIL in termini reali veniva collocato tra l'1,4 e l'1,8 per cento nel 2010, e tra lo 0,5 e il 2,4 per cento nel 2011. Le previsioni per il 2010 implicavano quindi una consistente revisione al rialzo rispetto alle proiezioni di giugno 2010 degli esperti dell'Eurosistema, che avevano collocato la crescita attesa per il 2010 fra lo 0,7 e l'1,3 per cento.

Al migliorato quadro macroeconomico hanno fatto riscontro condizioni di credito più

favorevoli. Durante l'autunno è divenuto sempre più chiaro che il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti al settore privato aveva già raggiunto un punto di svolta nel corso dell'anno. Mentre il tasso di incremento dei prestiti alle famiglie lo aveva toccato nel terzo trimestre del 2009, quello relativo ai prestiti alle società non finanziarie ha iniziato a divenire meno negativo solo nell'ultimo scorcio del 2010. Tale andamento è stato sostanzialmente in linea con l'usuale risposta ritardata, nell'arco del ciclo economico, dei prestiti alle imprese non finanziarie rispetto al livello di attività, evidenziata in precedenti fasi cicliche.

Dopo essersi sostanzialmente stabilizzato nella prima metà del 2010, l'Eonia (*euro overnight index average*) è aumentato lievemente nella seconda metà dell'anno, per effetto di una graduale riduzione della liquidità in eccesso. Poiché nel periodo la BCE ha continuato a fornire alle IFM, a fronte di garanzie idonee, quantitativi illimitati di liquidità al tasso fisso applicato alle operazioni di rifinanziamento principali, gli andamenti dell'Eonia sono stati determinati dalla domanda. Questi pertanto, non andavano considerati come un segnale di inasprimento dell'orientamento di politica monetaria. Piuttosto, la minore domanda di finanziamento delle banche presso l'Eurosistema potrebbe essere interpretata come il riflesso di un migliorato accesso alle forme di finanziamento di mercato, quali i titoli bancari e il prestito interbancario.

Verso la fine del 2010 le tensioni si sono nuovamente intensificate in determinati mercati obbligazionari, rispecchiando gli accresciuti timori relativamente alla sostenibilità dei conti pubblici di alcuni paesi dell'area dell'euro, connessi in parte al bisogno di sostegno finanziario dei sistemi bancari in difficoltà, e in parte anche all'incertezza su diversi aspetti dei meccanismi per la prevenzione e la risoluzione di crisi del debito sovrano a livello europeo. I rendimenti di alcuni titoli di Stato sono tornati ad aumentare marcatamente. Il concomitante deterioramento delle condizioni di finanziamento di diverse banche ha determinato un aumento del ricorso alla liquidità fornita dall'Eurosistema.

Le tensioni in alcuni segmenti dei mercati finanziari, e i loro potenziali effetti di propagazione all'economia reale dell'area, hanno aumentato i rischi al ribasso per le prospettive economiche relative al 2010 e al 2011 elaborate dagli esperti dell'Eurosistema lo scorso dicembre, sostanzialmente analoghe a quelle dell'esercizio previsivo di settembre degli esperti della BCE. Il Consiglio direttivo ha ritenuto che i rischi per le prospettive economiche fossero orientati verso il basso, con il perdurare di un'elevata incertezza. Oltre che alle tensioni sui mercati finanziari, i rischi al ribasso erano connessi a nuovi rincari del petrolio e di altre materie prime, alle spinte protezionistiche e alla possibile correzione disordinata degli squilibri mondiali. D'altra parte, è stato anche ritenuto possibile che il commercio internazionale cresca più rapidamente del previsto, sostenendo così le esportazioni dell'area. Al contempo il livello di fiducia delle imprese rimaneva relativamente elevato.

Riguardo all'evoluzione dei prezzi, le proiezioni di dicembre 2010 degli esperti dell'Eurosistema hanno indicato che l'inflazione misurata sullo IAPC si collocherebbe fra l'1,3 e il 2,3 per cento nel 2011. I rischi per le prospettive sulla stabilità dei prezzi erano considerati dal Consiglio direttivo sostanzialmente bilanciati, con attese di prezzi in accelerazione in prospettiva. I rischi al rialzo erano soprattutto connessi con l'andamento dei corsi sia delle materie prime energetiche, sia di quelle non energetiche. Inoltre gli aumenti delle imposte indirette e dei prezzi amministrati potrebbero risultare più ampi del previsto, data l'esigenza di risanare i conti pubblici negli anni a venire.

In questo contesto, il Consiglio direttivo ha deciso agli inizi di settembre e di dicembre 2010 di continuare a condurre, nel trimestre successivo, sia le operazioni di rifinanziamento principali, sia quelle con scadenza speciale pari a un periodo di mantenimento mediante procedure d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi. Di conseguenza, le modalità di queste operazioni di rifinanziamento sono rimaste le stesse di quelle applicate a maggio

del 2010. Nelle stesse riunioni il Consiglio direttivo ha inoltre deciso che le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine a tre mesi aggiudicate nell'ultimo trimestre del 2010 e nel successivo sarebbero state condotte mediante aste a tasso fisso e piena aggiudicazione degli importi. I tassi applicati a queste operazioni sono stati fissati ai tassi medi delle operazioni di rifinanziamento principali condotte nell'arco della durata delle rispettive operazioni.

Agli inizi del 2011 i tassi di inflazione continuavano ad aumentare, di riflesso principalmente ai rincari nei prezzi delle materie prime. A marzo il Consiglio direttivo ha concluso, sulla base dell'analisi economica, che i rischi per le prospettive degli andamenti dei prezzi propendessero verso l'alto, in presenza di un ritmo di espansione monetaria che rimaneva moderato. La dinamica di fondo dell'attività economica nell'area dell'euro rimaneva positiva, ma l'incertezza restava elevata. Si rilevava la necessità di un atteggiamento molto vigile al fine di contenere i rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi. Veniva considerato essenziale che il recente aumento dell'inflazione non innescasse pressioni inflazionistiche nel medio periodo, e che il Consiglio direttivo rimanesse preparato ad agire con determinazione e tempestività per evitare il materializzarsi di rischi alla stabilità dei prezzi nel medio periodo. Importanza fondamentale veniva data al protrarsi di un saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione.

Il Consiglio direttivo ha anche deciso di continuare a condurre le operazioni di rifinanziamento principali mediante procedure d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi, per tutto il tempo necessario, e almeno fino al 12 luglio 2011. Tali procedure rimanevano anche in uso per le operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale pari a un periodo di mantenimento, la cui continuazione veniva deliberata per tutto il tempo necessario, e almeno fino alla conclusione del secondo trimestre 2011. Il Consiglio direttivo ha inoltre deciso di continuare a condurre le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine a tre mesi,

aggiudicate nel secondo trimestre del 2011, mediante procedure d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi.

2 GLI ANDAMENTI MONETARI, FINANZIARI ED ECONOMICI

2.1 IL CONTESTO MACROECONOMICO INTERNAZIONALE

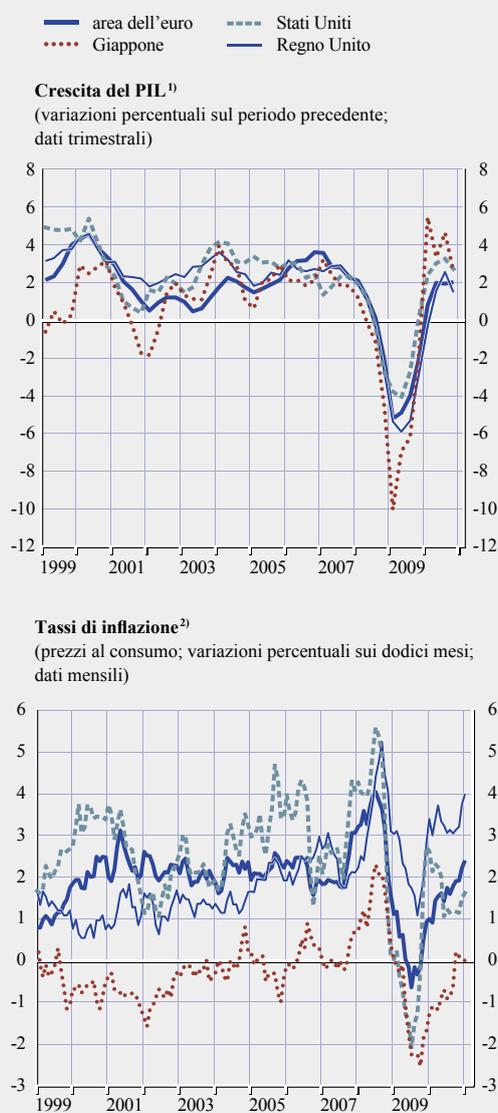
PROSECUZIONE DELLA RIPRESA MONDIALE NEL 2010

Nel 2010 l'economia mondiale ha continuato a riprendersi dalla grave recessione in cui era entrata durante la crisi finanziaria internazionale. Soprattutto nella prima metà dell'anno, la ripresa è stata sostenuta dalle misure di stimolo monetario e fiscale, dall'ulteriore normalizzazione delle condizioni di finanziamento su scala mondiale e dal miglioramento del clima di fiducia dei consumatori e delle imprese. Inoltre la ripresa economica è stata supportata dal ciclo delle scorte, in un contesto in cui le imprese ricostituivano i magazzini in risposta alle migliorate prospettive per l'economia mondiale. Di fatto, durante il periodo in esame il processo di ricostituzione delle scorte ha fornito un contributo significativo alla crescita del PIL nelle principali economie. L'indice composito mondiale dei responsabili degli acquisti (PMI) ha conseguentemente continuato a salire agli inizi del 2010 e in aprile ha raggiunto un massimo a 57,7, superiore ai livelli immediatamente precedenti l'intensificarsi della crisi economica mondiale, dopo il fallimento di Lehman Brothers a settembre 2008. Il generale miglioramento della situazione economica e la ripresa dell'attività – trainata dal settore manifatturiero – si sono associati a un forte recupero dell'interscambio mondiale, che ha trovato riflesso in tassi di crescita molto elevati delle esportazioni e delle importazioni soprattutto nella prima metà dell'anno. Il ritmo della ripresa è stato tuttavia piuttosto diseguale tra le diverse regioni. Mentre le economie avanzate hanno registrato livelli di crescita ancora abbastanza modesti, quelle emergenti, in particolare dell'Asia, hanno invece trainato la ripresa mondiale, destando persino timori di un eccessivo surriscaldamento economico in vari paesi. Anche gli indicatori dell'occupazione su scala globale sono migliorati gradualmente nel corso del 2010, dopo le diffuse perdite di posti di lavoro registrate nei due anni precedenti.

Nella seconda metà del 2010 la ripresa mondiale ha perso temporaneamente parte del suo slancio

(cfr. figura 3, riquadro superiore) al venir meno del sostegno offerto dal ciclo mondiale delle scorte e dalle azioni di stimolo fiscale, ma è sembrata maggiormente in grado di autosostenersi. Diversi paesi hanno anche annunciato misure di risanamento per far fronte alla situazione fiscale precaria.

Figura 3 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.

Il processo di correzione dei bilanci in corso in vari settori e la dinamica modesta del mercato del lavoro, soprattutto nei paesi avanzati, hanno ulteriormente frenato la ripresa dell'economia mondiale. Di conseguenza, anche l'interscambio globale ha rallentato rispetto al primo semestre. Le informazioni disponibili mostrano tuttavia un rinnovato slancio al volgere dell'anno.

Nonostante il graduale aumento dei prezzi delle materie prime, soprattutto durante il secondo semestre, nel 2010 le spinte inflazionistiche si sono mantenute modeste nelle economie avanzate (cfr. figura, riquadro inferiore) – fatte salve alcune eccezioni di rilievo, quali il Regno Unito – grazie ad aspettative di inflazione ben ancorate e all'ampia capacità produttiva inutilizzata. Nei mercati emergenti più dinamici, invece, sono state maggiormente pronunciate per motivi riconducibili in parte al rincaro delle materie prime e ai crescenti vincoli nella capacità produttiva. In presenza di perduranti timori per l'inflazione, come conseguenza del surriscaldamento economico, le banche centrali di diversi paesi emergenti hanno deciso di ritirare alcune delle misure straordinarie di gestione della liquidità introdotte in risposta alla crisi e rendere più stringente l'orientamento della politica monetaria. Le statistiche più recenti disponibili mostrano che l'inflazione al consumo complessiva sui dodici mesi nei paesi dell'OCSE è diminuita gradualmente nel 2010, da un massimo di poco superiore al 2,0 per cento in gennaio all'1,6 per cento di agosto, per poi risalire e collocarsi al 2,1 per cento in dicembre. Ciò è altresì in linea con l'evoluzione del *PMI Input Price Index*, anch'esso aumentato nella seconda metà del 2010 fino a raggiungere, in gennaio 2011, il livello più alto da quasi due anni e mezzo. L'aumento va ricondotto al rincaro dei beni alimentari ed energetici. Al netto di queste due componenti, l'inflazione al consumo sui dodici mesi nei paesi dell'OCSE ha continuato a scendere nel corso del 2010, passando dall'1,6 per cento degli inizi dell'anno all'1,2 per cento di dicembre.

STATI UNITI

Negli Stati Uniti, l'economia ha continuato a recuperare durante il 2010. Una modesta

ripresa ciclica ha acquistato vigore, grazie al considerevole stimolo impartito dalle politiche macroeconomiche e al graduale miglioramento delle condizioni finanziarie. Il PIL in termini reali è aumentato del 2,8 per cento, dopo essersi ridotto del 2,6 per cento nel 2009. La crescita della domanda interna privata è stata contenuta rispetto ai livelli storici, riflettendo la modesta espansione della spesa per consumi. Sui consumi delle famiglie hanno continuato ad agire da freno l'elevata disoccupazione, il basso livello di fiducia e gli sforzi in atto per risanare le condizioni di bilancio più critiche. Il forte recupero degli investimenti delle imprese in attrezzature e software ha fornito un contributo importante alla ripresa, sorretto da un miglior accesso al credito e dalla solida redditività delle imprese grazie alle misure di contenimento dei costi adottate durante la recessione. La crescita è stata sostenuta anche da fattori temporanei, quali le politiche attuate dal governo per promuovere la ripresa economica e dal processo di ricostituzione delle scorte. Il contributo netto dell'interscambio alla crescita del PIL è stato negativo nel 2010, poiché le importazioni sono cresciute più delle esportazioni. Il disavanzo del conto corrente, che si era notevolmente ridotto durante la recessione, ha registrato un aumento modesto agli inizi della ripresa e nei primi tre trimestri del 2010 è stato mediamente pari al 3,3 per cento del PIL (contro il 2,7 per cento del 2009). Il settore delle abitazioni non ha registrato miglioramenti: l'attività e i prezzi hanno evidenziato una crescita incerta nella prima metà dell'anno, ma sono tornati a indebolirsi nella seconda allo scadere di alcune iniziative a sostegno dell'edilizia residenziale.

Nel contesto di una ripresa economica modesta, gli andamenti dei prezzi sono rimasti moderati poiché le spinte al rialzo sui costi sono state limitate dalla perdurante debolezza nel mercato dei beni e servizi e in quello del lavoro. Il tasso di variazione sul periodo corrispondente dell'indice dei prezzi al consumo (IPC) è salito all'1,6 per cento nel 2010, da -0,4 per cento dell'anno prima, a causa dei rincari dei beni energetici. Al netto della componente alimentare ed energetica, l'inflazione misurata sull'IPC ha

continuato a scendere e nell'insieme dell'anno è stata mediamente pari all'1,0 per cento (contro l'1,7 per cento del 2009).

Il Federal Open Market Committee (FOMC) del Federal Reserve System ha mantenuto inalterato l'obiettivo per il tasso ufficiale entro un intervallo compreso tra lo zero e lo 0,25 per cento e ha continuato a prefigurare che le condizioni economiche dovrebbero giustificare livelli eccezionalmente bassi del tasso sui Federal Fund per un periodo prolungato. Gran parte delle misure speciali a sostegno della liquidità che erano state introdotte per sorreggere i mercati durante la crisi sono state disattivate e il programma di acquisto di ingenti quantitativi di strumenti connessi a mutui ipotecari si è concluso a metà 2010; tuttavia, nell'agosto dello stesso anno il FOMC ha deciso di mantenere invariato l'ammontare di titoli nel portafoglio della Federal Reserve, reinvestendo in titoli del Tesoro a più lunga scadenza i proventi dei rimborsi in conto capitale sugli strumenti di debito delle agenzie governative e sui mutui cartolarizzati garantiti dalle stesse agenzie. Ha inoltre stabilito di continuare a rinnovare questi ultimi alla scadenza. In novembre il FOMC ha poi annunciato l'intenzione di effettuare, entro la fine del secondo trimestre del 2011, ulteriori acquisti di titoli del Tesoro a più lungo termine per un importo pari a 600 miliardi di dollari con lo scopo di favorire il rafforzamento della ripresa.

Per quanto riguarda la finanza pubblica, nell'esercizio finanziario 2010 (conclusosi a settembre) il disavanzo del bilancio federale si è lievemente ridotto (all'8,9 per cento del PIL, dal 10 per cento dell'anno precedente). Ciò ha determinato un ulteriore aumento del debito federale collocato sul mercato, al 62 per cento alla fine dell'esercizio 2010, dal 53 dell'esercizio precedente. In presenza di ampi disavanzi, crescenti livelli di debito federale e ulteriori stimoli fiscali a breve termine (per 858 miliardi di dollari statunitensi), a dicembre 2010 la National Commission on Fiscal Responsibility and Reform istituita dal Presidente degli Stati Uniti ha pubblicato un rapporto contenente

proposte concrete su come fronteggiare le sfide di bilancio a medio termine e assicurare la sostenibilità dei conti pubblici nel lungo periodo.

CANADA

In Canada l'economia è cresciuta rapidamente agli inizi del 2010, dopo avere superato la recessione della metà del 2009. L'hanno sorretta la solidità della domanda interna, gli stimoli macroeconomici e il recupero delle esportazioni. Nel terzo trimestre la crescita ha tuttavia perso slancio, per l'effetto congiunto di un raffreddamento dell'attività nel settore delle costruzioni e del contributo negativo fornito dall'interscambio netto. Le condizioni del mercato del lavoro sono state relativamente favorevoli, registrando un miglioramento graduale in parallelo con il procedere della ripresa economica. Il tasso di disoccupazione, che pure è sceso al 7,6 per cento in dicembre (il livello più basso da gennaio 2009), resta tuttavia ben superiore ai livelli antecedenti la recessione. L'attività beneficia ancora del basso livello dei tassi di interesse (nonostante le misure di inasprimento adottate dalla Bank of Canada a partire dalla metà del 2010), della stabilità del mercato finanziario e della tenuta del settore bancario, con la conseguenza di un flusso costante di credito a imprese e famiglie. Per quanto riguarda i prezzi, l'inflazione sia complessiva sia di fondo sui dodici mesi misurata sull'IPC si è mantenuta all'interno dell'intervallo obiettivo dell'1-3 per cento fissato dalla banca centrale. L'inflazione complessiva ha mostrato una tendenza ascendente nella seconda metà del 2010 e in dicembre era pari al 2,4 per cento, riflettendo l'impatto del rincaro dei beni energetici e alimentari. Quella di fondo è scesa all'1,5 per cento in dicembre, dopo un lieve calo nel corso dell'anno.

GIAPPONE

In Giappone l'economia ha continuato a recuperare nei primi tre trimestri del 2010, sorretta dall'adozione di un orientamento monetario accomodante e di consistenti misure di stimolo fiscale. Il miglioramento è stato favorito anche dal vigore della domanda

mondiale, in particolare di quella proveniente dalle economie emergenti dell'Asia, soprattutto nella prima metà del 2010. Nel secondo semestre il contributo del settore estero è diminuito, per la moderazione della crescita dell'interscambio mondiale, mentre la spesa interna è rimasta sostenuta. Verso la fine dell'anno, tuttavia, la volatilità della spesa interna che ha fatto seguito al ritiro degli stimoli pubblici si è tradotta in un indebolimento della ripresa economica e in un conseguente peggioramento del clima di fiducia delle imprese. Le condizioni nel mercato del lavoro sono lievemente migliorate nel corso del 2010, anche se il tasso di disoccupazione è rimasto su livelli storicamente piuttosto elevati.

Con riferimento ai prezzi, i prezzi al consumo hanno registrato un calo sul periodo corrispondente per gran parte del 2010 a causa del volume considerevole di capacità inutilizzata nell'economia. A ottobre l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è tuttavia diventata positiva per la prima volta in quasi due anni, grazie in parte all'aumento della tassa sulle sigarette e al rincaro delle materie prime. Il tasso d'inflazione calcolato al netto della componente alimentare ed energetica è rimasto su un trend deflattivo, sebbene in misura inferiore rispetto al passato.

Nel 2010 la Banca del Giappone ha mantenuto un orientamento monetario accomodante per stimolare l'economia e contrastare la deflazione: a ottobre ha abbassato fino a un livello compreso fra lo 0,0 e lo 0,1 per cento l'obiettivo per la *call rate* sui depositi *overnight* non garantiti da collaterale e ha introdotto altre misure, quali un nuovo programma per l'acquisto di attività finanziarie, oltre a estendere l'operazione offerta di liquidità a tasso fisso. Il 15 settembre le autorità giapponesi sono intervenute sul mercato valutario per la prima volta da marzo 2004 al fine di contenere l'apprezzamento dello yen.

PAESI EMERGENTI DELL'ASIA

La tenuta dei paesi emergenti dell'Asia di fronte alla crisi economica e finanziaria mondiale è dimostrata dagli andamenti economici molto positivi della regione, che nel suo insieme ha

registrato una crescita del PIL pari al 9,1 per cento nel 2010. A fronte del graduale venir meno delle misure fiscali e monetarie di stimolo e del minore contributo delle esportazioni nette nella seconda metà dell'anno, la domanda interna del settore privato e, in particolare, gli investimenti fissi lordi sono passati a costituire la determinante principale della crescita economica (soprattutto in India e Indonesia). La dinamica dell'attività si è mantenuta complessivamente robusta nella seconda metà dell'anno, anche se il ritmo di espansione è lievemente diminuito rispetto ai sei mesi precedenti.

Dopo essersi mantenuta su livelli molto bassi nel 2009, l'inflazione al consumo è salita notevolmente nel 2010. In dicembre era pari al 5 per cento sui dodici mesi nell'insieme della regione, soprattutto a causa dell'aumento dei prezzi dei beni alimentari e delle materie prime. Gran parte delle banche centrali ha iniziato a inasprire il proprio orientamento monetario nella seconda metà dell'anno, riducendo le misure monetarie di stimolo introdotte nel 2009. Grazie all'andamento molto positivo delle variabili macroeconomiche nei paesi emergenti dell'Asia e alla minore avversione al rischio degli investitori internazionali, la regione ha anche evidenziato una forte ripresa degli afflussi di capitali. Diversi paesi sono intervenuti nei mercati valutari per arginare le conseguenti spinte verso un apprezzamento delle rispettive monete e hanno altresì introdotto controlli sui movimenti di capitali e misure macroprudenziali.

In Cina la crescita del PIL in termini reali è salita al 10,3 per cento nel 2010, dal 9,2 del 2009. L'andamento economico sostenuto riflette il crescente contributo degli investimenti privati e delle esportazioni nette, che hanno controbilanciato l'impatto negativo del graduale ritiro delle misure di stimolo. Il contributo relativo dei consumi alla crescita è tuttavia diminuito e l'avanzo del conto corrente si è ampliato in termini nominali nel 2010, a riprova del persistere di squilibri interni ed esterni. Le spinte inflazionistiche si sono accentuate nel corso dell'anno e l'inflazione sui dodici mesi

misurata sull'IPC ha raggiunto il 4,6 per cento in dicembre, soprattutto a causa del rincaro dei beni alimentari. Sono emerse pressioni sui prezzi degli immobili, sostenuti dall'abbondante liquidità, dalle condizioni creditizie ancora favorevoli e dai tassi di interesse reali negativi sui depositi. Le autorità hanno reagito con un inasprimento monetario nella seconda parte dell'anno. Ciò ha comportato tra l'altro limiti quantitativi più rigorosi al credito e un aumento dei tassi sia attivi che passivi. I maggiori afflussi di capitali, soprattutto nell'ultimo trimestre del 2010, hanno alimentato un rapido aumento delle riserve valutarie, che alla fine del 2010 erano pari a 2.850 miliardi di dollari. Il 19 giugno la Cina è tornata a un regime di cambio più flessibile per il renminbi, che nel 2010 si è apprezzato del 3,6 per cento sul dollaro statunitense e del 4,7 per cento in termini effettivi reali (deflazionati in base all'IPC).

AMERICA LATINA

In America latina l'economia ha continuato a crescere rapidamente nel 2010. L'espansione del PIL è stata particolarmente robusta nella prima metà dell'anno, grazie soprattutto al vigore della domanda interna che ha più che compensato il contributo fortemente negativo di quella estera (circa 3 punti percentuali nel terzo trimestre). Successivamente, la crescita ha registrato una lieve perdita di slancio con il venir meno delle misure di stimolo e in seguito al rallentamento della domanda estera. Nei primi tre trimestri del 2010 il PIL della regione in termini reali è cresciuto mediamente del 6,0 per cento rispetto al periodo corrispondente. Gli investimenti lordi, compreso l'accumulo delle scorte, e i consumi privati hanno costituito le determinanti principali della crescita nella regione. Gli investimenti sono stati favoriti dalle migliorate prospettive per l'economia, dall'aumento dei prezzi delle materie prime, dal calo dei tassi di interesse reali e dalla maggiore disponibilità di finanziamenti in alcuni paesi, grazie al sostegno fornito dai prestiti delle banche a partecipazione pubblica. I consumi privati hanno tratto beneficio dal rapido miglioramento sia del clima di fiducia sia dell'occupazione e dei salari reali.

All'inizio del 2010, nonostante differenze consistenti tra le diverse economie, l'inflazione si è notevolmente avvicinata ai rispettivi obiettivi in gran parte dei paesi con strategie basate su obiettivi di inflazione, pur in presenza di una riduzione degli *output gap*. Tuttavia, nel contesto di forte espansione economica e di aumento dei prezzi delle materie prime, le spinte inflazionistiche si sono accentuate nella parte successiva dell'anno e alcuni paesi hanno iniziato a ritirare parte delle misure di stimolo monetario adottate durante la crisi. A partire da aprile, diverse banche centrali della regione hanno avviato un ciclo di innalzamenti dei tassi di interesse ufficiali. In presenza di un perdurante 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 ridotti, i corsi azionari sono notevolmente aumentati e i flussi finanziari hanno registrato una ripresa, determinando un apprezzamento delle valute della regione. Alla fine dell'anno, poiché tassi di interesse più elevati avrebbero potuto alimentare forti afflussi di capitali e alla luce di andamenti economici mondiali ancora incerti, alcuni paesi hanno interrotto il processo di inasprimento dei tassi e fatto ricorso a misure diverse (ad esempio accumulo di riserve, politiche macroprudenziali e controlli sui movimenti di capitali) per contenere gli afflussi di capitali.

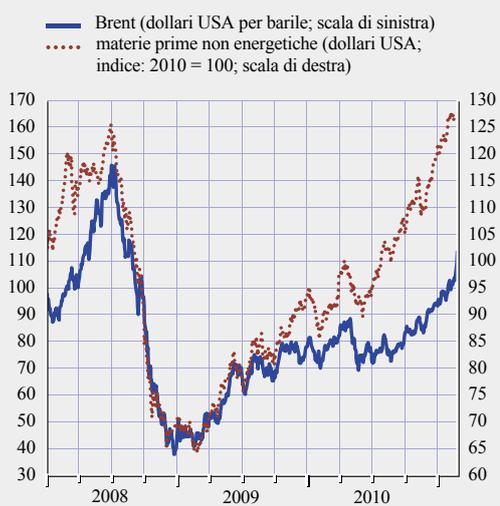
AUMENTO DEI CORSI DELLE MATERIE PRIME NEL 2010

Nella prima metà del 2010 i corsi petroliferi si sono mantenuti sostanzialmente stabili, pur in presenza di una certa volatilità, e hanno poi iniziato a salire costantemente a partire da agosto. Il 25 febbraio 2011 la quotazione del greggio di qualità Brent ha raggiunto i 113 dollari per barile (dai 78 dollari di inizio 2010), un livello sostanzialmente simile a quello osservato a maggio del 2008. Nell'insieme dell'anno il prezzo medio del greggio di qualità Brent è stato pari a 80 dollari al barile, superiore del 29 per cento alla media dell'anno precedente.

L'aumento dei corsi petroliferi si inserisce sullo sfondo di una ripresa della domanda mondiale di petrolio, iniziata e rafforzata nel corso del 2010, con il sostegno sia del recupero dell'economia su scala internazionale, sia delle condizioni meteorologiche nell'emisfero settentrionale nella seconda parte dell'anno. La crescita della domanda ha anche comportato una rivalutazione delle prospettive circa il suo andamento futuro, che sono apparse molto migliori rispetto a un anno prima e hanno indotto a prefigurare condizioni più tese sul mercato. Lo attestano le ripetute revisioni al rialzo delle proiezioni dell'Agenzia internazionale per l'energia per la domanda sia delle economie emergenti, sia di quelle sviluppate. Dal lato dell'offerta, la produzione in Nord America e nei paesi dell'ex Unione Sovietica si è dimostrata superiore al previsto mentre l'OPEC ha deciso di non aumentare le quote di produzione nel 2010 nonostante l'elevato margine di capacità inutilizzata. In una condizione di domanda sostenuta, ciò ha determinato un sostanziale decumulo delle scorte nei paesi dell'OCSE, che si sono tuttavia mantenute su livelli storicamente elevati. Nei primi mesi del 2011, gli sviluppi geopolitici in Nord Africa e in Medio Oriente hanno reso più stringenti le condizioni dal lato dell'offerta, accelerando quindi l'incremento dei prezzi.

I prezzi delle materie prime non energetiche sono anch'essi aumentati nel 2010 (cfr. figura 4), in presenza di una robusta domanda nelle economie emergenti e di vincoli dal lato dell'offerta. Le quotazioni dei metalli – in particolare rame, nichel e stagno – hanno registrato incrementi significativi, sorrette altresì dal vigore delle importazioni dei paesi emergenti. Anche le quotazioni dei prodotti alimentari – soprattutto granoturco, zucchero e frumento – sono cresciute, per i vincoli dal lato dell'offerta. In termini aggregati, nel 2010 i prezzi in dollari statunitensi delle materie prime non energetiche a fine febbraio 2011 erano saliti del 36 per cento rispetto all'inizio del 2010.

Figura 4 Principali andamenti dei prezzi delle materie prime



Fonti: Bloomberg e Hamburg Institute of International Economics.

2.2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

L'ESPANSIONE MONETARIA HA MOSTRATO SEGNALE DI UNA TIMIDA RIPRESA

Il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato M3 nel suo complesso è diventato positivo nel corso del 2010, portandosi in dicembre all'1,7 per cento a fronte del -0,3 per cento di fine 2009. L'andamento implica una ripresa nella dinamica monetaria, sebbene l'incertezza circa il suo vigore sia aumentata verso la fine del 2010 poiché l'espansione ha risentito di alcuni fattori straordinari (trasferimenti a *bad bank*² e attività nel settore dei contratti pronti contro termine dovuta a operazioni interbancarie condotte mediante controparti centrali). Nell'insieme, gli andamenti monetari nel 2010 sono attribuibili in larga misura a tre fattori economici: la ripresa dell'attività economica; un calo dell'effetto al ribasso esercitato

2 In senso lato, le "bad bank" sono schemi appositamente istituiti e sostenuti dai governi per agevolare la rimozione dai bilanci bancari di attività soggette a rischio di drastica svalutazione o difficili da valutare.

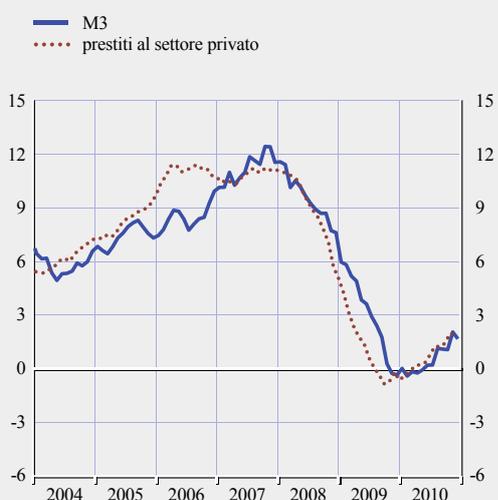
dall'inclinazione della curva dei rendimenti (nel 2010 non c'è stata una chiara riallocazione di fondi su vasta scala da strumenti compresi in M3 ad attività finanziarie che non rientrano in tale aggregato); un effetto frenante derivante dal riassorbimento della liquidità monetaria accumulata in precedenza. Dal lato delle contropartite, il tasso di incremento sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato è aumentato nel 2010 raggiungendo l'1,9 per cento in dicembre, dal -0,2 per cento della fine dell'anno precedente (cfr. figura 5). La dinamica modesta dei prestiti al settore privato ha riflesso la stabilizzazione del tasso di incremento dei prestiti alle famiglie e un lieve rafforzamento di quello dei prestiti alle società non finanziarie. La crescita sostanzialmente parallela di M3 e dei prestiti indica che il calo dell'espansione monetaria di fondo, che coglie l'andamento monetario tendenziale rilevante ai fini della segnalazione dei rischi per quanto riguarda la stabilità dei prezzi, si è gradualmente esaurito nel 2010 e ha ceduto il posto a una moderata ripresa.

L'IMPATTO DELLA PRONUNCIATA INCLINAZIONE DELLA CURVA DEI RENDIMENTI SI È INDEBOLITO

L'evoluzione del profilo dei tassi di interesse ha influenzato, oltre alle riallocazioni tra le attività comprese e non comprese in M3, anche le ricomposizioni all'interno di tale aggregato. Il graduale incremento osservato nel tasso di crescita sui dodici mesi di M3 cela tendenze nettamente divergenti tra i tassi delle sue componenti (cfr. figura 6). Il tasso di espansione di M1 è diminuito in misura significativa nel 2010, pur rimanendo su livelli fortemente positivi (4,4 per cento in dicembre), mentre quello degli strumenti negoziabili e dei depositi a breve termine diversi dai depositi *overnight* (M3-M1) è diventato notevolmente meno negativo (-1,5 per cento in dicembre). Di conseguenza, il divario tra questi due tassi di incremento si è ristretto in misura significativa a 6,1 punti percentuali in dicembre, da 22,0 punti percentuali a fine 2009, per effetto in larga parte degli andamenti dei tassi di interesse (cfr. figura 7). Il tasso di interesse sui depositi *overnight* è rimasto sostanzialmente stabile nel

Figura 5 M3 e prestiti al settore privato

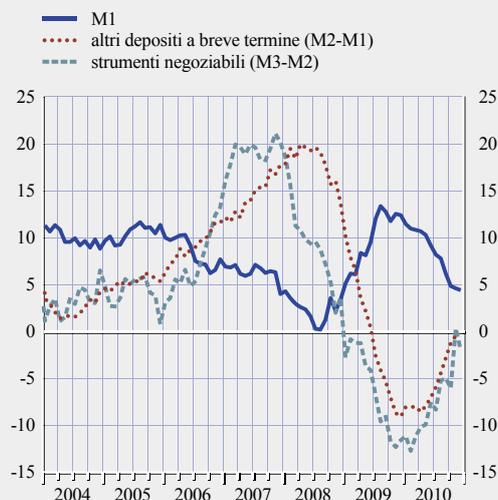
(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

Figura 6 Principali componenti di M3

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



Fonte: BCE.

corso dell'anno, mentre la remunerazione dei depositi con durata prestabilita fino a due anni è notevolmente aumentata e il tasso di interesse sui depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi ha evidenziato un incremento marginale. Pertanto, il costo opportunità di detenere i depositi più liquidi contenuti in M3 è aumentato e all'interno di questo aggregato si è esaurito il processo di riequilibrio a favore di tali depositi. Nel 2010 l'impatto della pronunciata inclinazione della curva dei rendimenti si è attenuato, determinando un calo delle riallocazioni su vasta scala a favore di attività finanziarie non comprese in M3, che ha interessato principalmente gli strumenti negoziabili e i depositi a breve termine diversi da quelli *overnight*. Di conseguenza, il tasso di crescita sui dodici mesi di queste attività è diventato meno negativo. L'espansione degli strumenti negoziabili è stata altresì favorita da una maggiore attività nell'ambito dei contratti pronti contro termine, in particolare nella parte finale dell'anno, che ha in gran parte riflesso operazioni interbancarie condotte tramite controparti centrali (classificate come intermediari finanziari non monetari diversi dalle società di assicurazione e dai fondi pensione e denominate AIF).

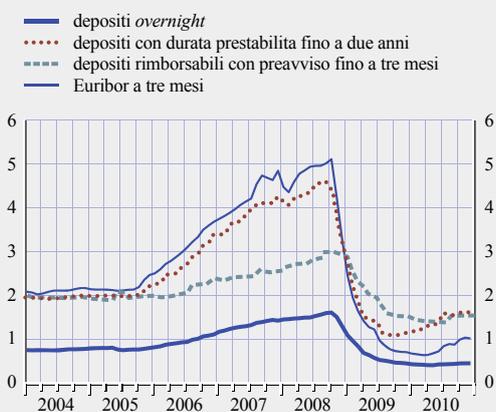
GLI ANDAMENTI TENDENZIALI DELLE DISPONIBILITÀ MONETARIE PER SETTORE SONO RIMASTI DIVERGENTI

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"). L'inversione di tendenza osservata nel tasso di crescita sui dodici mesi di M3 nel 2010 ha rispecchiato in larga misura un contributo particolarmente cospicuo degli AIF. Il tasso di espansione delle disponibilità di M3 detenute dagli AIF è aumentato significativamente, portandosi al 10,8 per cento in dicembre a fronte del -3,1 per cento a fine 2009. Tale incremento è imputabile in gran parte a ingenti operazioni interbancarie pronti contro termine nel secondo e nel quarto trimestre e ad afflussi sempre più consistenti verso depositi *overnight* fino al quarto trimestre dell'anno.

Diversamente da quanto accaduto per gli AIF, il tasso di espansione sui dodici mesi dei depositi di M3 delle famiglie è marginalmente diminuito in dicembre all'1,9 per cento, dal 2,0 per cento di fine 2009 (cfr. figura 8). Questa dinamica cela una flessione nella prima metà dell'anno e

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

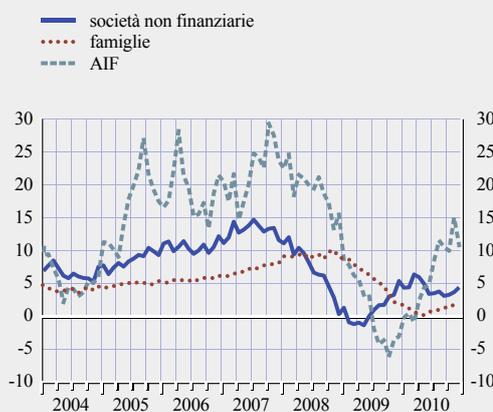
(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

Figura 8 Depositi per settore

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



Fonte: BCE.

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

una ripresa nella seconda metà. Gli andamenti delle disponibilità di M3 detenute dalle famiglie nel 2010 vanno ricondotti in larga misura alla dinamica dei tassi di interesse. Il calo osservato nel tasso di crescita dei depositi di M3 delle famiglie nella prima metà dell'anno è ascrivibile a flussi più moderati verso i depositi *overnight* perché è venuto meno l'impatto della pronunciata inclinazione della curva dei rendimenti. La lieve ripresa registrata nella seconda metà dell'anno ha rispecchiato un calo significativo dei deflussi per i depositi con durata prestabilita fino a due anni poiché si è ristretto il differenziale tra la remunerazione di questi ultimi e quella dei depositi a risparmio a breve termine e di altri depositi non compresi in M3.

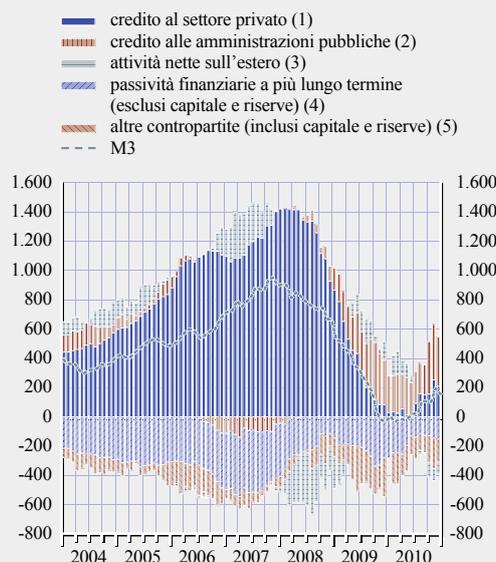
Nel 2010 è diminuito anche il tasso di incremento sui dodici mesi dei depositi di M3 delle società non finanziarie facendo registrare una certa volatilità nella prima metà dell'anno, con andamento decrescente, e aumentando solo lievemente nella seconda metà. In dicembre si è collocato al 4,4 per cento, dal 5,4 di un anno prima. L'andamento delle consistenze di M3 detenute dalle società non finanziarie va ascritto alla ripresa dell'attività economica e potrebbe essere legato anche alla dinamica dei prestiti, poiché le imprese potrebbero aver utilizzato i depositi per ridurre il debito oppure per sostituire il credito bancario nella prima metà dell'anno. È possibile che il flusso positivo dei prestiti nel secondo semestre abbia consentito alle imprese di ricostituire le riserve di liquidità verso la fine dell'anno.

IL CREDITO AL SETTORE PRIVATO HA EVIDENZIATO UNA LIEVE ACCELERAZIONE

Per quanto concerne le contropartite di M3, il tasso di crescita sui dodici mesi del credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro è lievemente aumentato nel 2010, portandosi in dicembre al 3,4 per cento dal 2,5 dello stesso mese di un anno prima (cfr. figura 9). L'aumento, verificatosi principalmente nella seconda metà dell'anno, ha rispecchiato in prevalenza una lieve ripresa osservata nel tasso di espansione del credito al settore privato. Il tasso di incremento del credito alle amministrazioni

Figura 9 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.

pubbliche ha concluso l'anno su un livello sostanzialmente pari a quello rilevato a fine 2009, nonostante l'andamento calante per gran parte del 2010. Quest'ultimo ha rispecchiato la riduzione degli acquisti di titoli pubblici da parte delle IFM, in assenza di un'ulteriore accentuazione dell'inclinazione della curva dei rendimenti e alla luce delle tensioni nei mercati. Tale tendenza ha subito un'inversione nel quarto trimestre dell'anno, quando il credito alle amministrazioni pubbliche è bruscamente aumentato a seguito delle attività trasferite alle *bad bank*³.

La lieve ripresa dell'espansione del credito al settore privato ha riflesso principalmente il lento ma costante rafforzamento del tasso di incremento sui dodici mesi dei prestiti.

³ Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro *Il trasferimento di attività alle bad bank: analisi aggiornata dell'impatto sul credito delle IFM al settore privato* nel numero di gennaio 2011 del Bollettino mensile della BCE.

Per contro, la crescita dei titoli del settore privato diversi da azioni detenuti dalle IFM è ulteriormente calata nella prima metà del 2010, a causa del minore livello di cartolarizzazione. Tale attività ha mostrato segni di ripresa nella seconda metà dell'anno, riflettendo in parte i trasferimenti tra IFM e *bad bank*, contribuendo alla stabilizzazione dei titoli del settore privato diversi da azioni detenuti dalle IFM.

Il tasso di incremento sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato (la maggiore componente del credito al settore privato) è cresciuto gradualmente dal tasso marginalmente negativo rilevato a fine 2009 e si è collocato all'1,9 per cento in dicembre (cfr. figura 5). L'andamento sarebbe in linea con una moderata ripresa della domanda di prestiti e troverebbe altresì conferma nell'evidenza disponibile sull'evoluzione dei criteri per la concessione del credito. A tale riguardo, l'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro suggerisce che i fattori che incidono dal lato dell'offerta si sono indeboliti nel corso dell'anno. Dato il basso livello di attività di cartolarizzazione, la differenza tra il tasso di crescita complessivo dei prestiti al settore privato e quello corretto per la cancellazione dei prestiti dai bilanci delle IFM è stata modesta nel 2010.

A livello settoriale, la ripresa del tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti al settore privato è principalmente attribuibile ai prestiti al settore privato non finanziario, ossia famiglie e società non finanziarie. In dicembre il tasso di incremento dei prestiti alle famiglie si è collocato al 2,9 per cento (in aumento dall'1,3 per cento di fine 2009), mentre quello dei prestiti alle società non finanziarie al -0,2 per cento (dal -2,2 per cento di dicembre 2009). Il tasso di espansione dei prestiti agli AIF è progressivamente aumentato nella seconda metà dell'anno. Tale andamento si può attribuire principalmente a un incremento delle operazioni interbancarie pronti contro termine condotte tramite controparti centrali che ha dato luogo a un'espansione proporzionale dei prestiti delle IFM a questi intermediari finanziari.

La ripresa della crescita dei prestiti al settore privato nella prima metà dell'anno è imputabile prevalentemente alla dinamica dei prestiti alle famiglie, determinata quasi interamente da un recupero dei mutui per l'acquisto di abitazioni. Ciò è coinciso con un rialzo del tasso di incremento dei prezzi degli immobili residenziali. Il perdurare del recupero dei prestiti al settore privato non finanziario nella seconda metà dell'anno è dovuto soprattutto all'inversione di tendenza osservata nell'espansione dei prestiti alle società non finanziarie (sebbene il tasso di crescita sia rimasto negativo). Se corretto per la cancellazione dei prestiti dai bilanci delle IFM (che ha rispecchiato in gran parte trasferimenti a *bad bank*), il tasso di incremento dei prestiti alle società non finanziarie sarebbe diventato positivo nel 2010.

Nel complesso, gli andamenti dei prestiti al settore privato non finanziario nel 2010 sono rimasti sostanzialmente in linea con le regolarità storiche del ciclo economico. Il punto di svolta nell'espansione dei prestiti alle famiglie si verifica in genere agli inizi del ciclo economico, mentre quello nella crescita dei prestiti alle società non finanziarie tende a mostrare uno sfasamento temporale. I dati trimestrali relativi al tasso di incremento sul periodo corrispondente dei prestiti alle società non finanziarie indicano che questo ha raggiunto il punto di svolta nel secondo trimestre del 2010, un anno dopo quello dei prestiti delle famiglie. In linea con gli episodi precedenti, l'aumento dei prestiti alle società non finanziarie nel 2010 è probabilmente connesso alla crescita osservata negli investimenti societari e nel fabbisogno di spesa nel contesto di un miglioramento delle attese delle imprese e della ripresa dell'attività economica. Potrebbe altresì rispecchiare le variazioni dell'appetibilità relativa del finanziamento sul mercato, poiché i rendimenti societari hanno parzialmente risentito degli incrementi associati alla crisi del debito sovrano. Allo stesso tempo, la dinamica dei prestiti ha mostrato differenze tra i paesi dell'area dell'euro, forse per effetto di una ripresa economica disomogenea tra i vari paesi e settori economici

dell'area, forse a causa di differenze tra i settori nella necessità e nel ricorso ai prestiti bancari, in alternativa alla raccolta di fondi mediante l'autofinanziamento e/o il finanziamento sul mercato (cfr. il riquadro 2 per un confronto tra

i recenti sviluppi del tasso di crescita dei prestiti al settore privato non finanziario e delle sue principali componenti, con il comportamento osservato durante due precedenti episodi di declino e ripresa economica).

Riquadro 2

CONFRONTO TRA GLI ANDAMENTI RECENTI DEI PRESTITI DELLE IFM AL SETTORE PRIVATO NON FINANZIARIO E QUELLI DI PRECEDENTI EPISODI DI DECLINO E RIPRESA ECONOMICA

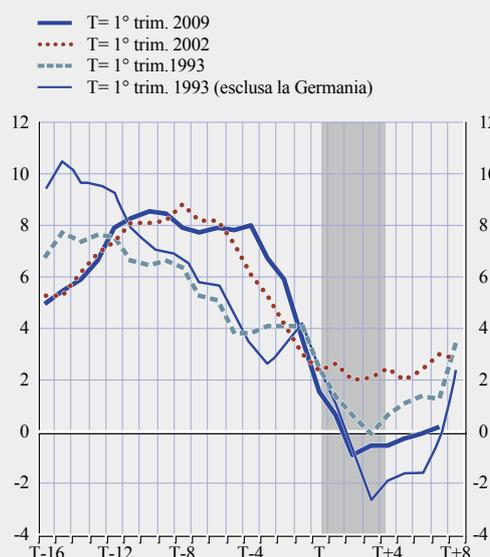
L'entità e la natura della contrazione economica seguita alla crisi finanziaria hanno reso verosimile la presenza di andamenti eccezionali dei prestiti delle IFM. A tale riguardo, questo riquadro mette a confronto i recenti andamenti del tasso di crescita annua dei prestiti al settore privato non finanziario e delle loro principali componenti con quelli seguiti durante due precedenti episodi di declino e ripresa economica: i primi anni novanta e i primi anni duemila. Al fine di accrescere la comparabilità rispetto all'entità di questi andamenti, il riquadro prende in esame i prestiti delle IFM in termini reali (utilizzando il deflatore del PIL).

Andamenti dei prestiti totali al settore privato non finanziario

Il tasso di crescita annua dei prestiti reali al settore privato non finanziario è calato di circa 9 punti percentuali (dal punto di massimo a quello di minimo) durante la recente recessione, terminando in territorio negativo. Questo calo è stato considerevolmente più vigoroso di quelli osservati durante le contrazioni economiche dei primi anni novanta e dei primi anni duemila, quando il tasso di crescita aveva segnato una diminuzione compresa fra 6 e 7 punti percentuali, mantenendosi positivo (cfr. figura A). In aggiunta, gran parte del recente calo si è verificata in un periodo di tempo relativamente breve (sei trimestri), al confronto con le diminuzioni più estese nel tempo del passato (sedici trimestri nei primi anni novanta e nove trimestri nei primi anni 2000). Ciò nonostante, né l'entità né la rapidità del calo più recente appaiono eccessive se si considera la gravità dell'ultima recessione. Il tasso di crescita annua del PIL in termini reali è infatti diminuito nell'arco di un anno di quasi 9 punti percentuali, a fronte di un calo di 6 punti percentuali su quattro anni

Figura A Crescita annua dei prestiti delle IFM in termini reali al settore privato non finanziario durante i principali episodi di rallentamento e ripresa dell'attività economica osservati dal 1990

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: l'area ombreggiata rappresenta l'intervallo di confidenza intorno al trimestre medio in anticipo/ritardo nel quale la correlazione tra i tassi di crescita annui delle rispettive serie di prestiti e il PIL reale si colloca al livello più alto. Queste fasce di confidenza sono calcolate aggiungendo/sottraendo al coefficiente di correlazione l'errore standard. Cfr. anche la nota a piè di pagina 1 nel testo. "T" rappresenta il trimestre in cui il ciclo di crescita del PIL in termini reali ha raggiunto il suo livello minimo.

nei primi anni novanta e di 4 punti percentuali nell'arco di quasi due anni nei primi anni duemila (cfr. figura B).

Il fatto che il tasso di crescita annua dei prestiti al settore privato non finanziario sia divenuto negativo è inusuale, ma non senza precedenti per i paesi dell'area dell'euro. Nella recessione dei primi anni novanta tali prestiti erano stati sostenuti dalla crescita significativa del credito alle famiglie tedesche all'indomani della riunificazione. Al netto del settore privato non finanziario della Germania, il tasso di crescita annua dei prestiti reali al settore privato non finanziario sarebbe invece calato di 13 punti percentuali, portandosi su livelli più negativi di quelli osservati durante la recente recessione (cfr. figura A).

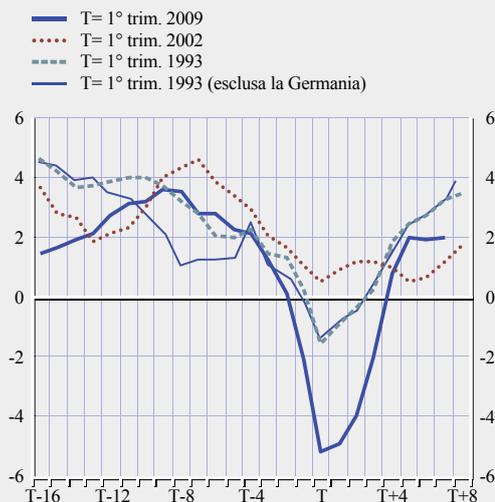
Il punto di svolta nel tasso di crescita annua dei prestiti reali al settore privato non finanziario è stato raggiunto nel terzo trimestre del 2009, in linea con le regolarità cicliche¹. Sia nel caso della recessione più recente sia in quella dei primi anni duemila, la ripresa dei prestiti al settore privato non finanziario ha avuto luogo due trimestri dopo il punto di svolta della crescita del PIL in termini reali, mentre quella dei primi anni novanta si è verificata tre trimestri dopo tale punto di svolta.

Andamenti dei prestiti alle famiglie

Rispetto ai precedenti episodi di debole attività economica, durante le recenti recessione e ripresa gli andamenti dei prestiti alle famiglie hanno svolto un ruolo più importante nel determinare l'evoluzione generale dei prestiti al settore privato non finanziario. Il calo dal massimo al minimo segnato dal tasso di crescita annuo dei prestiti in termini reali alle famiglie è stato più pronunciato in occasione della recente recessione e ha portato il tasso su livelli negativi, riflettendo un più severo rallentamento del mercato degli immobili residenziali (cfr. figura C). Il punto di svolta

Figura B Crescita annua del PIL in termini reali durante i principali episodi di rallentamento e ripresa dell'attività economica osservati dal 1990

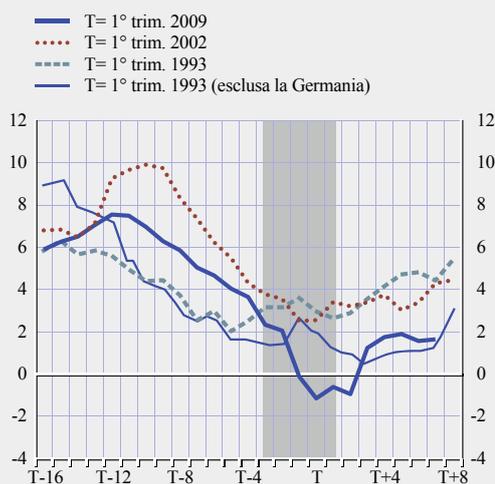
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Figura C Crescita annua dei prestiti delle IFM in termini reali alle famiglie durante i principali episodi di rallentamento e ripresa dell'attività economica osservati dal 1990

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: l'area ombreggiata rappresenta l'intervallo di confidenza intorno al trimestre medio in anticipo/ritardo nel quale la correlazione tra i tassi di crescita annui delle rispettive serie di prestiti e il PIL reale si colloca al livello più alto. Queste fasce di confidenza sono calcolate aggiungendo/sottraendo al coefficiente di correlazione l'errore standard. Cfr. anche la nota a piè di pagina 1 nel testo. "T" rappresenta il trimestre in cui il ciclo di crescita del PIL in termini reali ha raggiunto il suo livello minimo.

¹ 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 della BCE.

del tasso di crescita annua dei prestiti in termini reali alle famiglie si è avuto nel terzo trimestre del 2009, due trimestri dopo la ripresa del tasso di crescita annua del PIL in termini reali, ossia lievemente più tardi rispetto agli altri due periodi considerati e con modalità diverse dalla relazione tipicamente osservata fra i prestiti reali alle famiglie e il PIL reale.

Un punto di svolta relativamente tardivo del tasso di crescita annua dei prestiti reali alle famiglie non è tuttavia senza precedenti. Nei primi anni novanta il tasso di crescita annua dei prestiti reali alle famiglie dell'area dell'euro esclusa la Germania non ha toccato un chiaro punto di svolta prima di tre trimestri dopo la ripresa del tasso di crescita annua del PIL reale. Lo stesso periodo si è caratterizzato altresì per un calo dei prezzi delle abitazioni, che ha seguito aumenti significativi in vari paesi dell'area: in entrambi i casi, la ripresa tardiva potrebbe riflettere il parziale riequilibrio dei bilanci da parte delle famiglie e delle banche. In tutti i periodi considerati, la ripresa del tasso di crescita annua dei prestiti reali alle famiglie è stata trainata dai prestiti per l'acquisto di abitazioni.

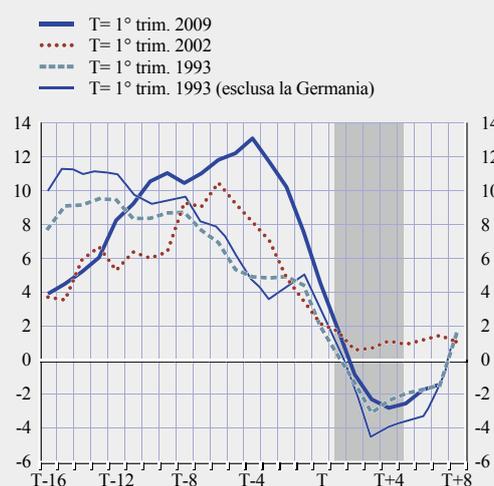
Andamenti dei prestiti alle imprese non finanziarie

La tendenza complessiva del tasso di crescita annua dei prestiti alle imprese non finanziarie durante il recente episodio è stata sostanzialmente analoga a quella degli episodi precedenti (cfr. figura D). Tuttavia, il calo è stato di maggiore entità, dal momento che la flessione del tasso dal punto di massimo al punto di minimo è stata di 15 punti percentuali, contro 10 e 12 punti percentuali rispettivamente nei primi anni novanta e nei primi anni duemila. La diminuzione significativa del credito in termini reali alle società non finanziarie durante la recente recessione riflette la sostanziale contrazione osservata nell'attività economica, specie nei settori delle costruzioni e immobiliare, nonché il maggiore ricorso alle fonti di finanziamento basate sul mercato². Tali settori sono tipicamente molto dipendenti dai prestiti e negli ultimi anni sono stati un'importante determinante del credito alle imprese non finanziarie dell'area dell'euro a causa delle forti espansioni del mercato delle abitazioni in vari paesi dell'area.

Il punto di svolta nel tasso di crescita annua dei prestiti in termini reali alle società non finanziarie si è verificato agli inizi del 2010, quattro trimestri dopo la ripresa del tasso di crescita annua del PIL in termini reali, sostanzialmente in linea con le regolarità storiche, seppur leggermente in ritardo rispetto

Figura D Crescita annua dei prestiti delle IFM in termini reali alle società non finanziarie durante i principali episodi di rallentamento e ripresa dell'attività economica osservati dal 1990

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: l'area ombreggiata rappresenta l'intervallo di confidenza intorno al trimestre medio in anticipo/ritardo nel quale la correlazione tra i tassi di crescita annui delle rispettive serie di prestiti e il PIL reale si colloca al livello più alto. Queste fasce di confidenza sono calcolate aggiungendo/sottraendo al coefficiente di correlazione l'errore standard. Cfr. anche la nota a piè di pagina 1 nel testo. "T" rappresenta il trimestre in cui il ciclo di crescita del PIL in termini reali ha raggiunto il suo livello minimo.

² Cfr. il riquadro *Andamenti del mercato immobiliare nell'area dell'euro e relativo impatto sui prestiti al settore privato* nel numero di maggio 2010 del Bollettino mensile della BCE.

agli altri due episodi considerati. Sebbene il tasso di crescita annua dei prestiti reali alle società non finanziarie sia rimasto leggermente negativo a fine 2010, il suo recupero è stato più rapido e sostenuto rispetto ai primi anni novanta. Come nei periodi precedenti la ripresa della dinamica dei prestiti è stata determinata da un sensibile miglioramento del tasso di crescita annua dei prestiti a breve termine.

Conclusioni

L'entità della recente riduzione del tasso di crescita annua dei prestiti al settore privato non finanziario è stata sostanziale in termini assoluti; essa è tuttavia in linea con le precedenti contrazioni economiche se vengono considerate le flessioni relative del PIL in termini reali. Gli andamenti del tasso di crescita annua dei prestiti reali alle famiglie sono risultati leggermente insoliti: tale tasso è calato in maniera piuttosto vigorosa portandosi su livelli negativi e ha raggiunto il punto di svolta successivamente alla ripresa del tasso di crescita annua del PIL reale. Entrambi questi aspetti riflettono probabilmente il particolare ruolo ricoperto dal mercato immobiliare nella recente recessione. Nel complesso, gli andamenti dei prestiti reali delle IFM al settore privato non finanziario sono stati sostanzialmente in linea con quelli osservati durante i precedenti periodi di declino e ripresa economica.

Tra le altre contropartite di M3, il tasso di crescita sui dodici mesi delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (esclusi capitale e riserve) detenute dal settore detentore di moneta è diminuito considerevolmente nel corso dell'anno e si è collocato al 3,0 per cento in dicembre, dal 6,0 per cento di fine 2009. L'andamento è stato evidente soprattutto nei depositi a lungo termine (sia quelli rimborsabili con preavviso superiore a tre mesi sia quelli con durata prestabilita di oltre due anni), ma anche nei titoli di debito delle IFM a più lungo termine (con scadenza superiore a due anni). Il rallentamento osservato per i depositi a più lungo termine ha probabilmente rispecchiato il fatto che la loro remunerazione è diventata meno appetibile in seguito al lieve appiattimento della curva dei rendimenti nel corso dell'anno, mentre quello rilevato per i titoli a più lungo termine potrebbe essere connesso al livello più elevato di rischio percepito per i titoli delle IFM.

Infine, la posizione netta sull'estero delle IFM dell'area dell'euro ha registrato un ulteriore calo nel 2010, diminuendo di 89 miliardi di euro. Tale andamento è imputabile a un flusso negativo delle attività sull'estero che ha più che compensato il calo osservato nelle passività

esterne. Nel complesso, ciò significa che l'interazione del settore detentore di moneta con il resto del mondo attraverso le IFM dell'area dell'euro ha dato luogo a un afflusso netto di capitali.

LE CONDIZIONI DEL MERCATO MONETARIO SONO MIGLIORATE NONOSTANTE UNA CERTA VOLATILITÀ

Nel 2010 l'andamento dei tassi del mercato monetario nell'area dell'euro ha risentito di vari fattori. Nel complesso, l'Eurosistema ha continuato a offrire sostegno di liquidità straordinario alle banche dell'area. Dati i miglioramenti osservati nelle condizioni dei mercati finanziari nel corso del 2009, l'Eurosistema ha incominciato, agli inizi del 2010, a revocare gradualmente le misure non convenzionali di politica monetaria che non erano più ritenute necessarie, dando luogo così a una riduzione della scadenza media delle operazioni di immissione di liquidità. Tuttavia, la crisi del debito sovrano in maggio ha causato gravi tensioni nei mercati dei titoli di Stato di alcuni paesi dell'area dell'euro, con effetti avversi sul meccanismo di trasmissione della politica monetaria, come rispecchiavano i livelli più elevati di rischio di credito e di liquidità percepito. Per far fronte al malfunzionamento

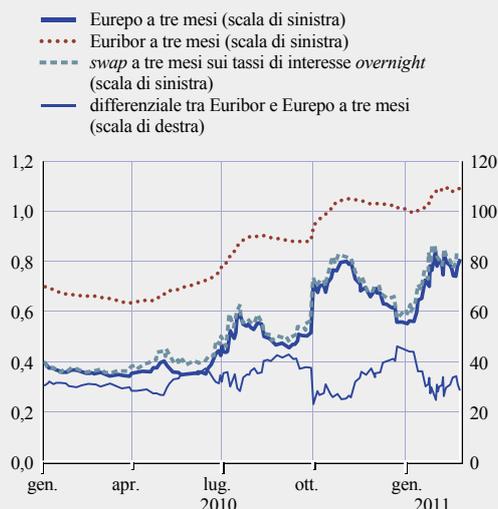
dei mercati dei titoli e ripristinare un adeguato meccanismo di trasmissione della politica monetaria, l'Eurosistema ha lanciato il Programma per i mercati dei titoli finanziari e ha riattivato alcune misure non convenzionali che aveva precedentemente revocato. Nel riquadro 1 sono descritte le misure non convenzionali utilizzate nel 2010, che sono state essenziali per limitare il contagio per quanto attiene ai tassi del mercato monetario. Nella seconda metà dell'anno il rientro automatico di misure non convenzionali in seguito alla scadenza delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine a sei e dodici mesi ha dato luogo a un calo dell'eccesso di liquidità e a un rialzo dei tassi del mercato monetario.

Sia i tassi sui depositi privi di garanzia sia quelli sui depositi garantiti sono lievemente diminuiti su tutte le scadenze nel primo trimestre del 2010, per poi aumentare notevolmente nella parte restante dell'anno. Più specificatamente, considerando i tassi a tre mesi sui depositi non garantiti, l'Euribor a tre mesi si collocava in prossimità dello 0,70 per cento agli inizi di gennaio 2010, è sceso allo 0,63 per cento a fine marzo ed è poi aumentato all'1,09 per cento il 25 febbraio 2011 (cfr. figura 10). Per quanto riguarda il segmento dei depositi garantiti del mercato monetario, l'Eurepo a tre mesi si collocava allo 0,40 per cento circa agli inizi di gennaio 2010, per poi calare lievemente nel primo trimestre dell'anno e situarsi allo 0,34 per cento a fine marzo. Ha poi registrato un forte aumento a un massimo dello 0,80 per cento ai primi di novembre ed è quindi diminuito a circa lo 0,56 per cento a inizio gennaio 2011, risalendo nuovamente portandosi allo 0,81 per cento il 25 febbraio.

A seguito di questi andamenti, nell'intero corso dell'anno il differenziale tra i tassi del mercato monetario sui depositi garantiti e non garantiti è risultato volatile, situandosi il 25 febbraio 2011 su un livello leggermente inferiore rispetto a inizio gennaio 2010. La volatilità è tuttavia rimasta elevata in termini storici. Nel corso del 2010 e all'inizio del 2011 il differenziale tra l'Euribor e l'Eurepo sulla scadenza a tre mesi ha

Figura 10 Eurepo, Euribor e swap sui tassi di interesse overnight a tre mesi

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



Fonti: BCE, Bloomberg e Thomson Reuters.

oscillato tra 23 e 46 punti base, iniziando il 2010 a circa 30 punti base e collocandosi a 28 punti base il 25 febbraio 2011 (cfr. figura 10).

Quanto ai tassi del mercato monetario a brevissimo termine, l'andamento dell'Eonia nel 2010 ha rispecchiato in larga misura il fatto che l'Eurosistema ha mantenuto il generoso sostegno alla liquidità fornito alle banche dell'area dell'euro dall'ottobre 2008. Tranne che in pochi casi, l'Eonia è rimasto, in presenza di un considerevole eccesso di liquidità, ben al di sotto del tasso fisso applicato nelle operazioni di rifinanziamento principali e nelle ORLT dell'Eurosistema e prossimo al tasso applicato ai depositi presso la banca centrale (cfr. figura 11). Verso la fine di giugno, quando sono giunte a scadenza le ORLT a sei mesi e un anno e le banche hanno deciso di non rinnovare integralmente la liquidità in scadenza, la liquidità in eccesso si è ridotta e l'Eonia ha iniziato a mostrare una certa volatilità. Con il ridursi dei livelli di eccesso di liquidità, l'Eonia ha evidenziato la tendenza a seguire un profilo più marcato nell'arco di ogni singolo periodo di mantenimento: a inizio periodo l'Eonia si

colloca su livelli più elevati, poi gradualmente diminuendo con l'approssimarsi della fine del periodo. Questo profilo è fortemente connesso alla preferenza delle banche ad assolvere all'obbligo di riserva all'inizio del periodo di mantenimento delle riserve, una scelta che si è osservata sin dall'inizio delle turbolenze nell'agosto 2007. Tale anticipazione (cosiddetto "front-loading") non ha avuto ripercussioni sui tassi di mercato durante il periodo di dodici mesi corrispondente alla durata della prima ORLT a un anno (da metà 2009 a metà 2010), quando l'eccedenza di liquidità era su livelli senza precedenti, ma ha nuovamente influito sui tassi quando la liquidità in eccesso è diminuita nella seconda metà del 2010. L'Eonia è rimasto volatile fino al 2011 e il 25 gennaio ha superato il tasso sulle ORP per la prima volta dal giugno 2009. Inoltre, durante l'intero anno si sono osservati gli occasionali picchi sia alla fine dei periodi di mantenimento sia alla fine dei periodi di aggiustamento nella gestione della tesoreria (ovvero, alla fine dell'anno).

NEL 2010 I MERCATI DEI TITOLI DI STATO HANNO AVUTO FORTI TENSIONI IN ALCUNI PAESI DELL'AREA DELL'EURO

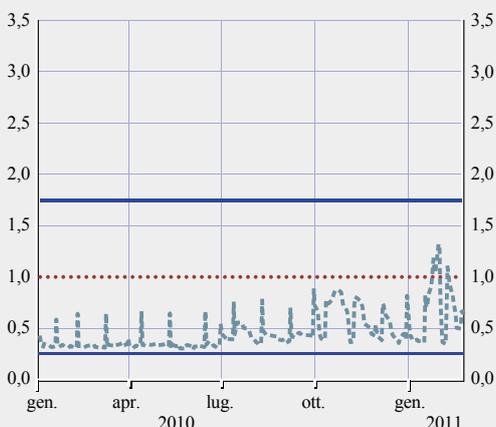
Nel 2010 i prezzi nei mercati delle obbligazioni sono stati determinati in generale da due principali andamenti. Il primo, specifico dell'area dell'euro, è iniziato con l'insorgere di turbolenze nei mercati del debito sovrano di vari paesi dell'area dell'euro. Il secondo, di natura assai più ampia, va ricercato nell'atteso rallentamento della crescita economica mondiale nella seconda metà dell'anno.

Alla fine del 2010 i rendimenti sui titoli di riferimento a dieci anni negli Stati Uniti e nell'area dell'euro (con rating AAA) si sono collocati su livelli pressoché analoghi, compresi tra il 3,2 e il 3,4 per cento. Nell'insieme, hanno concluso l'anno su valori di circa 50 e 40 punti base inferiori a quelli osservati nelle rispettive regioni economiche a fine 2009 (cfr. figura 12). Il calo complessivo dei rendimenti cela andamenti contrastanti nel corso dell'anno,

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

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

- tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale
- tasso fisso nelle operazioni di rifinanziamento principale
- tasso di interesse overnight (Eonia)
- tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale

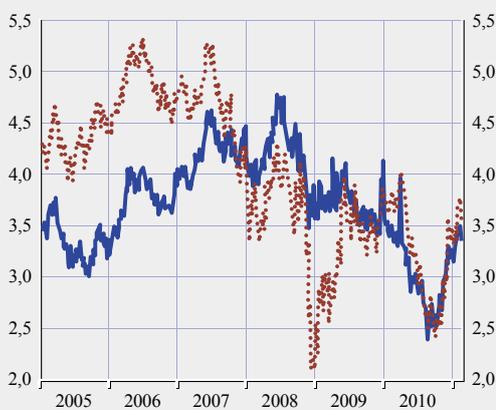


Fonti: BCE, Bloomberg e Thomson Reuters.

Figura 12 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine

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

- area dell'euro
- Stati Uniti



Fonti: Bloomberg, EuroMTS, Thomson Reuters e BCE.

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

ossia una prolungata fase di flessione fino a fine agosto, seguita da un marcato recupero soprattutto verso la fine dell'anno. Intorno alla fine di agosto, quando è cessata la fase calante, i rendimenti erano scesi rispettivamente di circa 140 e 120 punti base al di sotto dei livelli di fine 2009. A seguito di questi andamenti contrastanti, la volatilità implicita dei rendimenti obbligazionari ha registrato notevoli variazioni nel corso del 2010, raggiungendo un massimo in maggio e settembre e crescendo in generale dal 5 al 7 per cento, in media, nelle due aree economiche. Nonostante questo incremento, il livello della volatilità nel 2010 è stato di gran lunga inferiore ai valori registrati verso la fine del 2008 e nella prima metà del 2009, quando ha superato in media il 10 per cento in entrambe le aree.

È degno di nota il fatto che, nel complesso, le variazioni nei rendimenti dei titoli di Stato decennali nel corso del 2010 sono state in genere piuttosto simili negli Stati Uniti e nell'area dell'euro, sebbene la loro correlazione abbia mostrato significative differenze. Più specificatamente, la correlazione è stata piuttosto modesta nei primi quattro mesi dell'anno, poiché i rendimenti sono stati sostanzialmente stabili negli Stati Uniti mentre sono diminuiti nell'area dell'euro. Nella parte restante dell'anno, soprattutto da luglio, quando i rendimenti hanno mostrato una convergenza verso valori analoghi nelle due aree economiche e hanno iniziato a muoversi in parallelo, la correlazione è aumentata. In questa parte dell'anno la crescita dell'attività economica è stata piuttosto vigorosa in entrambe le aree, come riflesso, tra l'altro, dal fatto che i corsi azionari negli Stati Uniti e nell'area dell'euro hanno avuto un'evoluzione praticamente parallela. Nello stesso periodo, tuttavia, i rendimenti sui titoli di Stato dell'area dell'euro con *rating* AAA sono stati spinti al ribasso da considerazioni connesse alla fuga verso investimenti sicuri derivanti dalla menzionata turbolenza in alcuni mercati del debito sovrano dell'area dell'euro, mentre i rendimenti statunitensi sono saliti riflettendo l'espansione economica in atto. Infatti, una rivalutazione del vigore della ripresa economica

negli Stati Uniti e il temporaneo attenuarsi delle turbolenze nel mercato del debito sovrano dell'area dell'euro hanno favorito una maggiore sincronia negli andamenti dei rendimenti obbligazionari sulle due sponde dell'Atlantico. Verso la fine dell'anno, tuttavia, quando si è percepito che l'attività economica mondiale era nuovamente in fase di recupero, come segnalato fra l'altro da un aumento del Global PMI di dicembre, i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni degli Stati Uniti sono aumentati più rapidamente di quelli dell'area dell'euro. Questo andamento si è riflesso nei mercati azionari: le quotazioni statunitensi sono aumentate a un ritmo più sostenuto, forse per effetto dei timori degli investitori che le istituzioni finanziarie europee, in particolare, potessero subire perdite in conto capitale a causa delle tensioni che stavano di nuovo riaffiorando nel mercato del debito sovrano dell'area.

Per quanto riguarda più specificatamente le variazioni registrate nel corso dell'anno, approssimativamente tra metà novembre 2009 e gli inizi di aprile 2010 i mercati dei titoli di Stato negli Stati Uniti e nell'area dell'euro hanno seguito andamenti in parte diversi: i rendimenti sono aumentati di circa 50 punti base negli Stati Uniti, mentre quelli dell'area dell'euro sono diminuiti di 25 punti circa. In questa parte dell'anno ci si attendeva che i tassi di politica monetaria su entrambe le sponde dell'Atlantico rimanessero su bassi livelli per un prolungato periodo di tempo mentre i dati macroeconomici pubblicati confermavano che la ripresa della crescita era sostenuta. Dati questi andamenti, le variazioni contrastanti registrate dai rendimenti delle obbligazioni a lungo termine nelle due aree è riconducibile principalmente alle crescenti preoccupazioni circa la sostenibilità delle finanze pubbliche in alcuni paesi dell'area dell'euro, un fattore che in generale ha esercitato una pressione al ribasso sui rendimenti dei titoli di Stato dell'area con il merito di credito più elevato.

A partire dagli inizi di aprile, i rendimenti sui titoli di Stato hanno incominciato a diminuire anche negli Stati Uniti. La velocità della

flessione dei rendimenti statunitensi in questo periodo è stata piuttosto sostenuta e, pertanto, il differenziale di rendimento tra le due aree è sceso da circa 60 punti base a fine marzo a un valore prossimo allo zero alla fine di giugno. Mentre gli andamenti economici nell'area dell'euro continuavano a essere favorevoli e gli indicatori del clima di fiducia miglioravano nel complesso, i rendimenti sui titoli di Stato dell'area dell'euro a lungo termine con *rating* AAA sono scesi con l'intensificarsi delle turbolenze nei mercati europei del debito sovrano. Le tensioni si sono in certa misura alleggerite dopo che nel fine settimana del 10 e 11 aprile è stato approvato un pacchetto di sostegno dell'UE per la Grecia, per poi crescere nuovamente nei giorni successivi quando il declassamento del debito sovrano della Grecia e del Portogallo (nel primo caso alla categoria di qualità *speculative grade*) ha contribuito all'emergere di una crisi di fiducia sulla sostenibilità delle finanze pubbliche greche. La carenza di fiducia, a sua volta, ha alimentato una diffusa riallocazione degli investimenti a favore di titoli di Stato dell'area dell'euro con *rating* AAA oppure degli Stati Uniti che è culminata infine il 6 e il 7 maggio in una fuga su vasta scala degli investitori verso investimenti più sicuri. Va notato che il rendimento sui titoli greci a dieci anni era già aumentato rispetto a quello dei titoli tedeschi corrispondenti nel primo trimestre del 2010, ma negli altri paesi dell'area dell'euro i rendimenti erano rimasti generalmente stabili, poiché il rischio di contagio era rimasto piuttosto modesto. La situazione è profondamente cambiata agli inizi di aprile quando, al di là della Grecia, i rendimenti sono saliti anche in Irlanda e Portogallo nonché, in misura minore, in Spagna, Italia e Belgio. Il peggioramento della sostenibilità percepita del debito di alcuni paesi dell'area dell'euro in questo periodo è stato particolarmente evidente nei differenziali dei *credit default swap* (CDS) sul debito sovrano, strumenti utilizzati dagli investitori per tutelarsi dal rischio di insolvenza degli emittenti sovrani.

Le condizioni sono notevolmente migliorate nel corso di maggio grazie alle misure straordinarie adottate a livello dell'UE. Tra queste, si

annoverano le decisioni sul Meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria e sulla European Financial Stability Facility nonché vari provvedimenti annunciati il 10 maggio dall'Eurosistema per ripristinare un adeguato meccanismo di trasmissione della politica monetaria, compreso il Programma per il mercato dei titoli finanziari, che ha creato le premesse per interventi nei mercati dei titoli di debito pubblici e privati dell'area dell'euro. Un ulteriore sostegno al mercato obbligazionario dell'area potrebbe essere derivato in luglio anche dalla pubblicazione dei risultati delle prove di stress a livello dell'UE e delle relative informazioni sulle esposizioni bancarie al debito sovrano. Tuttavia, le tensioni non sono svanite del tutto, come ha dimostrato tra l'altro il protratto incremento dei rendimenti in alcuni paesi dell'area dell'euro, nonostante l'ulteriore calo dei rendimenti sui titoli tedeschi. Quest'ultimo potrebbe essere ascritto non solo a considerazioni connesse alla fuga verso investimenti sicuri, ma anche a crescenti segnali di un rallentamento dell'attività economica nell'area dell'euro e, in particolare, negli Stati Uniti, evidenziato soprattutto da un nuovo peggioramento dei mercati degli immobili residenziali e del lavoro in tale paese. Il rallentamento del ciclo economico negli Stati Uniti, di fatto, ha influenzato il clima di fiducia in numerose altre economie principali e ha innescato forti flussi di capitale a favore dei mercati dei titoli di Stato percepiti meno rischiosi, determinando anche aspettative di una seconda ondata di misure di allentamento quantitativo.

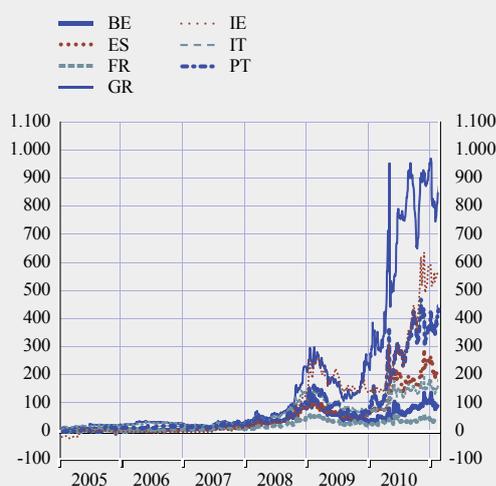
Nell'ultimo trimestre dell'anno i rendimenti hanno incominciato ad aumentare su entrambe le sponde dell'Atlantico. Il generale incremento in questo periodo è stato coerente con il ritorno a prospettive economiche più favorevoli, circostanza più chiara nell'area dell'euro che negli Stati Uniti, dove i dati macroeconomici pubblicati sono stati positivi nel complesso ma hanno mostrato anche una notevole eterogeneità. In confronto alle obbligazioni sovrane con *rating* AAA, i rendimenti per quelle della maggior parte degli emittenti sovrani dell'area con merito

di credito inferiore sono stati caratterizzati nel periodo da incrementi molto maggiori e da una volatilità ben più accentuata. I differenziali di rendimento dei titoli di Stato decennali rispetto ai titoli tedeschi hanno registrato un aumento particolarmente marcato nel caso dell'Irlanda, ossia di 280 punti base tra gli inizi di settembre e la fine di novembre, poiché gli operatori di mercato hanno concentrato l'attenzione su questo paese a causa dei crescenti timori circa l'onere di bilancio associato al sostegno fornito dal governo irlandese al settore finanziario nazionale. Le tensioni si sono anche spostate nei confronti di Portogallo e Spagna, i cui differenziali rispetto ai tassi tedeschi sono aumentati rispettivamente di 110 e 105 punti base nello stesso periodo, mentre sono state contenute le ripercussioni su altri paesi come Grecia, Italia e Belgio, dove i differenziali sono aumentati di soli 7, 42 e 65 punti base, rispettivamente (cfr. figura 13). Gli accresciuti timori di mercato nella parte finale dell'anno si sono tradotti in un aumento della volatilità implicita dei rendimenti obbligazionari sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro.

Sia rispetto ai rendimenti nominali che alla propria dinamica nel 2009, i rendimenti reali hanno mostrato una variabilità significativamente inferiore nel 2010 e generalmente sono rimasti sostanzialmente stabili all'1,5 per cento circa nell'area dell'euro. Hanno riportato un calo di 50 punti base tra gennaio e settembre, che però è stato interamente recuperato in seguito. Il successivo rialzo ha rispecchiato prospettive economiche migliori soprattutto verso la fine dell'anno. Data la stabilità dei rendimenti reali, il calo dei rendimenti nominali ha fatto sì che le attese di inflazione a pronti, misurate dai tassi di inflazione di pareggio, siano generalmente diminuite nell'anno, andamento che è stato particolarmente pronunciato in luglio e agosto, seguito poi da una certa stabilizzazione (cfr. anche il riquadro 3). I tassi di inflazione di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale sono rimasti stabili al 2,5 per cento circa tra gennaio e luglio e sono poi scesi al 2 per cento per la fine dell'anno (cfr. figura 14). Tuttavia, la maggior parte di questo calo sarebbe imputabile alla riduzione dei premi per il rischio di inflazione, più che a cambiamenti dei tassi

Figura 13 Differenziali dei titoli di Stato per alcuni paesi dell'area dell'euro

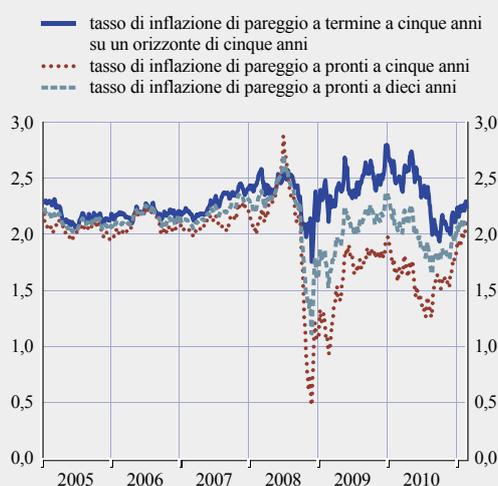
(punti base; dati giornalieri)



Fonte: Thomson Reuters.
Nota: differenziale di rendimento fra titoli di Stato a dieci anni e il corrispondente titolo di Stato tedesco.

Figura 14 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: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

di inflazione attesi. Inoltre, è necessaria cautela nel considerare gli andamenti delle obbligazioni indicizzate all'inflazione, soprattutto in un contesto caratterizzato da condizioni di tensione. A tale riguardo, i risultati dell'indagine sulle attese di inflazione sugli orizzonti di medio

e lungo periodo condotta da Consensus Economics, pur riferendosi a un arco temporale lievemente diverso, hanno indicato un moderato incremento dell'inflazione attesa, dall'1,9 per cento di ottobre 2009 al 2,1 per cento dello stesso mese del 2010.

Riquadro 3

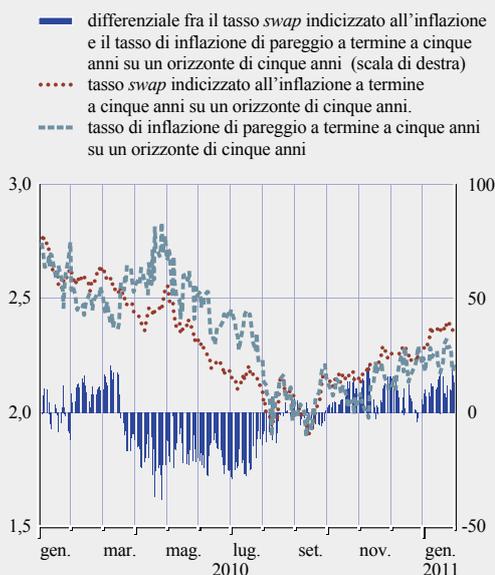
ANDAMENTI DELLE MISURE DELL'INFLAZIONE ATTESA DERIVATE DAI MERCATI NEL 2010

Le misure dell'inflazione attesa derivate dai mercati sono utilizzate frequentemente per valutare le prospettive di inflazione. Nei periodi di tensione finanziaria, tuttavia, tali misure vanno interpretate con particolare cautela. Sebbene i mercati finanziari europei abbiano attraversato tensioni significative nel 2010, le misure delle aspettative di inflazione ricavate dagli *swap* indicizzati all'inflazione e quelle ricavate dalle obbligazioni sovrane nominali e reali sono state meno volatili e hanno risentito meno delle distorsioni di liquidità rispetto al periodo successivo al fallimento di Lehman Brothers. Questo riquadro passa in rassegna gli andamenti delle aspettative di inflazione per l'area dell'euro nel 2010 implicite nei prezzi degli strumenti dei mercati finanziari.

Nella prima metà dell'anno il tasso di inflazione di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale, ricavato dalle obbligazioni nominali e da quelle indicizzate all'inflazione, è rimasto complessivamente stabile, oscillando intorno al 2,5 per cento (cfr. figura A). Nel corso dell'estate è considerevolmente calato, recuperando soltanto in parte il terreno perduto verso gli inizi del 2011. La misura alternativa ricavata dagli *swap* indicizzati all'inflazione segnala andamenti simili seppur leggermente meno volatili. In generale, la volatilità delle misure dell'inflazione attesa basate sul mercato è stata molto minore nel 2010 che negli anni precedenti. Ad esempio, nel 2010 la differenza fra i tassi a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale ricavati dalle obbligazioni e quelli desunti dagli *swap* non ha superato in misura significativa i 30 punti base, mentre nella seconda metà del 2008, all'apice della crisi dopo il tracollo di Lehman Brothers, aveva superato i 70 punti base.

Figura A Tassi di inflazione di pareggio e tassi *swap* indicizzati all'inflazione

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



Fonti: Thomson Reuters, EuroMTS e BCE.

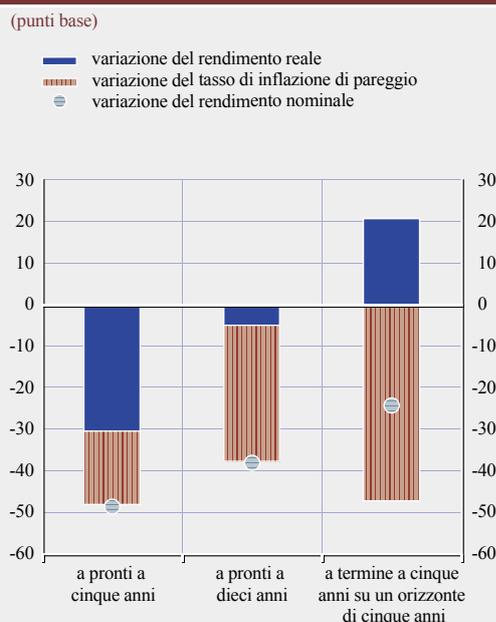
Nota: i tassi di inflazione di pareggio sono destagionalizzati.

Il brusco calo dei tassi di inflazione di pareggio a pronti e a termine nel 2010 si è verificato nel contesto di una lieve diminuzione dei rendimenti obbligazionari reali a cinque anni e di stabilità di quelli a dieci anni (cfr. figura B). Il decremento dei rendimenti nominali rifletteva pertanto in ampia misura una riduzione del compenso per l'inflazione futura richiesto dagli operatori di mercato. Tale compenso comprende una componente corrispondente all'inflazione attesa e un premio per il rischio di inflazione. Al fine di differenziare queste due componenti, la figura C presenta i risultati della scomposizione dei tassi di inflazione di pareggio a termine a lungo termine, implicita in un modello della struttura per scadenze¹. I tassi di inflazione di pareggio del modello, desunti dalle osservazioni della volatilità di mercato, hanno effettivamente subito un netto calo nel corso del 2010, segnando un lieve rimbalzo verso l'inizio del 2011. Questi andamenti sono ampiamente riconducibili alle variazioni del premio per il rischio di inflazione, piuttosto che a variazioni delle aspettative di inflazione vere e proprie, che sono invece rimaste sostanzialmente stabili e prossime alla loro media di lungo periodo. Tale conclusione trova conferma anche nelle aspettative di inflazione a più lungo termine nell'area dell'euro ricavate dalle indagini, che non hanno subito variazioni di rilievo nel 2010.

Nel 2010 i tassi di inflazione di pareggio sono stati leggermente più stabili nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti (cfr. figura D). Mentre il calo segnato da maggio ad agosto 2010 era parte di un andamento generale osservabile anche negli indicatori statunitensi, la stabilizzazione

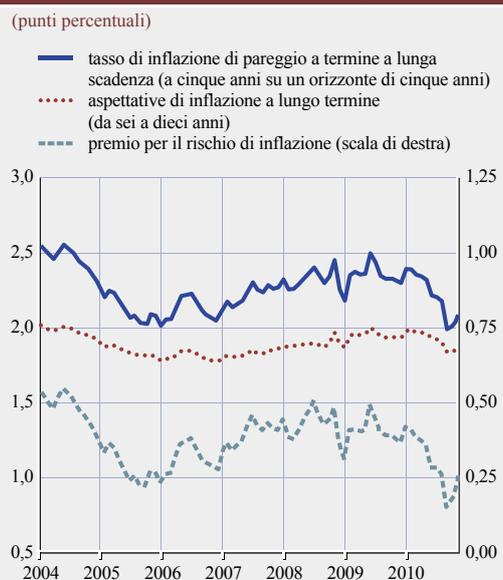
¹ Per maggiori dettagli, cfr. García, J.A. e T. Werner (2010), *Inflation risks and inflation risk premia*, Working Paper della BCE, n. 1162.

Figura B Variazioni del tasso di inflazione di pareggio e variazioni dei rendimenti nominali e reali nel 2010



Fonti: Thomson Reuters, EuroMTS e BCE.
Nota: i tassi di inflazione di pareggio e i rendimenti reali sono stagionalizzati.

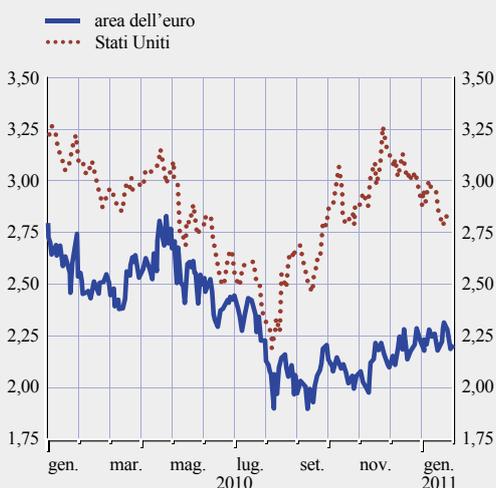
Figura C Scomposizione dei tassi di inflazione di pareggio a termine a lunga scadenza, sulla base di un modello di struttura per scadenza



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.
Nota: i tassi di inflazione di pareggio a termine a lunga scadenza e le relative componenti riguardano l'orizzonte a termine a cinque anni per un quinquennio in avanti. Per dettagli sul modello di struttura per scadenza, cfr. García e Werner (2010).

Figura D Tassi di inflazione di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte di cinque anni nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Thomson Reuters, Federal Reserve Board ed elaborazioni della BCE.

dei tassi a termine a lunga scadenza registrata nell'area dell'euro nell'ultima parte dell'anno e agli inizi del 2011 non ha avuto corrispettivo negli Stati Uniti.

Nel complesso, gli indicatori delle aspettative di inflazione per l'area dell'euro derivati dai mercati fanno ritenere che il compenso per l'inflazione e per il rischio di inflazione richiesto dagli operatori di mercato per l'orizzonte a medio-lungo termine sia calato nel 2010, specie nei mesi estivi. Tale andamento è ampiamente ascrivibile a un decremento del premio per il rischio di inflazione, mentre le aspettative di inflazione sono rimaste sostanzialmente stabili intorno alla loro media di lungo periodo e fermamente ancorate in linea con l'obiettivo della BCE di mantenere la stabilità dei prezzi nel medio periodo.

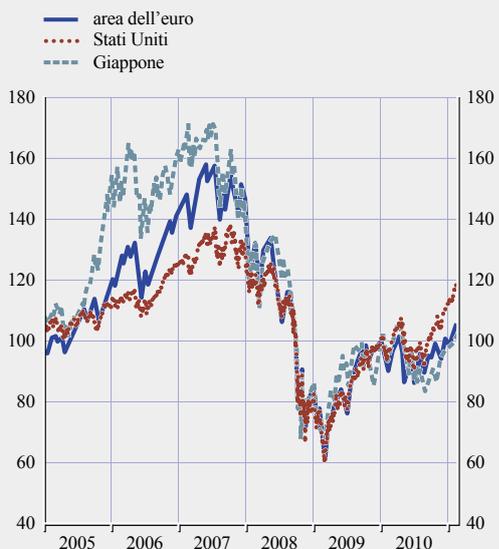
Nei primi due mesi del 2011, i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine con *rating* AAA sono saliti leggermente sopra i livelli della fine del 2010 nell'area dell'euro mentre sono rimasti sostanzialmente stabili intorno a quei valori negli Stati Uniti. La sostanziale stabilità dei tassi a lungo termine in entrambe le aree economiche nei primi due mesi del 2011 nasconde alcune variazioni piuttosto rilevanti. Infatti, i rendimenti hanno raggiunto dei massimi relativi all'inizio di febbraio, in seguito alla diffusione di notizie economiche positive e all'allentamento delle tensioni nell'area dell'euro, per poi ridiscendere nel resto del mese, anche in seguito all'intensificarsi dei rischi geopolitici. All'interno dell'area dell'euro i differenziali di rendimento a 10 anni rispetto ai titoli tedeschi si sono ridotti ulteriormente nei primi due mesi del 2011, riflettendo, tra l'altro, le aspettative degli investitori circa l'estensione delle prerogative e della dimensione dell'EFSF così come l'andamento di aste dei titoli pubblici che hanno riscontrato una domanda maggiore delle attese.

LA RIPRESA DEI CORSI AZIONARI DELL'AREA DELL'EURO HA RALLENTATO NEL 2010

Sebbene gli incrementi rilevati negli indici azionari sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro siano stati analoghi nel 2009 (pari al 23,5 per cento in entrambi i casi), la dinamica nelle due aree è stata piuttosto diversa nel 2010. Con un tasso di crescita di quasi il 13 per cento, i risultati dell'indice statunitense sono stati significativamente migliori di quelli sostanzialmente stazionari dell'indice dell'area dell'euro (cfr. figura 15). Nonostante la dinamica divergente registrata nel complesso del 2010, i corsi azionari di entrambe le aree non hanno evidenziato alcuna tendenza significativa, con incrementi e cali, rispetto al 2009, che hanno raggiunto l'ordine del 10 per cento; si sono avute pertanto notevoli oscillazioni della volatilità effettiva. A causa di queste ultime, nonché dell'evoluzione delle tensioni future attese dagli investitori, anche la volatilità implicita delle quotazioni azionarie ha registrato variazioni considerevoli in tutto il 2010, raggiungendo intorno alla fine di maggio un

Figura 15 Principali indici dei corsi azionari

(indici: riportati in base 100 il 1° gennaio 2010; dati giornalieri)



Fonte: Thomson Reuters.

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

livello massimo vicino al 35 per cento (media in ragione d'anno per le due aree economiche). Il picco della volatilità nel 2010 è stato di gran lunga inferiore a quello osservato tra dicembre 2008 e marzo 2009. Nel complesso, la dinamica futura dei corsi azionari nell'area dell'euro è stata percepita più incerta di quella negli Stati Uniti per tutto il 2010.

Dopo gli andamenti positivi nell'ultima parte del 2009, le quotazioni azionarie degli Stati Uniti e dell'area dell'euro sono diminuite in gennaio e febbraio 2010, forse anche perché il clima di fiducia risentiva in misura crescente delle turbolenze in atto nel mercato del debito sovrano dell'area dell'euro. In quest'ultima il calo più pronunciato dei prezzi si è registrato per le azioni delle società finanziarie, mentre la *performance* in altri settori è stata piuttosto contrastante senza che emergesse un chiaro profilo. Negli Stati Uniti, invece, il settore finanziario ha riportato risultati decisamente migliori, soprattutto grazie alla vigorosa crescita degli utili riportata dalle principali banche.

Quando sono venuti meno i timori per il debito, i corsi azionari di entrambe le aree economiche sono aumentati nuovamente fino ai primi di maggio circa, raggiungendo i livelli più elevati dal novembre 2008. Questa evoluzione positiva è stata alimentata anche dalla pubblicazione di dati che mostravano una dinamica economica favorevole nel primo trimestre dell'anno, nonché da un aumento del tasso di crescita degli utili, che pur rimanendo in territorio negativo ha iniziato a mostrare i primi segnali di ripresa da livelli molto bassi. Per le società dell'indice Dow Jones Euro Stoxx, la crescita degli utili è passata dal -40 per cento di novembre 2009 al -22 per cento di febbraio 2010, mentre a quest'ultima data gli utili attesi per i successivi dodici mesi si sono collocati a un vigoroso 27 per cento.

Quando, in maggio, le tensioni connesse al debito si sono riacutizzate nell'area dell'euro, la crescente avversione al rischio a livello mondiale ha indirizzato i fondi verso i mercati dei titoli di Stato tedeschi e statunitensi, che sono stati percepiti come attività relativamente più sicure. Di conseguenza, i mercati azionari internazionali sono stati interessati da una massiccia ondata di vendite, che ha offuscato il contributo positivo della pubblicazione di dati economici favorevoli, e i corsi sono diminuiti significativamente in entrambe le aree. Come già accaduto in gennaio e febbraio, le quotazioni azionarie finanziarie dell'area dell'euro sono state le prime a essere colpite dalle tensioni emergenti, riflettendo i timori circa possibili svalutazioni dei titoli di debito pubblici dell'area detenuti dalle banche. Tuttavia, l'intensità delle turbolenze registrate in questo periodo ha indotto anche un calo dei prezzi delle azioni non finanziarie sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti.

Nel complesso, tra maggio e agosto gli indici azionari hanno continuato a oscillare in un intervallo ristretto, riflettendo le fluttuazioni del clima di fiducia nei mercati e dell'avversione al rischio. Sebbene l'allentamento delle tensioni e le aspettative più moderate circa la volatilità futura abbiano consentito ai corsi azionari di

recuperare inizialmente le perdite subite ai primi di maggio, se ne sono registrate di nuove quando lo slancio della crescita mondiale ha iniziato ad affievolirsi e gli operatori di mercato hanno nuovamente concentrato l'attenzione sui problemi connessi al debito in alcuni paesi dell'area dell'euro. Nello stesso periodo le attese di mercato relative alla crescita degli utili nei dodici mesi successivi sono rimaste solidamente positive a un tasso superiore al 20 per cento sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro: la contrazione dei corsi azionari pertanto ha riflesso prevalentemente un canale connesso al rischio che è risultato preponderante rispetto al contributo positivo riveniente dall'andamento favorevole dei dividendi attesi.

Nell'ultimo trimestre dell'anno gli indici azionari ampi hanno incominciato ad aumentare su entrambe le sponde dell'Atlantico. Negli Stati Uniti l'andamento dei mercati azionari è stato determinato da notizie economiche contrastanti, ma generalmente positive, e dall'evidenza di un'evoluzione positiva degli utili delle società quotate nel terzo trimestre dell'anno. Allo stesso tempo, questo effetto positivo potrebbe essere stato in parte compensato dall'incertezza degli investitori circa la sostenibilità della ripresa statunitense. Nell'area dell'euro la dinamica positiva della crescita ha sostenuto i corsi azionari, mentre i tassi di interesse a lungo termine in aumento e le rinnovate tensioni nei mercati del debito sovrano potrebbero aver avuto un impatto negativo. Tuttavia, quest'ultimo influsso sul mercato azionario europeo nel periodo in esame è rimasto confinato al settore finanziario dei paesi in cui la turbolenza ha raggiunto i livelli più alti, mentre altri settori e paesi hanno continuato a beneficiare del sostegno di attese di una crescita robusta. Di fatto, gli investitori dei mercati azionari hanno seguito a scontare prospettive abbastanza favorevoli per gran parte dei settori delle imprese diversi dal comparto finanziario e il calo delle quotazioni azionarie bancarie in Grecia è stato, inoltre, molto maggiore di quello osservato per il settore bancario francese e tedesco. Nel complesso, i corsi azionari finanziari dell'area dell'euro sono scesi del 15 per cento

circa nel 2010, mentre quelli non finanziari sono aumentati del 7,5 per cento. Nello stesso periodo le quotazioni delle azioni finanziarie negli Stati Uniti sono salite dell'11 per cento, mentre quelle delle azioni non finanziarie sono cresciute del 15 per cento circa.

Nei primi due mesi del 2011 i corsi azionari sono cresciuti sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti. Tuttavia, rispetto alla seconda metà del 2010, in cui i corsi azionari negli Stati Uniti erano cresciuti più del doppio rispetto a quelli dell'area dell'euro, gli incrementi dei corsi nei primi due mesi del 2011 sono stati abbastanza simili nelle due aree, pari a circa il 5 per cento. L'andamento dei corsi azionari ha riflesso principalmente sia gli annunci di utili generalmente migliori di quanto anticipato dagli operatori di mercato sia i continui miglioramenti nelle prospettive economiche di entrambe le aree.

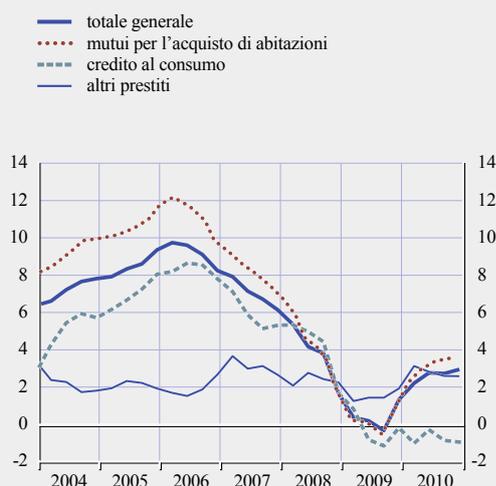
L'INDEBITAMENTO DELLE FAMIGLIE SI È STABILIZZATO

Nel 2010 il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti totali alle famiglie è ulteriormente aumentato, ancorché a un ritmo moderato, collocandosi a uno stimato 2,8 per cento nel quarto trimestre dell'anno. L'andamento ha rispecchiato principalmente la dinamica dei prestiti delle IFM alle famiglie, mentre, nello stesso periodo, il tasso di incremento dei prestiti erogati da istituzioni diverse dalle IFM è ulteriormente diminuito, per effetto in gran parte della minore attività di cartolarizzazione.

I mutui per l'acquisto di abitazioni sono rimasti la principale determinante della crescita dei prestiti delle IFM alle famiglie. Il tasso di incremento dei mutui ipotecari si è collocato nel dicembre 2010 al 3,7 per cento, in aumento dall'1,5 per cento di un anno prima (cfr. figura 16). L'entità dei flussi si è però stabilizzata nella seconda metà dell'anno. La dinamica dei mutui ipotecari ha rispecchiato quella dei prezzi degli immobili residenziali, che hanno evidenziato aumenti moderati nel 2010 dopo la significativa flessione del 2009. È stata anche in linea con le

Figura 16 Prestiti delle IFM alle famiglie

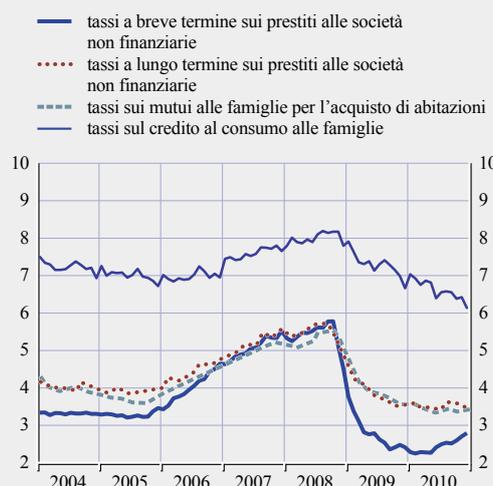
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE

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)



Fonte: BCE

informazioni rilevate dall'indagine sul credito bancario dell'area dell'euro, secondo le quali la percentuale netta delle banche che segnalavano un irrigidimento dei criteri per la concessione del credito si sarebbe ridotta. L'indagine ha altresì riportato un aumento della domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni, specie nella prima parte dell'anno. I tassi sui prestiti bancari concessi alle famiglie sono diminuiti in misura modesta nel 2010: di 19 punti base nel caso dei mutui per l'acquisto di abitazioni e di 52 punti base in quello dei prestiti al consumo.

A differenza dei mutui ipotecari, il tasso di incremento sui dodici mesi del credito al consumo non ha evidenziato una ripresa ed è rimasto al di sotto dello zero nel 2010. L'evoluzione di questa variabile è stata in linea con i fattori economici, come indicano ad esempio il brusco calo delle vendite di automobili (dopo la conclusione nella maggior parte dei paesi dei programmi di incentivi alla rottamazione) o i risultati delle indagini presso i consumatori che mostrano una propensione piuttosto contenuta a effettuare acquisti importanti. Inoltre, l'indagine sul credito bancario ha suggerito che la domanda

di credito al consumo è rimasta debole. Gli andamenti contrastanti del credito al consumo e dei mutui per l'acquisto di abitazioni potrebbero in qualche misura riflettere anche i tassi di interesse. Il credito al consumo tende a essere più costoso rispetto a quello relativo ai mutui per l'acquisto di abitazioni poiché solitamente non è assistito da garanzie altrettanto valide. Ciò nonostante, i tassi sul credito al consumo sono di fatto diminuiti nel 2010, soprattutto per i prestiti con scadenze inferiori a un anno (cfr. figura 17).

IL DEBITO DELLE FAMIGLIE HA CONTINUATO AD AUMENTARE, MENTRE L'ONERE PER INTERESSI SI È ULTERIORMENTE RIDOTTO

Nel 2010 l'aumento dell'indebitamento delle famiglie, seppur moderato, è stato tuttavia superiore all'incremento del relativo reddito disponibile. Di conseguenza, l'indice di indebitamento di questo settore ha evidenziato un ulteriore lieve aumento, collocandosi secondo le stime al 98,8 per cento nel quarto trimestre dell'anno (cfr. figura 18). Per contro, il rapporto tra debito delle famiglie e PIL è rimasto sostanzialmente immutato rispetto al livello di

dicembre 2009, poiché il PIL in termini reali è aumentato a un tasso più elevato rispetto al reddito disponibile delle famiglie. Pur essendo rimasto sostanzialmente invariato nell'area dell'euro a fronte di un calo considerevole negli Stati Uniti e nel Regno Unito, il debito del settore delle famiglie è rimasto inferiore nell'area. Al contempo, l'indebitamento delle famiglie ha continuato a mostrare una considerevole eterogeneità tra i paesi dell'area dell'euro, rimanendo chiaramente al di sopra della media dell'area nei paesi che hanno anche registrato tensioni nel mercato del debito sovrano.

L'onere per interessi delle famiglie (pagamenti per interessi in percentuale del reddito disponibile) è diminuito moderatamente nel 2010, stabilizzandosi verso la fine dell'anno, per effetto di due fattori: un'ulteriore riduzione dei tassi di interesse applicati ai prestiti nuovi o rinegoziati, imputabile al completamento della trasmissione dei tassi di interesse ufficiali, nonché il lieve aumento del reddito disponibile delle famiglie.

NEL 2010 IL COSTO DEL FINANZIAMENTO ESTERNO È STATO BASSO IN TERMINI STORICI

Dopo il brusco calo nel 2009, il costo reale complessivo del finanziamento esterno per le società non finanziarie nell'area dell'euro ha evidenziato, nel corso del 2010, un parziale recupero nel contesto delle accresciute tensioni nei mercati finanziari connesse alla crisi del debito sovrano. Tale andamento ha celato differenze considerevoli tra le varie fonti di finanziamento. Sebbene il costo reale sia dei prestiti bancari sia dell'emissione di titoli di debito abbia cessato di diminuire nell'anno, quello dell'emissione di azioni è nettamente aumentato, raggiungendo valori record alla fine del 2010 (cfr. figura 19). Nel complesso, il costo reale complessivo del finanziamento esterno nel 2010 è rimasto su un livello basso in termini storici.

Più precisamente, per quanto concerne il costo del finanziamento bancario, i tassi sui prestiti delle IFM a breve scadenza in termini reali è diminuito moderatamente dall'1,62 per cento

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)



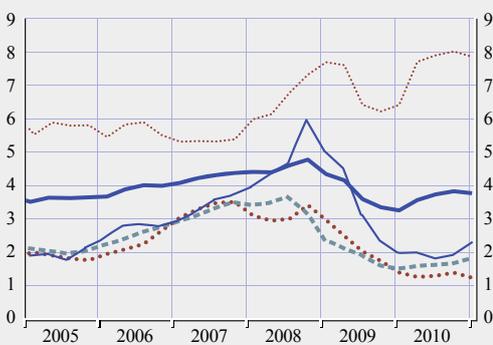
Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

(valori percentuali in ragione d'anno)

- costo totale del finanziamento
- tassi sui prestiti a breve termine delle IFM in termini reali
- tassi sui prestiti a lungo termine delle IFM in termini reali
- costo in termini reali del debito di mercato
- costo in termini reali delle azioni quotate



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

Note: il costo in termini reali del finanziamento esterno delle società non finanziarie è calcolato come media ponderata del costo dei prestiti bancari, dei titoli di debito e delle azioni, basata sui rispettivi importi in essere e deflazionata con le aspettative di inflazione (cfr. il riquadro 4 nel numero di marzo 2005 del Bollettino mensile della BCE).

di dicembre 2009 all'1,40 dello stesso mese del 2010. I tassi sui prestiti bancari con scadenze brevi riflettono principalmente l'andamento dei tassi del mercato monetario, che di norma influiscono sui costi della raccolta a breve termine sostenuti dalle banche. Tra la fine del 2009 e la fine del 2010, l'Euribor a tre mesi è moderatamente aumentato di 33 punti base: dopo aver raggiunto il minimo dello 0,64 per cento in aprile è lievemente salito all'1,03 per cento alla fine dell'anno. L'andamento è stato rispecchiato da vicino dai tassi di interesse nominali bancari a breve termine sui prestiti alle società non finanziarie, ma il graduale incremento delle attese di inflazione a breve termine ha dato luogo nell'anno a un calo di 22 punti base dei tassi reali sui prestiti bancari a breve termine.

I tassi reali sui prestiti delle IFM a lungo termine hanno raggiunto il livello minimo agli inizi del 2010, registrando un lieve incremento dall'1,56 per cento di fine 2009 all'1,71 di fine 2010. I tassi sui prestiti bancari a più lungo termine tendono a riflettere principalmente la dinamica dei rendimenti dei titoli di Stato. Il rendimento dei titoli di Stato a sette anni desunto dalla curva dei rendimenti dell'area dell'euro ha continuato a diminuire per gran parte del 2010, raggiungendo il 2,11 per cento in agosto ed è poi salito verso la fine dell'anno, comportando un calo complessivo di 33 punti base tra dicembre 2009 e lo stesso mese del 2010. I tassi nominali sui prestiti a lungo termine non hanno seguito lo stesso profilo, stabilizzandosi prima nell'anno e mostrando una tendenza moderatamente al rialzo verso la fine del 2010. Di conseguenza, i differenziali tra i tassi sui prestiti bancari a lungo termine e i rendimenti dei titoli di Stato comparabili hanno mostrato la tendenza ad ampliarsi nuovamente e hanno raggiunto un massimo di oltre 100 punti base durante la crisi del debito sovrano in primavera, per poi riportarsi su ordini di grandezza osservati durante le turbolenze finanziarie nel 2008.

La dinamica dei tassi sui prestiti delle IFM nel 2010 ha altresì rispecchiato in gran parte il graduale esaurirsi della trasmissione delle passate riduzioni dei tassi di interesse

di riferimento della BCE ai tassi bancari applicati alla clientela al dettaglio. Nonostante le turbolenze finanziarie, le banche dell'area dell'euro avrebbero trasmesso le riduzioni dei tassi di politica monetaria sostanzialmente in linea con i profili storici.

Per tutto il 2010, il costo in termini reali del finanziamento mediante titoli di debito emessi sul mercato è stato influenzato significativamente dall'andamento di tali differenziali sulle obbligazioni societarie (che corrispondono alla differenza tra i rendimenti delle obbligazioni societarie e quelli dei titoli di Stato). Nonostante l'aumento dei differenziali tra maggio e agosto con l'acuirsi delle tensioni nel mercato del debito sovrano che ha spinto gli investitori finanziari verso attività più liquide e sicure, il costo reale medio del finanziamento mediante ricorso al mercato nel 2010 si è collocato su valori inferiori a quelli degli anni precedenti ed è sceso a uno dei livelli più bassi mai registrati.

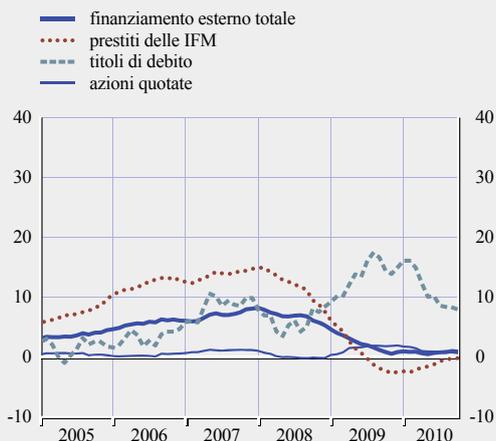
Per contro, il costo in termini reali dell'emissione di azioni quotate è notevolmente aumentato nell'anno, per effetto soprattutto di una rapida ripresa degli utili attesi per il settore societario nei prossimi due-cinque anni. Tra il dicembre 2009 e lo stesso mese del 2010 tale costo è aumentato di 194 punti base e ha raggiunto il massimo storico sulla scia dell'accresciuta volatilità nei mercati finanziari mondiali.

IL FINANZIAMENTO ESTERNO HA CONTINUATO A DIMINUIRE NEL 2010

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente del finanziamento esterno delle società non finanziarie nell'area dell'euro ha continuato a calare nel 2010, per effetto della protratta contrazione dei prestiti delle IFM che è stata controbilanciata dall'emissione di titoli di debito e azioni positiva ma in calo (cfr. figura 20). Nonostante il miglioramento generalizzato delle condizioni economiche, il fabbisogno di finanziamento esterno da parte delle società non finanziarie ha continuato a essere limitato dalla modesta spesa per investimenti e dalla ridotta attività nell'ambito delle fusioni e acquisizioni nonché dall'espansione in atto dei fondi interni

Figura 20 Finanziamento esterno delle società non finanziarie: scomposizione per strumento

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

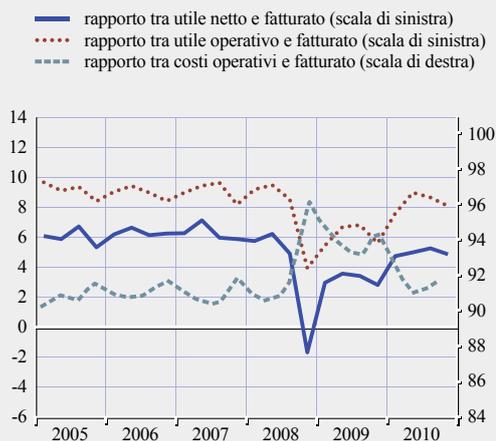


Fonte: BCE.

Nota: le azioni quotate sono denominate in euro.

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

(dati trimestrali; valori percentuali)



Fonti: Thomson Reuters 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.

disponibili. Verso la fine del 2010, hanno acquisito rilevanza i segnali di una graduale normalizzazione e di un accresciuto fabbisogno di finanziamento da parte delle società. Secondo l'indagine sul credito bancario, la domanda netta di prestiti da parte delle imprese è diventata positiva, dopo essere rimasta in territorio negativo per oltre due anni. In base alle rilevazioni, a questa rinnovata domanda di prestiti hanno soprattutto contribuito in misura crescente le scorte e il capitale circolante.

Più specificatamente, uno dei principali fattori alla base della domanda relativamente bassa di finanziamento esterno nel 2010 è stato l'aumento generalizzato delle vendite e della redditività del settore delle società non finanziarie, circostanza che ha accresciuto notevolmente la disponibilità di fondi interni. Stando ai bilanci delle società non finanziarie quotate, la redditività (data dal rapporto tra utile netto e vendite) ha evidenziato un consistente recupero nel 2010 (cfr. figura 21). L'aumento dei fondi interni disponibili si è riflesso nell'incremento delle consistenze monetarie detenute, con ogni probabilità dovuto

sia alla persistente riduzione dei costi sia al calo degli esborsi netti per interessi e dei dividendi. Occorre operare una distinzione nel miglioramento della situazione finanziaria delle imprese poiché i risultati delle indagini hanno mostrato che la redditività delle piccole e medie imprese (PMI) ha riportato un'evoluzione meno favorevole nel 2010 rispetto alle grandi imprese, suggerendo una maggiore fragilità oppure un certo ritardo delle prime rispetto alle seconde⁴.

Oltre a beneficiare della maggiore disponibilità di fondi interni, le società non finanziarie dell'area dell'euro avrebbero attinto a una gamma più ampia di fonti di finanziamento negli anni recenti, soprattutto sostituendo il debito bancario con il finanziamento tramite il mercato e aumentando il ricorso all'emissione di titoli di debito. Questo processo di "disintermediazione" è iniziato nel 2009 ed è proseguito nel 2010, dando luogo a una domanda considerevolmente inferiore di prestiti bancari.

⁴ Cfr. *Survey on the access to finance of SMEs in the euro area*, BCE, ottobre 2010 (disponibile sul sito Internet della BCE).

Di conseguenza, il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti, che ha raggiunto un livello minimo nel primo trimestre dell'anno, è rimasto in territorio negativo per tutto il 2010. La concessione di prestiti a breve termine ne ha risentito in misura particolarmente marcata perché il calo della domanda è stato amplificato da una transizione in atto dalle scadenze brevi a quelle più lunghe. In media, il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti a breve termine (con scadenza iniziale fissa inferiore a un anno) è sceso di quasi il 9 per cento nel 2010, mentre quello dei prestiti a lungo termine (con scadenza iniziale fissa superiore a cinque anni) è rimasto in realtà positivo al 3 per cento circa. Tuttavia,

considerando la particolare gravità della recente recessione e questo processo di sostituzione, l'evoluzione della crescita dei prestiti al settore societario sarebbe rimasto sostanzialmente in linea con le regolarità storiche nell'arco del ciclo economico. L'impatto della crisi finanziaria è stato significativo, ma non si è tradotto in una brusca interruzione dell'offerta di credito all'economia. Nel corso dell'anno, le banche hanno iniziato a segnalare un grado inferiore di rigidità dei criteri per l'erogazione dei prestiti alle imprese, soprattutto per un contenuto più contenuto dei fattori di rischio quali le condizioni economiche generali o il rischio di inadempienza dei prenditori (cfr. riquadro 4).

Riquadro 4

INTERPRETAZIONE DEGLI INDICATORI DEI CRITERI DI CONCESSIONE DEL CREDITO ALLE IMPRESE OTTENUTI DALLE INDAGINI

La crisi finanziaria ha indotto un irrigidimento eccezionale dei criteri di concessione del credito applicati dalle banche dell'area dell'euro ai prestiti al settore privato, e in particolare alle imprese non finanziarie, nel 2008. A partire dal 2009 i criteri per la concessione di fido sono stati ulteriormente inaspriti, sebbene in misura sempre minore. Questo riquadro analizza in dettaglio gli andamenti, in particolare quelli del 2010, degli indicatori dei criteri di concessione del credito ottenuti dalle indagini e cerca di determinare in che misura essi possano dimostrare la presenza di vincoli di offerta del credito.

Graduale normalizzazione degli indicatori dei criteri di concessione dei prestiti ottenuti dalle indagini

I risultati dettagliati dell'indagine sul credito bancario pubblicati dalla BCE includono la percentuale netta delle banche che hanno segnalato un irrigidimento dei criteri di concessione del credito applicati ai prestiti alle società non finanziarie, calcolata come differenza fra la quota di banche che segnalano un irrigidimento dei criteri di concessione del credito e quella delle banche che ne segnalano un allentamento. Un saldo positivo indica pertanto un irrigidimento netto dei criteri di fido, mentre un saldo negativo indica un loro allentamento netto. Durante il periodo di turbolenza finanziaria la percentuale netta di banche che segnalava un irrigidimento dei criteri di concessione del credito è drasticamente aumentata, raggiungendo a fine 2008 il 64 per cento. Da allora questa percentuale netta è gradualmente diminuita senza tuttavia divenire negativa e quindi segnalare un allentamento dei criteri. Durante tutto il 2010 le banche dell'area dell'euro hanno mantenuto un orientamento moderatamente restrittivo e la percentuale netta di banche che hanno segnalato di aver irrigidito i criteri di fido si è collocata su livelli leggermente inferiori alla media di lungo periodo (cfr. figura A). Nel secondo trimestre dell'anno, contrariamente alle aspettative, la tendenza decrescente dell'irrigidimento netto dei criteri di concessione dei prestiti alle imprese si è temporaneamente invertita, nel contesto delle tensioni create dalla crisi del

debito sovrano. Dopo l'andamento negativo di questo trimestre, i dati per la seconda metà dell'anno indicano una stabilizzazione, con la percentuale di banche che segnalavano un irrigidimento netto passata al 4 per cento e successivamente a valori nulli.

Le pressioni sugli indici patrimoniali e sulle posizioni di finanziamento associate alla turbolenza finanziaria iniziata a metà 2007 hanno spinto le banche dell'area dell'euro a rivedere i propri indici di leva. Tipicamente le banche si sono ritrovate nella situazione di dover cedere attività, cominciando da quelle più liquide a più breve termine, mentre il credito alle imprese e alle famiglie, essendo un'attività a più lungo termine, si trovava agli ultimi posti della lista di impieghi da dismettere. In generale, queste ultime attività possono essere ridotte solo richiedendo il pagamento dei prestiti o limitando i nuovi crediti. Di conseguenza, parte del recente irrigidimento dei criteri di concessione del credito può essere spiegata da "puri" vincoli dal lato dell'offerta collegati ai timori per i bilanci bancari. I risultati dettagliati delle indagini indicano che nel 2010 la percezione del rischio, ossia la valutazione effettuata dalle banche dell'impatto che le condizioni macroeconomiche potrebbero avere sui profili di rischio e sul merito di credito dei prenditori, ha avuto un ruolo di primo piano nello spiegare l'irrigidimento dei criteri di fido. Rispetto al 2008 e al 2009 i vincoli "puri" dal lato dell'offerta sembrano aver avuto un ruolo minore nello spiegare l'irrigidimento dei criteri di fido, segnalando una graduale normalizzazione della disponibilità delle banche a erogare credito al settore privato. È probabile che ciò riduca ulteriormente il rischio di una stretta creditizia, che non si è materializzata grazie al calo della domanda di prestiti, mentre l'impatto dei vincoli "puri" dal lato dell'offerta è stato limitato dalle misure non convenzionali di politica monetaria della BCE.

L'evidenza tratta dall'indagine sul credito bancario può essere utilemente integrata dai risultati dell'indagine sull'accesso al credito delle piccole e medie imprese. L'ultima indagine di questo tipo, relativa al periodo marzo-settembre 2010, segnalava un lieve miglioramento della disponibilità di prestiti bancari (cfr. figura B). Le PMI continuavano in generale a percepire un complessivo

Figura A Variazione nei criteri per la concessione di prestiti e l'apertura di linee di credito alle imprese

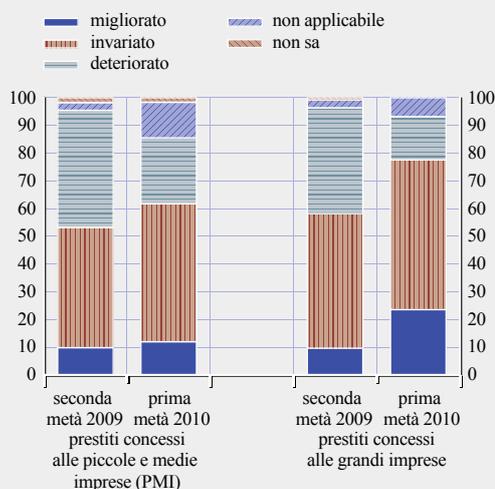
(saldi percentuali delle banche che hanno contribuito all'irrigidimento dei criteri)



Fonte: indagine sul credito bancario della BCE.

Figura B Disponibilità di prestiti da parte delle banche per le imprese dell'area dell'euro

(percentuali di risposte)



Fonte: indagine sull'accesso al credito delle piccole e medie imprese nell'area dell'euro.
Nota: la prima metà del 2010 indica il periodo da marzo a settembre dello stesso anno.

deterioramento della disponibilità di tali prestiti, ma il numero di imprese che segnalava un peggioramento si era dimezzato rispetto alle edizioni del 2009 dell'indagine. Fra le imprese di dimensioni maggiori, erano di più quelle che segnalavano un miglioramento rispetto a quelle che segnalavano un deterioramento. I risultati dell'indagine indicavano inoltre una percentuale maggiore di richieste di prestiti bancari soddisfatte e una disponibilità leggermente maggiore delle banche a concedere prestiti.

Un'interpretazione alternativa dei risultati delle indagini sui criteri di concessione del credito

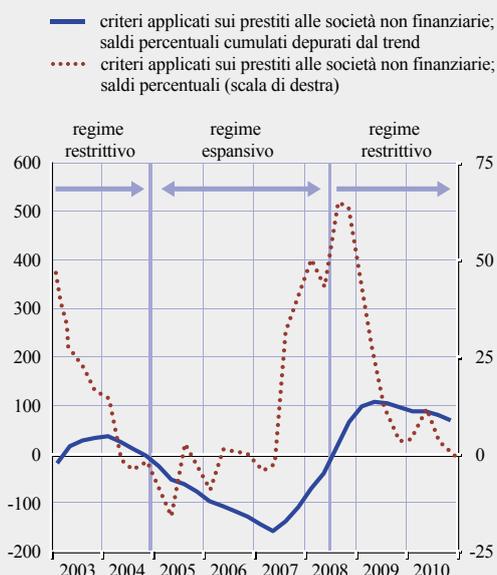
Se da un lato i risultati delle indagini del 2010 indicano una graduale normalizzazione dei criteri di concessione dei prestiti, dall'altro vale la pena evidenziare che tali risultati si riferiscono a variazioni e che non viene direttamente fornita una valutazione del livello di criteri di concessione del credito. Considerato che questi ultimi sono stati costantemente inaspriti per oltre due anni, è lecito chiedersi se e come il loro livello possa incidere sull'offerta complessiva di credito.

Una *proxy* del livello dei criteri di concessione del credito può, in linea di principio, essere ricavata cumulando le variazioni percentuali nette delle condizioni creditizie nel tempo. Così facendo diviene evidente una tendenza al rialzo della serie. Essa potrebbe indicare una distorsione nelle risposte fornite dalle banche nella direzione dell'irrigidimento dei criteri di concessione del credito. Lo stesso fenomeno è di fatto osservabile nell'indagine statunitense corrispondente, la *Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices*. Si può considerare che la media di lungo periodo dei criteri di fido (che si colloca su un irrigidimento netto medio del 16 per cento) costituisca una misura molto semplice di tale distorsione. Allo stesso tempo, dato il periodo di osservazione relativamente breve a disposizione, questa media di lungo periodo include più cicli di irrigidimento che di allentamento e potrebbe pertanto sovrastimare la distorsione effettiva. Dopo esser stati depurati dal *trend* per tener conto di questa possibilità, i criteri cumulati di concessione del credito possono essere utilizzati per definire i diversi regimi, laddove le deviazioni negative dal *trend* indicano un orientamento espansivo e le deviazioni positive un orientamento restrittivo.

Sulla base di tale analisi, il periodo dal 2003 al 2004 può essere considerato un "regime restrittivo" per quanto riguarda i prestiti alle imprese, mentre quello da inizio 2005 a metà 2008 sarebbe stato un periodo di "regime espansivo" (cfr. figura C). Successivamente, l'indicatore segnala un rinnovato periodo di restrizione creditizia, collocandosi ben al di sopra della media storica a fine 2010.

In generale, un irrigidimento dei criteri di concessione del credito tende a frenare

Figura C Criteri applicati per la concessione del credito alle società non finanziarie dell'area dell'euro: regime restrittivo e regime espansivo



Fonte: BCE.

la crescita dei prestiti, mentre un allentamento produce un effetto contrario. L'evidenza empirica ottenuta utilizzando questo indicatore di livello mette in luce ulteriori effetti non lineari. In particolare, l'impatto dei criteri di fido sull'espansione dei prestiti appare attenuato a seconda del regime: in un regime restrittivo, l'impatto negativo dell'irrigidimento netto dei criteri di concessione dei prestiti sulla crescita di questi ultimi non è così forte come in un periodo caratterizzato da un regime espansivo (come osservato, ad esempio, nel periodo fra metà 2007 e il 2008). Analogamente, l'impatto positivo sulla crescita dei prestiti prodotto da un allentamento netto dei criteri di concessione del credito risulta attenuato in un regime restrittivo, e i criteri di fido necessitano di un periodo più lungo di protratto allentamento per potere influire positivamente sulla crescita del credito. Ciò appare piuttosto rilevante considerando quanto effettivamente accaduto nel 2010. A causa dell'impatto ritardato dell'irrigidimento dei criteri di fido e di questi evidenti effetti non lineari, i risultati dell'indagine sul credito bancario del 2010, malgrado l'evidente normalizzazione delle variazioni dei criteri di fido, indicano un impatto potenzialmente negativo di fattori dal lato dell'offerta sulla crescita dei prestiti oltre il 2010 e per parte della prima metà del 2011. Su un orizzonte più lungo, rimane cruciale poter espandere la disponibilità di credito al settore privato nel momento in cui la domanda si consoliderà.

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente delle emissioni di titoli di debito ha toccato un massimo del 12,3 per cento nel primo trimestre del 2010 e si è gradualmente ridotto nel resto dell'anno. La forte domanda da parte degli investitori per gran parte dell'anno potrebbe essere stata sostenuta da una ricerca di rendimento sugli investimenti e dalla migliorata situazione di bilancio del settore societario. Nel segmento a elevato rendimento l'emissione ha registrato livelli record nel 2010. Allo stesso tempo, l'emissione di azioni quotate è rimasta contenuta e ha mostrato la tendenza a calare, forse frenata dal costo crescente di tale attività.

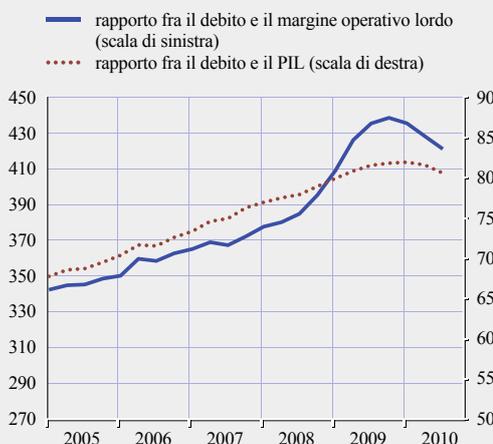
L'INDEBITAMENTO DELLE SOCIETÀ È DIMINUITO

Poiché la ripresa degli utili societari non è stata accompagnata da un incremento significativo degli investimenti, né da una crescita robusta della retribuzione complessiva dei lavoratori dipendenti, l'incremento dei flussi di reddito si è tradotto in un forte aumento del saggio di risparmio del settore delle società non finanziarie dell'area dell'euro, protrattosi per tutto il 2010. Nel secondo trimestre il tasso di variazione sul periodo corrispondente delle attività totali è diventato positivo per la prima volta dagli inizi del 2009, sospinto da un accumulo di contante. Per effetto sia degli sforzi compiuti dalle imprese per ridurre la leva finanziaria sia del rapido aumento del risparmio rispetto 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 investimenti) è diventato positivo nel 2010, per la prima volta in oltre un decennio, sottintendendo la disponibilità da parte delle imprese di fondi interni sufficienti a finanziare gli investimenti.

Figura 22 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 2010.

Di conseguenza, l'indebitamento societario è diminuito considerevolmente nel corso del 2010 (cfr. figura 22). Nel terzo trimestre del 2010, il debito in rapporto al PIL e al margine operativo lordo è sceso rispettivamente all'80,6 e al 421,1 per cento. Nondimeno, i tassi di insolvenza attesi delle società dell'area dell'euro sono rimasti su livelli molto elevati per gran parte del 2010. Infatti, gli indici relativi al debito rimangono su livelli molto alti in termini storici e suggeriscono che il settore societario dell'area dell'euro resta vulnerabile a costi più sostenuti del finanziamento esterno oppure a un'attività economica debole.

2.3 PREZZI E COSTI

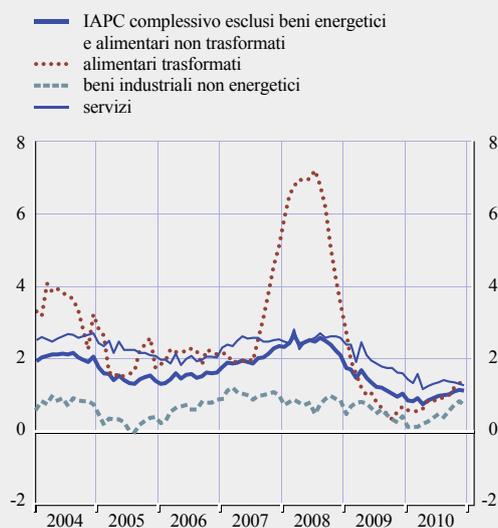
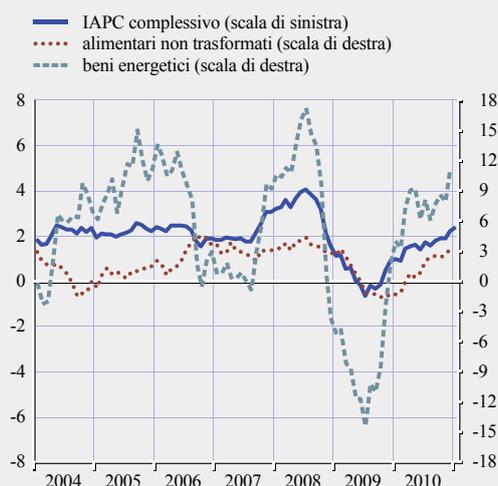
L'inflazione misurata sullo IAPC è salita all'1,6 per cento nella media del 2010, dopo essere scesa dal 3,3 allo 0,3 per cento fra il 2008 e il 2009 (cfr. tavola 1). Tale rialzo segna una spinta verso la normalizzazione della dinamica dei prezzi, con tassi d'inflazione positivi a fronte di quelli negativi osservati tra giugno e ottobre 2009. Anche se l'inflazione tendenziale nel 2010 si è collocata al di sotto del livello medio del 2,0 per cento registrato dal 1999, ha cominciato a risalire verso la fine dell'anno.

Il rialzo dell'inflazione nel 2010 è ascrivibile in larga misura ai forti rincari delle materie prime (specie del greggio), a fronte dei livelli contenuti registrati nel 2009 (cfr. figura 23). La dinamica dei prezzi di queste materie a sua volta ha rispecchiato la ripresa dell'economia mondiale dopo la contrazione del 2009, che aveva spinto al ribasso tali prezzi. Il contributo dei rincari delle materie prime all'inflazione armonizzata nel 2010 ha più che compensato il contenimento delle pressioni sui prezzi dei servizi, che hanno risentito con un certo ritardo della grave recessione e del deterioramento delle condizioni sul mercato del lavoro nel 2009. L'inflazione nel settore dei servizi, dopo essere scesa gradualmente nel 2009, ha registrato un ulteriore lieve calo all'inizio del 2010, per poi rimanere relativamente invariata.

Per quanto concerne la crescita salariale nel 2010, vi sono segnali che la dinamica del costo del lavoro ha superato il punto di minimo per effetto della stabilizzazione delle condizioni sul mercato del lavoro. I redditi per addetto nel 2010 sono cresciuti a un ritmo comparabile a quello osservato nel 2009, inferiore a quello della produttività del lavoro per occupato, per cui il costo del lavoro per unità di prodotto è diminuito e i margini di profitto sono aumentati.

Figura 23 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

Tavola I Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2008	2009	2010	2009 4°trim.	2010 1°trim.	2010 2°trim.	2010 3°trim.	2010 4°trim.	2010 dic.	2011 gen.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti										
Indice complessivo ¹⁾	3,3	0,3	1,6	0,4	1,1	1,5	1,7	2,0	2,2	2,4
Beni energetici	10,3	-8,1	7,4	-3,2	4,8	8,1	7,3	9,1	11,0	.
Alimentari non trasformati	3,5	0,2	1,2	-1,5	-0,8	0,7	2,3	2,8	3,2	.
Alimentari trasformati	6,1	1,1	0,9	0,5	0,6	0,8	0,9	1,3	1,5	.
Beni industriali non energetici	0,8	0,6	0,4	0,3	0,1	0,3	0,5	0,8	0,7	.
Servizi	2,6	2,0	1,4	1,7	1,5	1,2	1,4	1,3	1,3	.
Altri indicatori di prezzi e costi										
Prezzi alla produzione nell'industria ²⁾	6,1	-5,1	2,9	-4,7	-0,1	3,0	4,0	4,7	5,3	.
Prezzo del petrolio (euro per barile) ³⁾	65,9	44,6	60,7	51,2	56,0	62,6	59,6	64,4	69,6	72,6
Prezzi delle materie prime ⁴⁾	2,0	-18,5	44,7	3,1	29,0	48,2	51,5	48,6	49,6	45,7

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

Nota: i dati relativi allo IAPC per il 2011 includono l'Estonia.

1) L'inflazione armonizzata di gennaio 2011 si riferisce alla stima rapida dell'Eurostat.

2) Escluse le costruzioni.

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

4) Esclusi i beni energetici; dati in euro.

Nonostante ciò, la dinamica delle retribuzioni contrattuali ha registrato un ulteriore forte calo, probabilmente a causa di una reazione ritardata degli accordi salariali alle condizioni di mercato. Anche la crescita dei salari per ora lavorata è calata nettamente, in parte semplicemente per effetto del maggior numero di ore lavorate.

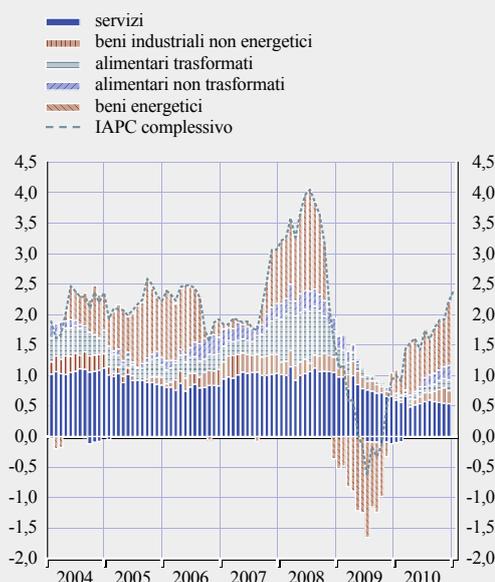
La percezione dell'inflazione al consumo e le aspettative a breve termine sono aumentate nel 2010 rispetto ai livelli molto bassi toccati nel 2009. Secondo le indagini le aspettative d'inflazione a lungo termine si sono mantenute molto stabili, segnalando di essere rimaste saldamente ancorate all'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere l'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine.

L'INFLAZIONE E' AUMENTATA A CAUSA DELLA DINAMICA DEI PREZZI DEI BENI ENERGETICI E ALIMENTARI

Il principale fattore che nel 2010 ha contribuito al rialzo dell'inflazione nell'area dell'euro misurata sullo IAPC è stato il sensibile rincaro

Figura 24 Contributi alla crescita dello IAPC: principali componenti

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



Fonte: Eurostat.

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

delle materie prime. I prezzi delle materie prime industriali, alimentari e soprattutto energetiche sono aumentati rispetto ai livelli contenuti del 2009 (cfr. riquadro 5), pertanto l'inflazione è salita nonostante l'effetto frenante esercitato dal rallentamento dei salari e dai livelli di attività

ancora modesti. Anche il contenimento delle pressioni sul costo del lavoro ha influenzato l'andamento dell'inflazione nei servizi, che dopo un lieve ulteriore calo all'inizio del 2010 è rimasta piuttosto modesta per il resto dell'anno (cfr. tavola 1 e figura 24).

Riquadro 5

LA DINAMICA DEI PREZZI DELLE MATERIE PRIME E IL LORO IMPATTO SULL'INFLAZIONE ARMONIZZATA

Negli ultimi anni le ampie oscillazioni dei prezzi delle materie prime hanno suscitato grande preoccupazione. Le quotazioni delle materie prime petrolifere e non petrolifere, dopo essere calate bruscamente a seguito della crisi finanziaria, hanno segnato una ripresa a partire dal 2009 (cfr. figura A). Poiché questi prezzi costituiscono un fattore rilevante della dinamica dell'inflazione armonizzata nell'area dell'euro, il presente riquadro analizza gli andamenti recenti e le prospettive dei corsi internazionali delle materie prime, valutandone l'impatto sull'inflazione nell'area dell'euro, sia concettualmente che empiricamente.

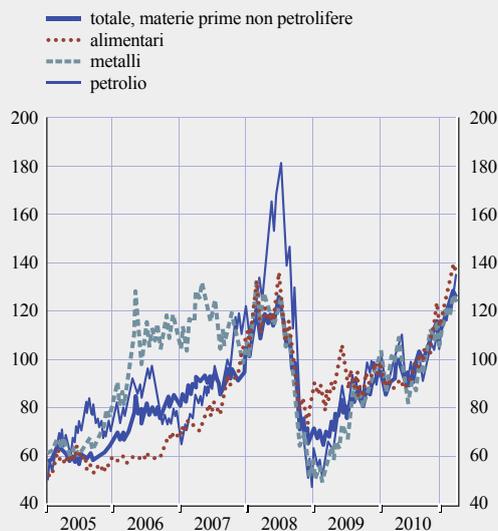
Andamenti dei prezzi delle materie prime

Tra la fine del 2008 e il gennaio 2011 i prezzi del greggio sono aumentati da quasi 45 a 97 dollari al barile. Nello stesso periodo anche le quotazioni delle materie prime metalliche e alimentari hanno registrato un brusco rialzo. Questi rincari potrebbe essere connessi al miglioramento delle aspettative sul recupero dell'attività economica mondiale. I corsi petroliferi sono stati sostenuti nel 2010 anche dai tagli alla produzione dell'OPEC, mentre è probabile che il rialzo delle quotazioni delle materie prime metalliche e alimentari sia riconducibile alla crescente domanda delle economie emergenti, a situazioni di scarsità di offerta e a un basso livello di scorte. Il ruolo dei flussi finanziari e della speculazione nei mercati delle materie prime è stato discusso approfonditamente, benché sia difficile misurare empiricamente il loro impatto effettivo.

Le prospettive di medio termine dei prezzi delle materie prime dovrebbero essere legate alle prospettive internazionali dell'attività economica. Con il consolidarsi della ripresa a livello mondiale, le condizioni di equilibrio fra offerta e domanda nel mercato petrolifero potrebbero

Figura A Andamenti dei prezzi delle materie prime

(indice: 2010 = 100)



Fonti: Bloomberg e HWWI.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce al 24 febbraio 2011 per le materie prime petrolifere e al 18 febbraio 2011 per le altre materie prime.

inasprirsi e i prezzi delle materie prime non petrolifere potrebbero essere oggetto di pressioni al rialzo. Anche se è difficile anticipare l'andamento futuro dei loro corsi, diversi indicatori anticipatori, come i prezzi dei contratti *future* e le aspettative delle banche di investimento e di altri previsori professionali, concordano nell'indicare un rialzo delle quotazioni delle materie prime nel medio periodo.

La trasmissione di uno shock sui prezzi delle materie prime: lo schema concettuale

L'impatto di uno shock ai prezzi delle materie prime sui prezzi al consumo può essere distinto in effetti di primo impatto diretti e indiretti ed effetti di secondo impatto¹. Gli effetti di primo impatto diretti si riferiscono all'incidenza delle variazioni dei prezzi di materie prime di fondamentale importanza (come alimentari e petrolio) sui prezzi al consumo dei beni alimentari ed energetici. Gli effetti di primo impatto indiretti si riferiscono alle variazioni dei prezzi al consumo che si verificano a seguito dell'impatto delle quotazioni delle materie prime sui costi di produzione (ad esempio, un rincaro petrolifero che fa aumentare i costi degli *input* e i prezzi di beni e servizi che hanno un elevato contenuto di petrolio, come alcuni prodotti chimici o i servizi di trasporto). Gli effetti di primo impatto provocano un rialzo del livello dei prezzi, ma non hanno effetti duraturi sull'inflazione.

Gli effetti di secondo impatto colgono la reazione degli operatori che fissano i salari e i prezzi a uno shock sui prezzi delle materie prime. I tentativi degli operatori economici di compensare la riduzione del reddito reale causata dai precedenti shock inflazionistici potrebbe ripercuotersi sulle attese di inflazione e influenzare ulteriormente il processo di determinazione di salari e prezzi. In tal modo, uno shock transitorio potrebbe avere effetti pervasivi, diventando più costoso da debellare. La probabilità che uno shock ai prezzi delle materie prime determini effetti di secondo impatto dipende da diversi fattori, fra cui la fase del ciclo economico, la flessibilità dei mercati dei beni e del lavoro (in particolare la presenza di meccanismi di indicizzazione che influenzano le negoziazioni salariali e i processi di determinazione dei prezzi), la formazione delle aspettative di inflazione e, particolarmente importante, la credibilità della banca centrale.

Gli shock petroliferi e l'inflazione armonizzata

Le variazioni dei corsi petroliferi hanno un impatto diretto sull'inflazione tendenziale attraverso la componente energetica dello IAPC. La trasmissione diretta degli shock petroliferi ai prezzi al consumo dell'energia ante imposte in genere è completa, rapida e simmetrica². Poiché anche i prezzi al consumo dell'energia, in particolare quelli dei combustibili per il trasporto e il riscaldamento delle abitazioni, dipendono da fattori come i margini di raffinazione e di vendita, i relativi costi e l'elevato livello delle accise, l'elasticità della trasmissione diventa una funzione del livello dei corsi petroliferi (cfr. la tavola). A 20 euro al barile, la risposta della componente energetica dell'indice a un rialzo del 10 per cento delle quotazioni del greggio si aggira intorno al 16 per cento, mentre a 60 euro al barile è intorno al 33 per cento. Se i prezzi del petrolio dovessero aumentare fino a 100 euro al barile, l'elasticità supererebbe il 40 per cento, purché rimangano costanti i margini di raffinazione e distribuzione e le accise.

1 Cfr. l'articolo *I prezzi del petrolio e l'economia dell'area dell'euro*, nel numero di novembre 2004 del Bollettino Mensile della BCE e il riquadro *Andamento recente dei corsi petroliferi e il loro impatto sui prezzi nell'area dell'euro* nel numero di luglio 2004 del Bollettino Mensile della BCE.

2 Cfr. Meyler, A. (2009), "The pass through of oil prices into euro area consumer liquid fuel prices in an environment of high and volatile oil prices", *Energy Economics*, vol. 31, n. 6, pagg. 867-881.

Trasmissione dei prezzi del greggio alla componente energetica dello IAPC

(elasticità)						
Greggio (euro al barile)	Media ponderata della trasmissione alla componente energetica dello IAPC (in perc.) ¹⁾	Benzina (2,6 per cento) ²⁾	Gasolio (1,4 per cento) ²⁾	Combustibili per riscaldamento (0,7 per cento) ²⁾	Gas naturale (1,8 per cento) ²⁾	
20	16	15	19	39	24	
40	26	26	32	56	39	
60	33	35	41	66	49	
80	38	41	48	72	56	
100	42	47	54	76	61	

Fonte: elaborazioni degli esperti dell'Eurosistema.

Nota: è probabile che la media ponderata sottostimi lievemente l'entità della trasmissione in quanto, in assenza di una relazione chiara e robusta con le quotazioni del petrolio, assume una trasmissione nulla per i combustibili solidi e per l'elettricità.

1) Si basa sull'imposizione fiscale (IVA, accise ed altre imposte) alla fine del 2009, nonché sulla mediana dei costi e dei margini di distribuzione e raffinazione dal 1999. Si assume un comovimento tra l'energia termica inclusa nello IAPC (peso pari allo 0,6 per cento) e il gas naturale.

2) Indica il peso rispetto allo IAPC complessivo.

La stima degli effetti indiretti e di secondo impatto delle variazioni dei corsi energetici è più problematica e i risultati sono caratterizzati da maggiore incertezza. Ad esempio, in base a modelli semplici non strutturali, dopo un rialzo del 10 per cento dei corsi petroliferi in tre anni gli effetti indiretti e di secondo impatto cumulati sull'inflazione armonizzata sono pari a circa 0,2 punti percentuali³. Tuttavia, modelli più complessi, in cui le aspettative hanno un ruolo formale e la risposta dell'economia reale e i suoi effetti di retroazione sulle variabili nominali vengono colti chiaramente, indicano un impatto più contenuto intorno a 0,1 punti percentuali, nella misura in cui gli shock sui prezzi dei beni energetici sono ritenuti di natura transitoria e le attese di inflazione rimangono fermamente ancorate dopo la variazione dei corsi energetici.

L'impatto delle variazioni dei prezzi delle materie prime industriali e alimentari

Le evidenze empiriche suggeriscono che un aumento permanente del 10 per cento dei prezzi delle materie prime industriali (ad esempio, agricole e metalliche) determina un incremento dello IAPC inferiore a 0,1 punti percentuali nell'arco di tre anni, con un impatto molto contenuto nel primo anno. Le materie prime industriali sono utilizzate per produrre un'ampia gamma di componenti dello IAPC, o come *input* diretti (ad esempio, metallo per autovetture o materie tessili per vestiario) o come *input* indiretti delle attrezzature per la produzione di beni e servizi. Le materie prime industriali hanno grande rilevanza nei primi stadi del processo produttivo ed esiste una chiara relazione ritardata fra le variazioni dei loro corsi e quelle dei prezzi alla produzione dei beni intermedi nell'area dell'euro (cfr. figura B). Passando ai beni di consumo

Figura B Prezzi delle materie prime e prezzi alla produzione dei beni intermedi nell'industria

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



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

1) I dati della serie sono traslati in avanti di sei mesi.

3 BCE, *Energy markets and the euro area macroeconomy*, Structural Issues Report, giugno 2010.

finale, tuttavia, la quota di *input* di materie prime industriali si riduce rispetto ad altri *input*, come lavoro ed energia, inducendo il relativo contenimento degli effetti di trasmissione⁴.

Un aumento permanente del 10 per cento delle quotazioni delle materie prime alimentari dovrebbe determinare una variazione di circa 0,5 punti percentuali dell'insieme dei prezzi degli alimentari compresi nello IAPC e, dato che la componente alimentare rappresenta il 19,2 per cento del paniere dello IAPC, di 0,1 punti percentuali all'inflazione complessiva nel primo anno dopo lo shock. Questa stima tiene conto del fatto che per una serie di materie prime alimentari prodotte direttamente nell'UE (come cereali, frumento e grano, burro e latte scremato) le quotazioni nei mercati internazionali sono state in termini storici lievemente più basse e molto più volatili di quelle prevalenti nell'UE. La differenza è ascrivibile in larga misura al ruolo della politica agricola comune (PAC), che contribuisce ad attutire la trasmissione degli shock mondiali ai prezzi all'interno dell'UE attraverso meccanismi di sostegno ai prezzi, quali prezzi di intervento, dazi e contingenti all'importazione⁵.

In generale, la trasmissione degli shock sulle quotazioni delle materie prime ai prezzi al consumo è complessa e dipende da diversi fattori, fra cui l'origine dello shock (se è indotto dal lato della domanda o dell'offerta) e le aspettative circa la sua natura transitoria o permanente, nonché da aspetti strutturali dell'economia, come la specializzazione settoriale dell'attività e gli assetti istituzionali che influenzano le modalità con cui i salari e i prezzi vengono fissati. Anche se la politica monetaria ha scarse possibilità di intervento sugli effetti di primo impatto di uno shock sui prezzi delle materie prime, è necessario evitare gli effetti di secondo impatto. A tale riguardo, meccanismi più flessibili di fissazione di prezzi e salari e una politica monetaria credibile sono essenziali per assicurare che variazioni *una tantum* dei prezzi delle materie prime non si traducano in un aumento dell'inflazione nel medio termine.

4 Cfr. Landau B. e Skudelny F. (2009), *Pass-through of external shocks along the pricing chain: A panel estimation approach for the euro area*, Working Paper della BCE n. 1104.

5 Cfr. Ferrucci, G., Jiménez-Rodríguez, R. e Onorante L. (2010), *Food price pass-through in the euro area: The role of asymmetries and non-linearities*, Working Paper della BCE n. 1168.

Trainata dai prezzi del greggio, la dinamica dei prezzi della componente energetica dello IAPC, che costituisce il 9,6 per cento dell'indice complessivo, è aumentata al 7,4 per cento sui dodici mesi nella media del 2010, a fronte di una flessione dell'8,1 per cento nel 2009. L'impatto di questo aumento è stato più pronunciato sui prezzi delle voci collegate direttamente alle quotazioni del greggio, come i combustibili liquidi e i carburanti e lubrificanti per il trasporto privato, e per i prezzi al consumo del gas, pur con un certo ritardo. È aumentata anche l'inflazione della componente alimentare, specie quella dei prodotti freschi, salita da solo lo 0,2 per cento nel 2009 all'1,2 nel 2010. I prezzi al consumo degli alimentari hanno risentito non solo del rialzo dei corsi mondiali delle materie prime alimentari, ma anche dell'andamento dei prezzi

interni dei prodotti ortofrutticoli, a seguito di un temporaneo peggioramento delle condizioni meteorologiche. Negli ultimi mesi dell'anno l'inflazione degli alimentari trasformati, come pane e cereali, è aumentata in misura relativamente modesta, per cui nella media del 2010 è risultata persino inferiore (0,9 per cento) rispetto all'1,1 per cento raggiunto nel 2009.

Al netto delle componenti energetica e alimentare, l'inflazione media misurata sullo IAPC è scesa nel 2010 rispetto al 2009. Questo calo è stato trainato sia da fattori interni che hanno esercitato un effetto frenante sull'inflazione nei servizi sia dalla relativa stabilità dell'inflazione dei beni industriali non energetici. L'andamento dell'inflazione media cela il graduale rialzo dell'inflazione al netto delle voci energetiche

e alimentari dal livello molto basso raggiunto nel secondo trimestre del 2010. Tale rialzo è ascrivibile a spinte inflazionistiche lungo la filiera produttiva, come i rincari dei beni intermedi e l'accresciuto utilizzo della capacità produttiva. Inoltre, l'aumento delle imposte indirette e il deprezzamento dal tasso di cambio effettivo dell'euro hanno pesato sull'inflazione tendenziale dei beni industriali non energetici, salita dal minimo dello 0,1 per cento in tutto il primo trimestre del 2010 allo 0,7 in dicembre. Questi rincari sono stati in parte attenuati dal contenimento del costo del lavoro. A fronte dell'aumento dell'inflazione dei beni industriali non energetici nel corso del 2010, la dinamica infra-annuale dei prezzi nei servizi si è mantenuta su livelli molto modesti, dopo aver registrato all'inizio dell'anno un lieve ulteriore calo. Di conseguenza l'inflazione nei servizi ha continuato a moderarsi, scendendo dal 2,0 per cento nel 2009 all'1,4 nel complesso del 2010. Questo rallentamento dei prezzi nei servizi è stato piuttosto generalizzato, avendo risentito dell'ulteriore moderazione delle pressioni sui costi nonché dell'accresciuta concorrenza fra le imprese a fronte della relativa debolezza della domanda. Fanno eccezione i servizi di comunicazione, in quanto il contributo normalmente negativo di questi prezzi si è leggermente moderato.

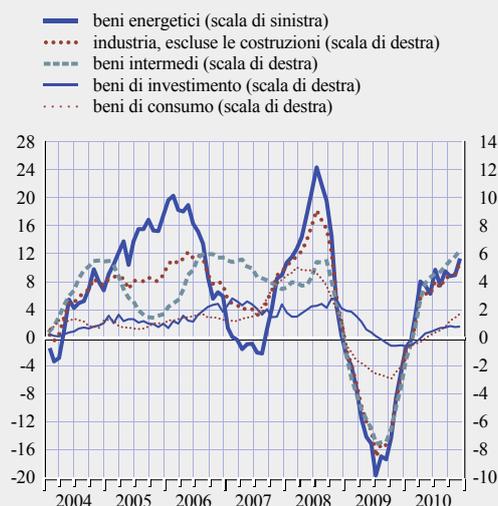
I PREZZI ALLA PRODUZIONE SONO AUMENTATI NEL 2010

Nel 2010 sono aumentate le spinte inflative lungo la filiera produttiva, principalmente per effetto della crescita della domanda mondiale di materie prime. Ciò ha portato a un rialzo dei prezzi ai vari stadi della produzione, amplificato da effetti base collegati ai vincoli all'attività e alle condizioni di maggiore concorrenza nel 2009.

Nel 2010 l'inflazione tendenziale dei prezzi alla produzione nell'industria (al netto delle costruzioni) si è collocata nell'area dell'euro al 2,9 per cento, a fronte di una caduta dei prezzi del 5,1 nel 2009. Il principale fattore all'origine di tale andamento è stata la dinamica dei corsi petroliferi, che ha spinto l'inflazione alla

Figura 25 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

produzione dei beni energetici al 6,4 per cento nel 2010, rispetto a una riduzione dell'11,8 nel 2009.

Anche la dinamica inflativa nell'industria, al netto delle costruzioni e dell'energia, è aumentata, ma in misura molto più contenuta (1,6 per cento nel 2010, rispetto alla flessione del 2,9 nel 2009). L'accelerazione dei prezzi alla produzione è stata particolarmente pronunciata per i beni intermedi, ma meno marcata per i beni di consumo e di investimento (cfr. figura 25).

L'ANDAMENTO DEL COSTO DEL LAVORO È RIMASTO CONTENUTO

Gli indicatori del costo del lavoro per l'area dell'euro suggeriscono una certa moderazione nel 2010, oltre a segnalare che la dinamica salariale avrebbe raggiunto il punto di svolta. Mentre la dinamica delle retribuzioni contrattuali e dei salari per ora lavorata è diminuita nettamente, la crescita dei redditi per occupato nel 2010 è rimasta su bassi livelli comparabili a quelli dell'anno precedente.

Nel 2010 la dinamica delle retribuzioni contrattuali è diminuita in misura significativa,

Tavola 2 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2008	2009	2010	2009 4° trim.	2010 1° trim.	2010 2° trim.	2010 3° trim.	2010 4° trim.
Retribuzioni contrattuali	3,3	2,6	1,7	2,1	1,8	1,9	1,5	1,6
Costo orario complessivo del lavoro	3,4	2,9	.	2,0	1,9	1,6	0,8	.
Redditi per occupato	3,2	1,5	.	1,4	1,5	1,9	1,5	.
<i>Per memoria:</i>								
Produttività del lavoro	-0,3	-2,3	.	0,0	2,1	2,5	2,1	.
Costo del lavoro per unità di prodotto	3,5	3,9	.	1,4	-0,5	-0,6	-0,5	.

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

fino all'1,6 per cento nel quarto trimestre, dal 2,6 nel 2009. Questo indicatore coglie la principale componente dei salari concordata anticipatamente attraverso i contratti collettivi. Il suo rallentamento riflette probabilmente una reazione ritardata degli accordi contrattuali al deterioramento delle condizioni del mercato del lavoro, che ha determinato una riduzione del potere di contrattazione dei lavoratori (cfr. tavola 2).

Nel terzo trimestre del 2010 il tasso di crescita sui dodici mesi dei redditi per addetto si è collocato all'1,5 per cento, invariato rispetto al 2009. Tre tipi di attività sono stati interessati da un'accelerazione dei redditi per addetto: l'industria al netto delle costruzioni, i servizi di mercato connessi al commercio e ai trasporti, e quelli relativi ad attività finanziarie ed economiche. Negli altri settori i redditi per occupato hanno segnato un rallentamento (cfr. figura 26).

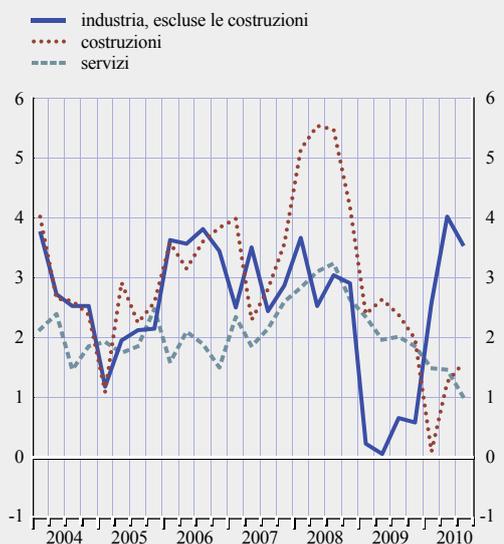
L'inflazione tendenziale del costo orario del lavoro, come quella delle retribuzioni contrattuali, è calata notevolmente, mentre nel 2009 la crescita dei salari per ora lavorata era rimasta elevata. Il rallentamento di questi salari in parte potrebbe riflettere semplicemente il fatto che il maggior numero di ore lavorate non ha comportato necessariamente un incremento dei redditi per occupato in virtù degli accordi di lavoro adottati (come i programmi per orari di lavoro flessibili e quelli per la riduzione delle ore lavorate sussidiati dal governo). Il rallentamento

del costo orario del lavoro nel 2010 è stato trainato dal comparto industriale, che nel 2009 aveva evidenziato il massimo incremento dei salari per ora lavorata e un massiccio ricorso a orari di lavoro flessibili.

La crescita della produttività del lavoro per addetto ha superato quella dei redditi per occupato, per cui il costo del lavoro per unità di prodotto è calato mentre i margini di profitto sono aumentati. Nella media dei primi tre trimestri

Figura 26 Redditi per occupato per settore

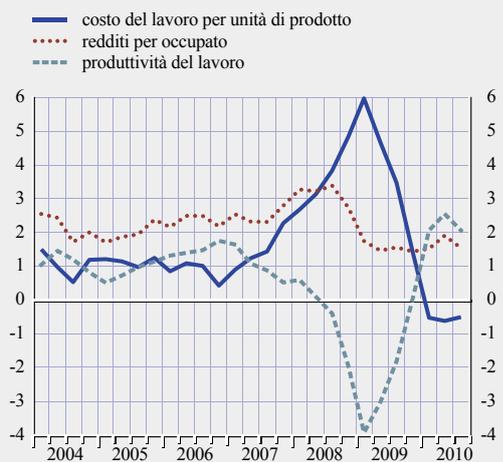
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 27 Costo del lavoro nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonte: Eurostat.

del 2010 la dinamica annuale della produttività del lavoro per addetto è salita del 2,2 per cento, a fronte del -2,3 per cento registrato nel 2009. Dato l'andamento dei redditi per occupato, nello

stesso periodo del 2010 il costo del lavoro per unità di prodotto è sceso dello 0,5 per cento, rispetto a una crescita del 3,9 per cento nel 2009 (cfr. figura 27). Di conseguenza, i margini operativi hanno mostrato un recupero, con una maggiore capacità di determinare i prezzi da parte delle imprese, attestata dalla progressiva accelerazione del deflatore del PIL. A tale accelerazione ha dato un contributo positivo anche la componente delle imposte per unità di prodotto a partire dal secondo trimestre del 2010 (cfr. figura 28).

AUMENTO DEI PREZZI DEGLI IMMOBILI RESIDENZIALI

Nei primi tre trimestri del 2010 i prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro, che non sono inclusi nello IAPC, sono aumentati del 2,4 per cento, dopo essere diminuiti del 2,9 nel 2009 (cfr. figura 29). Tuttavia, l'aumento complessivo registrato dall'inizio del 2010 riflette andamenti divergenti nei paesi e nelle regioni dell'area, dato che in alcuni di essi i prezzi delle abitazioni hanno continuato a diminuire nel 2010.

Figura 28 Scomposizione del deflatore del PIL

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; punti percentuali)



Fonte: Eurostat.

Figura 29 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 relativi al 2010 includono il terzo trimestre.

ANDAMENTI DELLE ASPETTATIVE DI INFLAZIONE

Le informazioni raccolte dai previsori professionali mostrano che le attese di inflazione a lungo termine (su un orizzonte di cinque anni) si sono collocate in prossimità del 2,0 per cento, in base alle indagini *Consensus Economics*, *Euro Zone Barometer* e la *Survey of Professional Forecasters* della BCE. Secondo quest'ultima, le stime puntuali di inflazione per il 2015 raccolte dalla BCE sono rimaste entro un intervallo ristretto compreso fra l'1,9 e il 2 per cento nel 2010. Anche gli indicatori di mercato, ottenibili dai tassi di inflazione di pareggio desunti dalle obbligazioni indicizzate all'inflazione e da quelli comparabili ricavati dagli *swap* indicizzati all'inflazione, hanno segnalato il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione.

2.4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

RIPRESA DEL PIL DELL'AREA DELL'EURO NEL 2010

La crescita in termini reali del PIL sul periodo corrispondente è salita all'1,9 per cento nel terzo trimestre del 2010, dopo la forte contrazione del 4,1 nel 2009 (cfr. tavola 3). Il recupero dell'attività nel 2010 è ascrivibile a una serie di fattori. In primo luogo, le esportazioni dell'area sono state trainate dalla ripresa mondiale dell'attività economica e della domanda. In secondo luogo, la dinamica delle scorte ha fornito un contributo positivo, specie nella prima metà dell'anno, dato che le imprese hanno ridotto il ritmo di decumulo delle giacenze di magazzino. In terzo luogo, la domanda interna (al netto delle scorte) ha mostrato una modesta

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⁾				
	2008	2009	2010	2009	2010	2010	2010	2010	2009	2010	2010	2010	2010
				4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.
PIL in termini reali	0,4	-4,1	.	-2,0	0,8	2,0	1,9	2,0	0,2	0,4	1,0	0,3	0,3
<i>di cui:</i>													
Domanda interna ³⁾	0,4	-3,4	.	-2,8	0,4	2,1	1,9	.	-0,1	0,9	0,9	0,2	.
Consumi delle famiglie	0,4	-1,1	.	-0,4	0,4	0,6	1,0	.	0,3	0,3	0,2	0,1	.
Consumi collettivi	2,4	2,4	.	1,7	1,1	0,6	0,4	.	-0,1	0,1	0,1	0,4	.
Investimenti fissi lordi	-0,8	-11,4	.	-9,6	-5,0	-0,8	0,2	.	-1,2	-0,4	2,0	-0,3	.
Variazioni delle scorte ³⁾⁴⁾	-0,2	-0,8	.	-0,8	1,0	1,7	1,2	.	0,0	0,7	0,4	0,1	.
Esportazioni nette ³⁾	0,1	-0,7	.	0,7	0,3	-0,1	0,0	.	0,3	-0,5	0,1	0,2	.
Esportazioni ⁵⁾	1,0	-13,2	.	-5,3	5,7	11,7	11,3	.	2,0	2,6	4,4	1,9	.
Importazioni ⁵⁾	0,8	-11,9	.	-7,1	4,8	12,4	11,7	.	1,2	4,2	4,3	1,5	.
Valore aggiunto lordo in termini reali													
<i>di cui:</i>													
Industria, escluse le costruzioni	-2,2	-13,3	.	-6,8	3,6	6,8	5,2	.	0,6	2,0	2,0	0,4	.
Costruzioni	-1,2	-5,9	.	-5,8	-6,6	-4,2	-3,1	.	-1,7	-1,6	0,8	-0,7	.
Servizi esclusivamente destinati al mercato ⁶⁾	1,5	-3,1	.	-1,9	0,7	1,4	1,7	.	0,1	0,5	0,7	0,4	.

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.

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

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

ripresa, dal momento che i consumi pubblici sono aumentati ancora, mentre quelli privati e gli investimenti non si sono contratti come nel 2009 ma sono piuttosto cresciuti leggermente (in ragione d'anno) nel terzo trimestre del 2010. L'incremento dei consumi privati e degli investimenti ha rispecchiato in parte il miglioramento del clima di fiducia rispetto ai livelli precedentemente molto bassi. La ripresa dell'attività nell'area dell'euro è stata sostenuta dall'orientamento accomodante della politica monetaria e dalle misure adottate per ripristinare il funzionamento del sistema finanziario.

IL RIALZO DEL PIL È STATO SOSTENUTO PRINCIPALMENTE DALLE ESPORTAZIONI E DALLE SCORTE

L'espansione economica nel 2010 è stata trainata in ampia misura dalle esportazioni e dalle scorte. I consumi pubblici hanno continuato a crescere, mentre sia i consumi privati che gli investimenti hanno mostrato una moderata crescita nel terzo trimestre dopo aver registrato una contrazione nel 2009. Il contributo positivo delle scorte si è limitato prevalentemente alla prima metà dell'anno, in quanto il ritmo di decumulo è stato più lento rispetto al 2009. Le esportazioni dell'area hanno tratto vantaggio dal miglioramento del contesto esterno, connesso all'allentamento della crisi finanziaria, che ha trovato riscontro in una crescita più pronunciata sia nei paesi sviluppati che in quelli emergenti. L'aumento della domanda estera ha indotto un incremento particolarmente pronunciato delle esportazioni nel 2010. Tuttavia, non c'è stato un contributo positivo delle esportazioni nette, dal momento che le importazioni sono cresciute a un ritmo leggermente più sostenuto. I consumi privati e gli investimenti hanno ripreso a espandersi, pur non avendo recuperato completamente dopo le recenti turbolenze finanziarie senza precedenti e la recessione economica (cfr. figura 30).

Nel terzo trimestre del 2010 la crescita sul periodo corrispondente dei consumi privati è stata positiva, all'1,0 per cento, dopo la contrazione dell'1,1 nel 2009. Questa ripresa

Figura 30 Contributi alla crescita trimestrale del PIL in termini reali

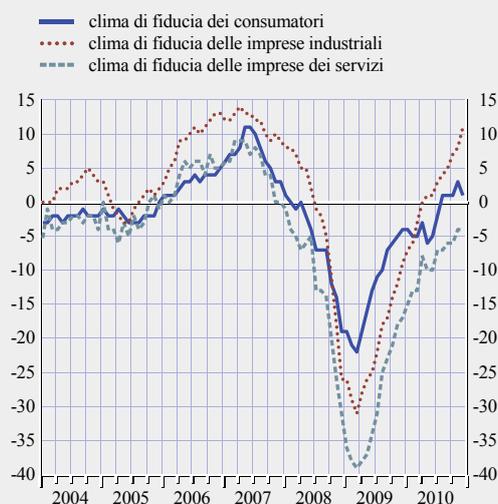
(contributi trimestrali in punti percentuali; dati destagionalizzati)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
1) Variazioni percentuali sul trimestre precedente.

Figura 31 Indicatori del clima di fiducia

(saldi percentuali; dati destagionalizzati)



Fonte: indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese.
Nota: i dati sono calcolati come deviazioni dalla media del periodo dal gennaio 1985 per il clima di fiducia dei consumatori e delle imprese industriali e dall'aprile 1995 per quello delle imprese dei servizi.

è stata sostenuta da un incremento del reddito reale disponibile e da una riduzione del risparmio a scopo precauzionale in conseguenza della minore incertezza, dovuta alla graduale stabilizzazione del mercato del lavoro. Un altro elemento che ha giocato a favore potrebbe essere stato l'effetto ricchezza dovuto alle migliori condizioni sui mercati finanziari (cfr. riquadro 6). L'incremento dei consumi privati si è accompagnato al miglioramento del clima di fiducia dei consumatori nel 2010 (cfr. figura 31). Anche se nel complesso il

reddito disponibile reale ha contribuito alla crescita dei consumi privati, la persistente debolezza del mercato del lavoro è stata il principale fattore limitante la ripresa della spesa delle famiglie. I consumi privati sono stati contenuti specialmente dal perdurante calo della domanda di autovetture. Questo calo tuttavia nasconde notevoli divergenze fra i paesi, riconducibili in parte alle differenze nel rientro dalle misure di stimolo fiscale, soprattutto per quanto riguarda gli incentivi alla rottamazione delle autovetture.

Riquadro 6

IL RISPARMIO DELLE FAMIGLIE NELL'AREA DELL'EURO

Il tasso di risparmio delle famiglie dell'area dell'euro è aumentato notevolmente durante la recessione del 2008 e 2009. In base a una somma mobile su quattro trimestri, il tasso di risparmio ha raggiunto il valore massimo del 15,2 per cento nel quarto trimestre del 2009, in rialzo di 1,4 punti percentuali dall'inizio della recessione nel primo trimestre del 2008. Nel 2010 il tasso di risparmio è poi diminuito, fino al 14,2 per cento nel terzo trimestre (cfr. figura A). Il presente riquadro esamina i fattori che hanno influenzato il comportamento dei risparmiatori nell'area dell'euro durante la recessione e la ripresa in atto, oltre ad analizzare la probabile evoluzione futura del risparmio.

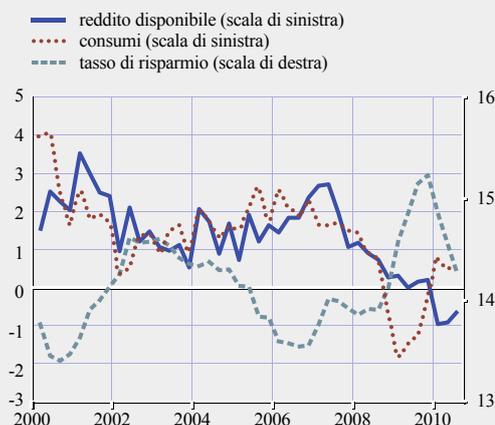
Le motivazioni teoriche alla base delle decisioni di risparmio delle famiglie

La teoria indica molteplici motivi all'origine delle decisioni di consumo e di risparmio delle famiglie difficili da isolare l'uno dall'altro. Uno dei principi fondamentali è che gli individui basano i propri consumi sul reddito reale che si attendono di percepire nell'arco della loro vita. Di conseguenza, il risparmio rappresenta un mezzo per ridistribuire in modo omogeneo i consumi di fronte alle variazioni del reddito sia nell'arco di orizzonti lunghi (ad esempio, risparmiando in vista del pensionamento) sia per periodi più brevi (in caso di fluttuazioni temporanee del reddito).

Le oscillazioni del reddito, tuttavia, potrebbero non essere l'unica determinante delle variazioni del saggio di risparmio. I livelli di risparmio di alcune famiglie sono influenzati dagli andamenti

Figura A Reddito, consumo e risparmio delle famiglie

(tassi di crescita sul periodo corrispondente; percentuali di reddito disponibile)



Fonti: Eurostat e BCE.

Nota: il tasso di risparmio è calcolato sulla base di medie mobili di quattro trimestri.

della loro ricchezza finanziaria e non finanziaria, giacché gli aumenti di valore delle attività nette detenute rappresentano un'importante fonte addizionale di potere d'acquisto presente e futuro. I risparmi possono inoltre risentire del grado di incertezza circa il reddito futuro (collegato ad esempio alle prospettive occupazionali), che potrebbe indurre le famiglie a detenere maggiori riserve di liquidità per tutelarsi da riduzioni inattese del reddito, un fenomeno noto sotto il nome di "risparmio precauzionale". È inoltre probabile che le decisioni di risparmio delle famiglie siano influenzate dalle scelte e dalle azioni di altri operatori economici. Ad esempio, un fattore importante può essere rappresentato dalle variazioni delle scelte di finanza pubblica: un aumento del debito pubblico potrebbe indurre le famiglie ad accrescere il livello dei risparmi, almeno in una certa misura, anticipando futuri maggiori oneri fiscali, secondo un comportamento "ricardiano".

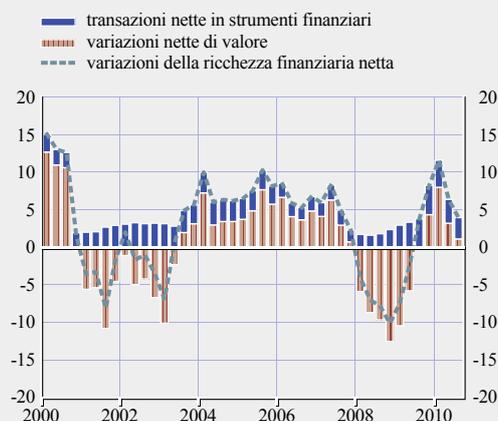
Andamenti recenti del risparmio delle famiglie dell'area dell'euro

L'aumento del tasso di risparmio durante la recessione non è facilmente conciliabile con il concetto di redistribuzione omogenea dei consumi a fronte di una contrazione del reddito. Uno dei fattori fondamentali che potrebbe aver influenzato le decisioni di risparmio delle famiglie durante la recessione è stata l'incertezza circa le prospettive di reddito futuro alla luce della crisi finanziaria e della recessione economica. L'occupazione è diminuita sensibilmente durante la recessione e la disoccupazione nell'area dell'euro è salita. La sicurezza del posto di lavoro è stata pertanto fonte di particolare preoccupazione per le famiglie, inducendole a ridurre la spesa e ad aumentare il risparmio precauzionale. Dalla fine della recessione, tuttavia, l'indicatore della Commissione europea relativo al clima di fiducia dei consumatori segnala che le famiglie sono più ottimiste circa la situazione economica e, in particolare l'andamento della disoccupazione nell'area dell'euro. Ciò potrebbe essere un motivo per cui il tasso di risparmio delle famiglie è diminuito nel 2010.

È altresì possibile che il comportamento delle famiglie durante il recente ciclo economico abbia risentito delle mutate aspettative riguardo il reddito futuro. Le famiglie potrebbero attendersi una diminuzione permanente della ricchezza immobiliare, viste le correzioni al ribasso del mercato delle abitazioni in numerosi paesi dell'area dell'euro. Inoltre, a causa dei cali dei mercati finanziari nel 2008 e agli inizi del 2009, la ricchezza finanziaria delle famiglie è nettamente diminuita. Entrambi gli andamenti hanno indotto le famiglie ad accrescere i risparmi. I mercati finanziari hanno poi mostrato un certo recupero e le ultime informazioni disponibili suggeriscono che i prezzi delle abitazioni avrebbero superato il punto minimo nel complesso dell'area dell'euro. Questi due fattori hanno concorso all'aumento (sul periodo corrispondente) della ricchezza netta delle famiglie nell'area dell'euro (cfr. figura B) dall'ultimo trimestre del 2009 e avrebbero determinato in parte il calo del risparmio osservato nel 2010. Tuttavia, in alcune regioni dell'area, specie dove i prezzi delle attività e

Figura B Ricchezza finanziaria netta delle famiglie

(tassi di crescita sul periodo corrispondente; contributi alla crescita sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat e BCE.

i livelli di debito erano aumentati negli anni prima della crisi finanziaria, potrebbero persistere timori sulle condizioni dei bilanci, tali da indurre un certo numero di famiglie a mantenere tassi di risparmio più elevati.

Un'ulteriore fonte di incertezza dall'inizio della crisi finanziaria è costituita dalle implicazioni dei forti incrementi dei disavanzi pubblici. Il funzionamento degli stabilizzatori automatici durante la recessione ha contribuito ad attutire gli effetti sul reddito delle famiglie, ad esempio riducendo le imposte e aumentando i trasferimenti. Anche le misure discrezionali adottate dai governi, come gli incentivi all'acquisto di autovetture in diversi paesi dell'area, hanno stimolato i consumi durante la fase recessiva. Gli effetti complessivi sul tasso di risparmio sarebbero comunque dipesi dalla valutazione delle famiglie riguardo le implicazioni sul lungo periodo dei debiti finanziari delle amministrazioni pubbliche. Il brusco aumento dei livelli del debito pubblico, oltre alle proiezioni secondo cui i disavanzi pubblici dovrebbero rimanere elevati per un periodo prolungato, potrebbero aver acuito i timori delle famiglie circa le prospettive fiscali. Il risanamento futuro dei conti pubblici, mediante un aumento dell'imposizione o una contrazione della spesa pubblica, avrà ripercussioni sul reddito delle famiglie negli anni a venire. Ciò potrebbe aver indotto le famiglie ad accumulare risparmi in previsione di tale eventualità. Tali preoccupazioni potrebbero aver assunto particolare rilievo quando, nei primi mesi del 2010 e più avanti nell'anno, l'incertezza sul debito sovrano si è acuita nei mercati finanziari, probabilmente innalzando i tassi di risparmio su livelli che altrimenti non sarebbero stati raggiunti.

Le prospettive del risparmio delle famiglie nell'area dell'euro

Dopo la contrazione dei risparmi delle famiglie nel 2010, ci si attende in futuro un ulteriore calo del tasso di risparmio nell'area dell'euro, dal momento che le famiglie saranno indotte a ridurre i risparmi precauzionali man mano che la ripresa si estende e il mercato del lavoro si rafforza.

L'incertezza riguardo l'evoluzione del risparmio delle famiglie rimane tuttavia elevata. In termini di rischi al ribasso, una ripresa più sostenuta del previsto potrebbe migliorare il clima di fiducia, indurre le famiglie ad accrescere i consumi e ridurre i risparmi. È altresì possibile che il tasso di risparmio delle famiglie rimanga in maniera duratura su livelli più elevati rispetto a prima della recessione, qualora la crisi abbia indotto le famiglie a preoccuparsi più che in precedenza circa le prospettive di reddito o le abbia spinte a risanare i bilanci e a ridurre i livelli di debito, pur in presenza delle correzioni apportate negli ultimi tre anni. Inoltre, dopo lo scoppio delle bolle presenti in alcuni mercati delle attività, le famiglie potrebbero aver formulato una valutazione meno ottimistica della loro ricchezza futura. Infine, il risparmio potrebbe restare elevato qualora le famiglie siano preoccupate per le implicazioni future dell'onere fiscale loro imposto a causa degli alti livelli di debito pubblico e degli ampi disavanzi pubblici. Tali preoccupazioni sottolineano quanto sia importante che i governi dell'area elaborino strategie credibili di risanamento dei conti pubblici per arginare gli ampi squilibri accumulatisi durante la recessione.

Nel 2010 la crescita dei consumi pubblici ha continuato a sostenere l'attività economica, pur essendo meno vivace rispetto al 2009. Il contenimento dei consumi pubblici ha rispecchiato gli sforzi di risanamento tesi a limitare il deterioramento dei saldi del bilancio pubblico.

La crescita degli investimenti fissi totali è andata aumentando, fino a segnare un tasso positivo nel terzo trimestre del 2010. Le imprese hanno ripreso i piani di espansione, alla luce delle migliori prospettive economiche, dell'aumento degli ordini e delle migliori condizioni di accesso al credito. Ciononostante, la ripresa

degli investimenti è proceduta a un ritmo piuttosto lento. L'incremento degli investimenti in costruzioni è stato modesto, a causa degli aggiustamenti nei mercati delle abitazioni in diversi paesi dell'area dell'euro dopo il brusco calo dei prezzi delle case nella recessione del 2009. L'accumulazione di capitale in settori diversi dalle costruzioni è rimasta su livelli moderati, alla luce dei vincoli imposti dalla persistente ristrutturazione dei bilanci e da un livello di utilizzo della capacità produttiva che stenta a crescere.

Le scorte hanno svolto un ruolo determinante nell'espansione in termini reali del PIL nella prima metà del 2010. Si stima che la dinamica delle scorte abbia contribuito alla crescita trimestrale del PIL nel primo e nel secondo trimestre del 2010, rispettivamente per 0,7 e 0,4 punti percentuali. L'attività osservata nella prima metà del 2010 è riconducibile alla decisione delle imprese di ridurre il ritmo di decumulo delle giacenze di magazzino rispetto al 2009, con un impatto sulle consegne più rapide lungo la filiera produttiva. I dati di contabilità nazionale indicano che nel terzo trimestre dell'anno l'accumulo di scorte ha perso notevole slancio, dato che questa componente della domanda aggregata ha fornito un contributo pari a 0,1 punti percentuali alla crescita del PIL sul trimestre precedente.

Nel terzo trimestre del 2010 le esportazioni di beni e servizi dell'area dell'euro sono aumentate considerevolmente, dell'11,3 per cento sul periodo corrispondente, recuperando un'ampia frazione delle contrazioni registrate nel 2009. Tale incremento è stato sorretto dal commercio verso l'interno e l'esterno dell'area ed è riconducibile alla forte ripresa dei livelli di attività su scala internazionale, essendosi attenuate le tensioni dovute alla crisi finanziaria. Dato che anche le importazioni sono aumentate a un ritmo molto sostenuto, il contributo complessivo delle esportazioni nette alla crescita trimestrale del PIL è risultato lievemente negativo nei primi tre trimestri del 2010, pur in presenza di contributi leggermente positivi sia nel secondo che nel terzo trimestre. La crescita delle importazioni

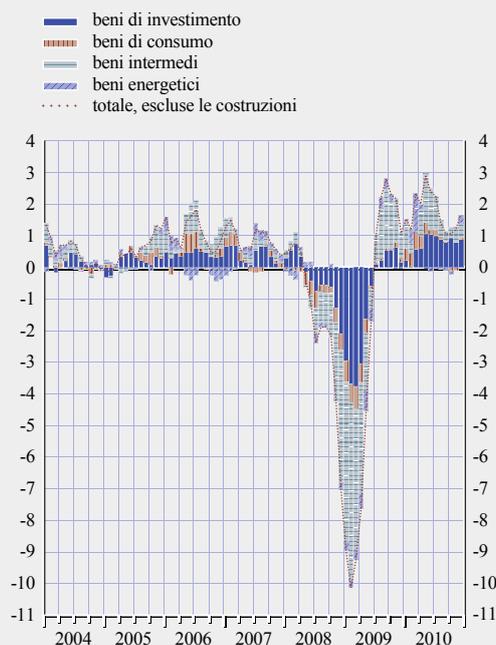
e delle esportazioni ha interessato quasi tutte le principali categorie merceologiche, con un incremento particolarmente consistente per gli *input* intermedi.

LA PRODUZIONE INDUSTRIALE HA SEGNATO UN RECUPERO

In prospettiva settoriale, l'espansione del prodotto va ricondotta prevalentemente all'attività industriale, considerando che nel terzo trimestre del 2010 il valore aggiunto nell'industria (al netto delle costruzioni) è aumentato del 5,2 per cento sul periodo corrispondente, a fronte di un incremento nello stesso periodo dell'1,7 nei servizi di mercato e di un calo del 3,1 nelle costruzioni. In base ai risultati delle indagini, nel complesso del 2010 il grado di utilizzo della capacità produttiva nel settore manifatturiero è aumentato al 76,8 per cento.

Figura 32 Crescita della produzione nell'industria e relativi contributi

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

La produzione di beni intermedi ha segnato un recupero particolarmente sostenuto a seguito del rallentamento del decumulo delle scorte lungo la filiera produttiva. Anche la produzione di beni di investimento è aumentata bruscamente, grazie al maggior vigore della domanda esterna e, in misura minore, al miglioramento delle prospettive economiche interne (cfr. figura 32). Il prodotto nelle costruzioni è diminuito ancora, in connessione con gli aggiustamenti del mercato delle abitazioni in diversi paesi dell'area dell'euro. Nel complesso, l'involuzione nel settore degli immobili residenziali ha più che compensato il contributo dei progetti infrastrutturali avviati dai governi.

LE CONDIZIONI DEL MERCATO DEL LAVORO SI SONO INFINE STABILIZZATE

Dopo un netto peggioramento nel 2009, le condizioni del mercato del lavoro nell'area dell'euro hanno iniziato a stabilizzarsi nel 2010, allorché il calo dell'occupazione si è esaurito e l'aumento dei tassi di disoccupazione ha perso slancio.

L'occupazione nell'area dell'euro (misurata in numero di occupati) è rimasta invariata

nella media dei primi tre trimestri del 2010, segnando un netto miglioramento rispetto al calo dell'1,8 per cento nel 2009 (cfr. tavola 4). Durante la recessione del 2009 numerose imprese hanno preferito mantenere i livelli occupazionali piuttosto che sostenere i costi associati al licenziamento dei lavoratori (in termini di capitale umano perduto o indennità di fine rapporto). Poiché l'aggiustamento dei livelli occupazionali osservato nel 2009 è avvenuto per lo più attraverso la riduzione delle ore lavorate per occupato, la crescita nel 2010 è stata più elevata in termini di ore lavorate totali che in numero di occupati (cfr. il riquadro 7, che raffronta il recente andamento del mercato del lavoro nell'area dell'euro con quello negli Stati Uniti). La produttività del lavoro è aumentata marcatamente (per ora lavorata e ancor più per occupato), contribuendo ad accrescere la redditività delle imprese in un contesto caratterizzato dal contenimento della dinamica salariale.

In una prospettiva settoriale, i dati relativi agli occupati fino al terzo trimestre del 2010 segnalano un incremento occupazionale in alcuni comparti dei servizi, segnatamente l'amministrazione pubblica e i servizi di mercato

Tavola 4 Andamenti del mercato del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo precedente; valori percentuali)

	2008	2009	2010	2009 4° trim.	2010 1° trim.	2010 2° trim.	2010 3° trim.	2010 4° trim.
Forze di lavoro	0,8	0,2	.	0,0	0,1	0,2	0,0	.
Occupazione	0,8	-1,8	.	-0,2	0,0	0,1	0,0	.
Agricoltura ¹⁾	-1,7	-2,2	.	0,6	0,0	-1,1	-0,2	.
Industria ²⁾	-0,7	-5,7	.	-1,0	-0,8	-0,3	-0,6	.
– escluse le costruzioni	-0,0	-5,3	.	-1,2	-0,8	-0,3	-0,4	.
– costruzioni	-2,1	-6,6	.	-0,5	-1,0	-0,2	-1,1	.
Servizi ³⁾	1,4	-0,5	.	0,0	0,3	0,3	0,2	.
Tassi di disoccupazione⁴⁾								
Totale	7,5	9,4	10,0	9,9	9,9	10,0	10,0	10,0
Meno di 25 anni	15,5	19,5	20,3	20,1	20,2	20,2	20,1	20,4
25 anni e oltre	6,6	8,3	8,8	8,7	8,8	8,8	8,9	8,9

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.

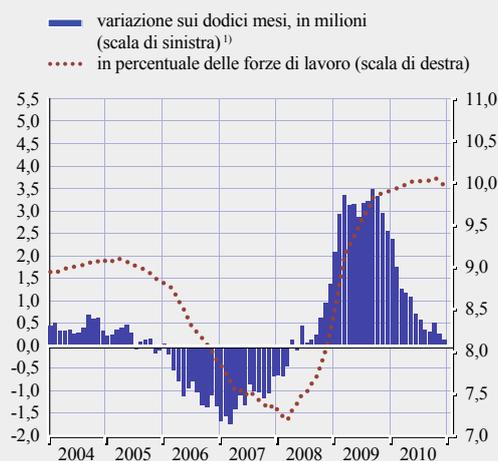
4) In percentuale delle forze di lavoro, in base alla metodologia raccomandata dall'ILO.

connessi alle attività finanziarie ed economiche. Tale incremento è stato controbilanciato dal calo del numero di posti di lavoro nei settori agricolo, industriale e nei servizi di mercato connessi al commercio e ai trasporti. Fra le attività industriali il settore maggiormente colpito è stato quello delle costruzioni.

Il tasso di disoccupazione si è collocato al 10,0 per cento nella media del 2010, dal 9,4 nel 2009; i dati mensili mostrano che a partire dal secondo trimestre dell'anno tale indicatore ha subito una sostanziale decelerazione. I tassi di disoccupazione hanno osservato dinamiche simili nelle diverse economie dell'area dell'euro, seppur riflettendo le specificità dei singoli paesi. Inoltre, l'incremento medio mensile del numero di disoccupati si è fortemente ridotto rispetto ai livelli registrati nel 2009 (cfr. figura 33).

Figura 33 Disoccupazione

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

1) Le variazioni sui dodici mesi non sono destagionalizzate.

Riquadro 7

ANDAMENTI RECENTI DEL MERCATO DEL LAVORO NELL'AREA DELL'EURO E NEGLI STATI UNITI: LE PRINCIPALI DIFFERENZE IN UNA PROSPETTIVA STORICA

L'ultima recessione, caratterizzata da un marcato rallentamento dell'attività economica rispetto alle precedenti, ha avuto ripercussioni notevoli sul mercato del lavoro, sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti. Cali occupazionali hanno interessato diversi comparti dell'economia; alcuni settori in particolare, come le costruzioni e i servizi finanziari, sono stati colpiti con maggiore intensità su ambedue le sponde dell'Atlantico. In entrambe le aree economiche il totale delle ore lavorate è diminuito nettamente, sebbene negli Stati Uniti la contrazione sia avvenuta in buona parte attraverso la soppressione di posti di lavoro, mentre nell'area dell'euro si è fatto preferibilmente ricorso alla riduzione del numero di ore settimanali lavorate¹. La partecipazione alla forza lavoro è rimasta piuttosto stabile nell'area dell'euro grazie alle politiche di approvvigionamento della manodopera, mentre è diminuita sensibilmente negli Stati Uniti, in quanto numerosi lavoratori licenziati hanno abbandonato il mercato del lavoro per mancanza di opportunità di occupazione.

Il presente riquadro esamina i recenti andamenti del mercato del lavoro nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, analizzando l'evoluzione di alcuni indicatori durante l'ultima recessione e raffrontandoli con i precedenti rallentamenti dai primi anni settanta e la ripresa in atto.

1 Cfr. il riquadro *Confronto fra gli andamenti dell'occupazione nell'area dell'euro e negli Stati Uniti* nel numero di luglio 2010 del Bollettino mensile della BCE.

Forte aggiustamento dell'occupazione durante la recessione

Durante la recente recessione i posti di lavoro nell'area dell'euro sono diminuiti di circa 2,7 milioni di unità (cfr. la figura), o dello 0,8 per cento (2,1 per cento in ore lavorate totali), come mostrato nella tavola. Tale flessione si è associata a una contrazione del 3,0 per cento del PIL in termini reali², con un'elasticità di circa 0,25 (0,7 in termini di ore). In altre parole, per ogni punto percentuale di riduzione del PIL, l'occupazione nell'area dell'euro è diminuita di circa 0,25 punti percentuali. L'elasticità dell'occupazione al PIL nell'area dell'euro cela un'ampia eterogeneità fra i paesi, con Spagna e Germania che ai due opposti estremi registrano elasticità rispettivamente pari a 2,2 e 0,1³. Il calo degli occupati nell'area si è protratto, anche durante le prime fasi di ripresa dell'attività economica, fino alla fine del 2009. Gli effetti del rallentamento economico sull'occupazione sono stati molto più marcati negli Stati Uniti, dove il numero di occupati è diminuito di circa 5,9 milioni di unità durante la recessione⁴. Negli Stati Uniti l'occupazione è scesa del 2,8 per cento (4,2 per cento in ore lavorate totali), contestualmente a una contrazione del 2,7 per cento del PIL, con un'elasticità dell'occupazione al prodotto di 1 (1,5 in termini di ore).

In un confronto con le precedenti recessioni (dai primi anni settanta in avanti), l'elasticità dell'occupazione al prodotto è sostanzialmente in linea con i valori storici negli Stati Uniti, ma nettamente minore nell'area dell'euro. Se misurata in termini di ore lavorate, l'elasticità è risultata sostanzialmente comparabile con quella osservata nelle passate recessioni negli Stati Uniti e in misura minore con quella dell'area dell'euro. La diversa reazione dell'occupazione nell'area dell'euro riflette in parte l'amplissimo ricorso, in diversi paesi, a programmi che prevedono orari ridotti come tentativo diretto di salvaguardare l'occupazione.

La recessione recente ha tuttavia avuto un impatto sul mercato del lavoro al di là del calo occupazionale. Il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro è aumentato dal 7,2 per cento del primo trimestre del 2008 al 9,3 registrato alla fine del rallentamento nel secondo trimestre del 2009, il livello più elevato dal terzo trimestre del 1998. Negli Stati Uniti il tasso è aumentato ancor più nettamente, di circa 5 punti percentuali dal punto di minimo a quello di massimo, raggiungendo il 9,5 per cento nel secondo trimestre del 2009. Inoltre, mentre nell'area dell'euro la partecipazione alla forza lavoro è rimasta piuttosto stabile in prospettiva storica, negli Stati Uniti si è contratta in misura nettamente maggiore rispetto alle precedenti recessioni;

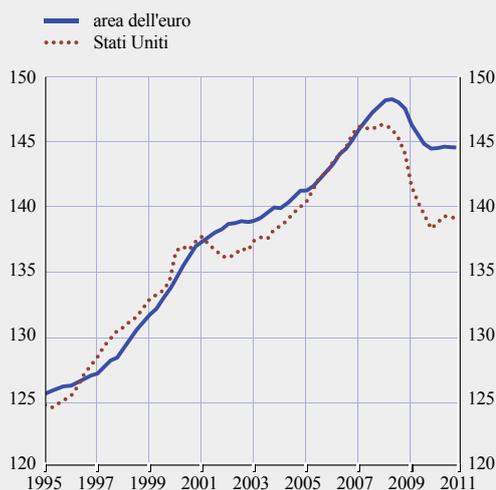
2 Salvo diversa indicazione, i valori sono calcolati come medie dei tassi di crescita trimestrali/mensili (in ragione d'anno).

3 Per maggiori dettagli sull'eterogeneità fra i paesi dell'area dell'euro, cfr. l'articolo *Ripercussioni della recessione sui mercati del lavoro nell'area del lavoro* nel numero di luglio 2010 del Bollettino mensile della BCE.

4 Il valore corrispondente dal punto massimo al punto minimo dell'occupazione, fra l'ultimo trimestre del 2007 e l'ultimo del 2009, è stato prossimo a 8 milioni.

Andamento della disoccupazione nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(milioni di persone)



Fonti: Eurostat, Bureau of Labor Statistics ed elaborazioni della BCE.

ciò potrebbe suggerire che il tasso di disoccupazione sottostimi le condizioni di eccesso di offerta nel mercato del lavoro. Inoltre, il protratto incremento della disoccupazione si è tradotto in un aumento della quota dei disoccupati da almeno sei mesi sul totale dei disoccupati, fino a oltre il 30 per cento, dato eccezionalmente più elevato rispetto alle medie storiche statunitensi. Il tasso di disoccupazione di lungo periodo è tradizionalmente molto più elevato nell'area dell'euro che negli Stati Uniti, ma nella recente recessione è rimasto sostanzialmente invariato a quasi il 59 per cento. Nella recente recessione il costo del lavoro per unità di prodotto è aumentato del 4,4 per cento nell'area dell'euro (poiché, a causa del *labour hoarding*, il costo del lavoro non è sceso quanto il valore aggiunto), un ritmo molto più sostenuto rispetto all'1,7 per cento registrato negli Stati Uniti, dove il ridimensionamento dell'occupazione ha indotto un incremento della produttività e il costo del lavoro ha rallentato notevolmente⁵.

Modesto incremento dell'occupazione all'inizio della ripresa

Sebbene sia prematuro esprimere una valutazione sulla ripresa in atto nella prospettiva del mercato del lavoro, è nondimeno interessante evidenziare alcuni elementi caratteristici degli aggiustamenti in corso. Poiché normalmente il mercato del lavoro reagisce in ritardo all'incremento dell'attività economica, il suo deterioramento, non sorprendentemente, è continuato in una certa misura durante la ripresa in atto. Fra il secondo trimestre del 2008 e la fine del 2009 i posti di lavoro sono diminuiti di 3,7 milioni di unità. In base ai risultati dell'Indagine sulle forze di lavoro dell'Unione europea, la disoccupazione nell'area dell'euro è scesa al 9,8 per cento del totale della forza lavoro nel terzo trimestre del 2010, leggermente al di sotto del livello massimo registrato nel primo semestre dell'anno. Emergono altri segnali di miglioramento nell'area dell'euro, quali la crescita delle ore lavorate e l'inversione dell'andamento del costo del lavoro per unità di prodotto che ha iniziato a ridursi. La situazione del mercato del lavoro negli Stati Uniti ha cominciato a migliorare all'inizio del 2010 (sei mesi dopo l'avvio della ripresa), con un modesto aumento dell'occupazione e un lieve calo del tasso di disoccupazione.

L'evoluzione positiva del mercato del lavoro trova conferma anche nell'andamento delle ore lavorate totali, sia nell'area dell'euro che negli Stati Uniti (cfr. tavola). Il tasso di disoccupazione negli Stati Uniti non è sceso fino al primo trimestre del 2010 e da allora è rimasto sostanzialmente stabile, mentre nell'area dell'euro ha continuato a salire, sebbene più lentamente negli ultimi trimestri. Ciò testimonia la lentezza del processo di miglioramento delle condizioni sul mercato del lavoro, poiché la creazione di posti di lavoro non è attualmente sufficiente a ridurre il numero di disoccupati. Un ulteriore segnale della debolezza della ripresa del mercato del lavoro è il permanere del tasso di partecipazione alla forza lavoro su livelli relativamente bassi. Ciò è particolarmente vero negli Stati Uniti, benché negli ultimi mesi si siano osservati segni di stabilizzazione. Nel contempo, è aumentata ancora l'incidenza del numero dei disoccupati da almeno sei mesi sul totale dei disoccupati, raggiungendo livelli storicamente elevati sia nell'area dell'euro che negli Stati Uniti (rispettivamente il 65 e leggermente inferiore al 45 per cento; cfr. tavola). In entrambi i casi tale aumento, sebbene di origine prevalentemente ciclica, determina un deterioramento del capitale umano che potrebbe innalzare la disoccupazione strutturale.

⁵ Per un raffronto dettagliato fra le dinamiche salariali nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, cfr. il riquadro *La dinamica salariale nell'area dell'euro e negli Stati Uniti durante la recente contrazione dell'economia: un'analisi comparativa* nel numero di maggio 2010 del Bollettino mensile della BCE.

Indicatori del mercato del lavoro nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(variazioni percentuali; punti percentuali)

	Attuale fase espansiva		Ultima recessione		Precedenti recessioni	
	Area dell'euro	Stati Uniti	Area dell'euro	Stati Uniti	Area dell'euro	Stati Uniti
Popolazione con più di 16 anni	0,4	0,9	0,4	0,9	0,7	1,1
Tasso di partecipazione (in perc.)	56,1	64,3	56,4	65,7	53,4	64,4
Variazioni del tasso di partecipazione	-0,2	-0,9	0,0	-0,2	-0,3	-0,1
Tasso di disoccupazione (in perc.)	9,8	9,4	9,3	9,5	9,5	7,9
Variazione del tasso di disoccupazione	0,3	-0,1	1,3	3,0	0,0	2,4
Disoccupazione: per più di sei mesi (in perc. del totale)	65,0	44,5	58,6	29,8	-	12,9
Variazione della disoccupazione per più di sei mesi	6,3	9,8	-4,0	6,8	-	2,6
Occupazione	-0,5	-0,3	-0,8	-2,8	-0,6	-1,2
Ore lavorate totali	-0,5	0,3	-2,1	-4,2	0,9	-1,9
Tasso di occupazione in rapporto alla popolazione attiva (in perc.)	50,6	58,3	51,1	59,4	48,3	59,4
Variazione del tasso di occupazione in rapporto alla popolazione attiva	-0,4	-0,7	-0,7	-2,2	-0,7	-1,6
Costo del lavoro per unità di prodotto	-0,6	-0,9	4,4	1,7	10,8	6,3
<i>Per memoria:</i>						
PIL in termini reali	1,8	3,0	-3,0	-2,7	-0,6	-1,2
Durata media (in trimestri)	4,0	5,0	5,0	6,0	8,0	4,0

Fonti: Eurostat, OCSE, Commissione Europea, Bureau of Labor Statistics ed elaborazioni della BCE.

Note: le datazioni dei cicli sono prese dal National Bureau of Economic Research e dal Centre for Economic Policy Research. I dati per l'attuale fase espansiva sono fino al 3° trimestre 2010 per l'area dell'euro e fino al 4° trimestre 2010 per gli Stati Uniti. La popolazione attiva si riferisce agli individui con più di 15 anni. Salvo diversa indicazione, i dati sono calcolati come medie di tassi di crescita mensili/trimestrali (annualizzati). Il tasso di partecipazione e di occupazione sono calcolati sulla popolazione con più di 16 e 15 anni rispettivamente. I livelli dei tassi partecipazione, nonché l'occupazione e la disoccupazione sono misurati all'ultimo trimestre della fase di ripresa o di recessione e non sono una media come nel caso delle variazioni e dei tassi di crescita. Il costo del lavoro per unità di prodotto negli Stati Uniti si riferisce al settore delle imprese.

Nel complesso, gli andamenti del mercato del lavoro nell'area dell'euro e negli Stati Uniti hanno evidenziato alcune differenze. In primo luogo, sebbene la contrazione dell'attività sia stata più marcata nell'area dell'euro, le ripercussioni sul mercato del lavoro sono state più pronunciate negli Stati Uniti. In particolare, la riduzione degli *input* di lavoro nell'area dell'euro ha interessato più il numero di ore lavorate per addetto che il numero di occupati, anche grazie all'ampio ricorso ai programmi di riduzione degli orari di lavoro; negli Stati Uniti, al contrario, l'aggiustamento è stato ottenuto, in termini relativi, intervenendo soprattutto sul numero di occupati. In secondo luogo, data l'entità della contrazione del prodotto, la correzione nell'area dell'euro appare meno pronunciata rispetto a quelle osservate nelle precedenti recessioni, in particolare per quanto riguarda la perdita di posti di lavoro. Per contro, il mercato del lavoro negli Stati Uniti è stato caratterizzato da un calo molto più marcato della partecipazione alle forze di lavoro e da un significativo aumento della durata della disoccupazione, mentre la riduzione dei posti di lavoro, tenuto conto del livello di contrazione dell'attività, è rimasta sostanzialmente in linea con quella osservata nelle passate recessioni. Nell'area dell'euro, benché il deterioramento del mercato del lavoro sia stato meno marcato, i livelli eccezionalmente alti raggiunti dal numero di disoccupati da almeno sei mesi richiedono risposte efficaci. In mancanza di un intervento attivo e tempestivo e dell'adozione di misure tese a promuovere la formazione continua, il rischio di erosione del capitale umano associato a lunghi periodi di disoccupazione potrebbe determinare un aumento della disoccupazione strutturale. Ciò renderebbe più difficile riportare la disoccupazione sui livelli antecedenti la recessione durante la fase di ripresa.

2.5 LA FINANZA PUBBLICA

IL DISAVANZO DI BILANCIO DELL'AREA DELL'EURO SI È STABILIZZATO NEL 2010

Lo shock della recente crisi economica e finanziaria ha dato luogo a un brusco incremento del disavanzo e del debito pubblico in rapporto al PIL e nel 2010 gli operatori dei mercati finanziari hanno messo in dubbio la sostenibilità delle finanze pubbliche di alcuni paesi dell'area dell'euro. In risposta al dispiegarsi della crisi del debito sovrano e agli effetti negativi di contagio, i paesi più colpiti hanno attuato misure aggiuntive di risanamento e riforma strutturale per ripristinare la credibilità. La crisi ha mostrato che assicurare finanze pubbliche solide è un presupposto essenziale per la stabilità macroeconomica e finanziaria complessiva.

Dopo due anni di forte deterioramento dei bilanci, il disavanzo pubblico aggregato dell'area dell'euro si è stabilizzato nel 2010, benché i livelli raggiunti nei vari paesi siano stati molto diversi. Secondo le previsioni economiche autunnali della Commissione europea pubblicate il 29 novembre, nel 2010 il disavanzo medio delle Amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro in rapporto al PIL è rimasto invariato rispetto al 2009 al 6,3 per cento (cfr. tavola 5). La stabilizzazione del disavanzo di bilancio va in parte ricondotta a una ripresa della crescita delle entrate, dopo il marcato calo del 2009, in un contesto macroeconomico in fase di stabilizzazione. Allo stesso tempo, la crescita della spesa pubblica ha rallentato, grazie al graduale rientro delle misure di stimolo fiscale attuate dalla fine del 2008 e ai nuovi interventi di riequilibrio dei conti pubblici che hanno compensato la crescita ancora relativamente vigorosa dei trasferimenti sociali, di quelli in conto capitale e della spesa per interessi. Il contenimento delle uscite è stato particolarmente pronunciato negli investimenti pubblici e nella spesa per il pubblico impiego; quest'ultima ha risentito in vari paesi di una diminuzione dell'occupazione e del congelamento o della riduzione dei salari. In rapporto al PIL, le entrate e le spese pubbliche totali sono rimaste sostanzialmente invariate

ai livelli del 2009, rispettivamente al 44,4 e al 50,8 per cento.

Le previsioni per le finanze pubbliche divulgate dalla Commissione in autunno sono, per la maggior parte dei paesi, più favorevoli delle stime riportate negli aggiornamenti dei programmi di stabilità presentati tra dicembre 2009 e marzo 2010. Questi ultimi indicavano un disavanzo più elevato per l'insieme dell'area dell'euro, pari al 6,6 per cento del PIL nel 2010 contro il 6,3 per cento prospettato dalla Commissione (cfr. tavola 5). In molti casi, le previsioni più favorevoli della Commissione riflettono una crescita economica più vigorosa di quanto atteso in precedenza che darebbe luogo a un gettito fiscale più elevato, mentre nel caso del Portogallo il conseguimento del nuovo obiettivo del governo è principalmente attribuibile a una considerevole misura *una tantum*, costituita dal trasferimento del fondo pensione di Portugal Telecom al sistema pensionistico del settore pubblico.

Per alcuni paesi, tuttavia, le previsioni della Commissione europea per il disavanzo sono considerevolmente superiori a quanto prospettato nei programmi di stabilità o negli obiettivi di governo aggiornati. È questo il caso della Slovacchia, a causa delle entrate inferiori alle attese, ma anche della Grecia e dell'Irlanda, che hanno registrato nel 2010 squilibri di bilancio particolarmente rilevanti.

In Grecia, il perdurare di un disavanzo e di un debito pubblico elevato, le segnalazioni inesatte dei dati di bilancio fino al 2009, nonché il rinvio di riforme economiche e sociali indispensabili, hanno gravemente compromesso la credibilità delle autorità. La Grecia ha registrato costi di indebitamento sempre più elevati e gravi difficoltà di finanziamento sul mercato e, alla fine di aprile, il governo ha dovuto chiedere il sostegno finanziario dei paesi dell'area dell'euro e dell'FMI. La concessione di tale sostegno è stata vincolata al rispetto di condizioni rigorose nel quadro di un ambizioso programma di riforme economiche, finanziarie, di bilancio e della gestione del settore pubblico. Dopo

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
	2008	2009	2010	2010
Belgio	-1,3	-6,0	-4,8	-4,8
Germania	0,1	-3,0	-3,7	-5,5
Irlanda	-7,3	-14,4	-32,3	-11,6
Grecia	-9,4	-15,4	-9,6	-8,0 ¹⁾
Spagna	-4,2	-11,1	-9,3	-9,3 ²⁾
Francia	-3,3	-7,5	-7,7	-8,2
Italia	-2,7	-5,3	-5,0	-5,0
Cipro	0,9	-6,0	-5,9	-6,0
Lussemburgo	3,0	-0,7	-1,8	-3,9
Malta	-4,8	-3,8	-4,2	-3,9
Paesi Bassi	0,6	-5,4	-5,8	-6,1
Austria	-0,5	-3,5	-4,3	-4,7
Portogallo	-2,9	-9,3	-7,3	-7,3 ²⁾
Slovenia	-1,8	-5,8	-5,8	-5,7
Slovacchia	-2,1	-7,9	-8,2	-5,5
Finlandia	4,2	-2,5	-3,1	-3,6
Area dell'euro	-2,0	-6,3	-6,3	-6,6

Debito lordo delle amministrazioni pubbliche

	Previsioni della Commissione europea			Programma di stabilità
	2008	2009	2010	2010
Belgio	89,6	96,2	98,6	100,6
Germania	66,3	73,4	75,7	76,5
Irlanda	44,3	65,5	97,4	77,9
Grecia	110,3	126,8	140,2	143,0 ¹⁾
Spagna	39,8	53,2	64,4	65,9
Francia	67,5	78,1	83,0	83,2
Italia	106,3	116,0	118,9	116,9
Cipro	48,3	58,0	62,2	61,0
Lussemburgo	13,6	14,5	18,2	18,3
Malta	63,1	68,6	70,4	68,6
Paesi Bassi	58,2	60,8	64,8	67,2
Austria	62,5	67,5	70,4	70,2
Portogallo	65,3	76,1	82,8	83,5 ³⁾
Slovenia	22,5	35,4	40,7	39,6
Slovacchia	27,8	35,4	42,1	40,8
Finlandia	34,1	43,8	49,0	48,3
Area dell'euro	69,8	79,2	84,2	84,3

Fonti: previsioni economiche dell'autunno 2010 della Commissione europea, aggiornamento dei programmi di stabilità per il 2009-10 ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati si basano sulle definizioni SEC95.

1) Obiettivo del programma FMI/UE per la Grecia.

2) Nuovi obiettivi dei governi per Spagna e Portogallo.

 3) Sulla base dello *Steering Report on the Budgetary Policy* (luglio 2010)

un avvio con forte slancio, con un'ampia correzione di bilancio e riforme del regime pensionistico e del mercato del lavoro, nella seconda metà dell'anno sono emerse varie sfide nell'attuazione del programma e alcune riforme strutturali hanno subito ritardi. In particolare, è probabile che l'effetto di trascinarsi della

revisione statistica al rialzo del disavanzo del 2009, nonché le entrate inferiori alle attese e un accumulo di pagamenti arretrati da parte degli enti di previdenza e assistenza sociale, abbiano determinato un disavanzo pubblico per il 2010, calcolato secondo le regole del SEC 95, superiore all'obiettivo. Per il 2011

le autorità hanno adottato ulteriori misure di risanamento per recuperare completamente il ritardo accumulato nel 2010, assicurando così il rispetto sostanziale del programma. Tuttavia, per gli anni successivi al 2011 devono ancora essere specificati interventi aggiuntivi per un ammontare pari circa al 6 per cento del PIL, al fine di conseguire l'obiettivo di ridurre il disavanzo pubblico a un livello inferiore al 3 per cento del PIL entro il 2014. Sono inoltre necessari ulteriori sforzi ambiziosi nell'ambito delle riforme strutturali.

In Irlanda, le ampie misure di risanamento delle finanze pubbliche adottate dal governo non sono riuscite ad arrestare il deterioramento della situazione dei conti pubblici, che riflette una debole posizione di bilancio di fondo unitamente a gravi problemi strutturali nel settore bancario e a una forte esposizione delle finanze pubbliche al settore finanziario. L'ingente aumento del disavanzo è stato in parte causato da un marcato calo del gettito fiscale che ha risentito del grave peggioramento della congiuntura, della notevole flessione della domanda interna e del fatto che il gettito riconducibile alla tassazione sugli immobili, in passato superiore alle attese,

ha subito una forte riduzione in seguito allo scoppio della bolla immobiliare. Inoltre, lo straordinario sostegno statale al settore bancario ha portato il disavanzo pubblico su un livello superiore al 30 per cento del PIL. Con il calo della fiducia dei mercati, in novembre il governo irlandese è stato costretto a chiedere all'UE e all'FMI assistenza finanziaria, vincolata al rispetto di condizioni rigorose. L'associato programma di aggiustamento si basa su un piano quadriennale di riequilibrio dei conti pubblici e di riforme strutturali, che comprende una profonda ristrutturazione del settore bancario. L'obiettivo è di ridurre il disavanzo pubblico al di sotto del 3 per cento del PIL entro il 2015 e di ripristinare la fiducia nella sostenibilità delle finanze pubbliche del paese.

Nel complesso, nel 2010 quasi tutti i paesi dell'area dell'euro hanno registrato un disavanzo superiore al valore di riferimento del 3 per cento del PIL. Alla fine dell'anno, erano sottoposti alla procedura per i disavanzi eccessivi 15 paesi dell'area dell'euro, con scadenze per la riduzione del rapporto disavanzo/PIL al di sotto del valore di riferimento del 3 per cento comprese tra il 2011 e il 2015 (cfr. tavola 6).

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

(percentuale del PIL)					
	Saldo di bilancio per il 2010	Inizio	Scadenza	Correzione strutturale media annua raccomandata	
Belgio	-4,8	2010	2012	¾	
Germania	-3,7	2011	2013	≥ 0,5	
Irlanda	-32,3	2010	2015 ¹⁾	2	
Grecia	-9,6	2010	2014	≥ 10 nel complesso del periodo 2009-2014	
Spagna	-9,3	2010	2013	>1,5	
Francia	-7,7	2010	2013	>1	
Italia	-5,0	2010	2012	≥ 0,5	
Cipro	-5,9	2010	2012	1 ½	
Lussemburgo	-1,8	-	-	-	
Malta	-4,2	2010	2011	¾	
Paesi Bassi	-5,8	2011	2013	¾	
Austria	-4,3	2011	2013	¾	
Portogallo	-7,3	2010	2013	1 ¼	
Slovenia	-5,8	2010	2013	¾	
Slovacchia	-8,2	2010	2013	1	
Finlandia	-3,1	2010	2011	½	

Fonti: previsioni dell'autunno 2010 della Commissione europea (colonna 1) e raccomandazioni del Consiglio Ecofin (colonne 2, 3 e 4).
1) Il 7 dicembre 2010 il Consiglio Ecofin ha prorogato di un anno, fino al 2015, la scadenza della procedura per disavanzo eccessivo nei confronti dell'Irlanda.

Il rapporto tra debito pubblico e PIL dell'area dell'euro è ancora notevolmente aumentato nel 2010, sebbene a un ritmo inferiore rispetto al 2009. Secondo le previsioni autunnali della Commissione europea, il rapporto medio tra debito pubblico e PIL è salito dal 79,2 per cento del 2009 all'84,2 del 2010, per effetto principalmente di disavanzi elevati e (in misura minore) del sostegno fornito al settore finanziario e alla Grecia. A differenza degli anni precedenti, nel 2010 l'aumento del rapporto debito/PIL è stato inferiore a quanto implicato dal livello del disavanzo, in quanto le poste di raccordo fra il disavanzo e la variazione del debito (stock-flow adjustments), che hanno continuato ad avere un effetto accrescitivo sul debito sebbene inferiore rispetto all'anno precedente, sono state più che compensate dall'impatto sul denominatore dalla crescita del PIL in termini nominali. Ciò detto, alla fine del 2010 il debito in rapporto al PIL era superiore al valore di riferimento del 60 per cento in 12 dei 16 paesi dell'area dell'euro e nettamente superiore al 100 per cento in Grecia e Italia.

Sebbene in numerosi paesi le prospettive per la finanza pubblica siano migliorate rispetto alle attese, la situazione dei conti pubblici dell'area dell'euro rimane precaria, contribuendo ad accrescere le tensioni nei mercati dei titoli di Stato. I timori nei mercati finanziari, che si riflettono nei rendimenti dei titoli di Stato, si sono addirittura intensificati nel 2010 e agli inizi del 2011 per alcuni paesi nei quali l'evoluzione delle finanze pubbliche risulta oltremodo negativa (per un'analisi degli andamenti nei mercati dei titoli di Stato, cfr. la sezione 2.2 del Capitolo 1).

È particolarmente difficile operare una distinzione tra fattori congiunturali e strutturali sottostanti all'evoluzione delle finanze pubbliche a causa dell'incertezza che caratterizza la valutazione in tempo reale della crescita tendenziale e dell'*output gap*. Ciò nonostante, secondo la Commissione europea la componente ciclica del disavanzo effettivo nel 2010 è migliorata per la prima volta dal 2007. Si ritiene che l'orientamento delle politiche di bilancio

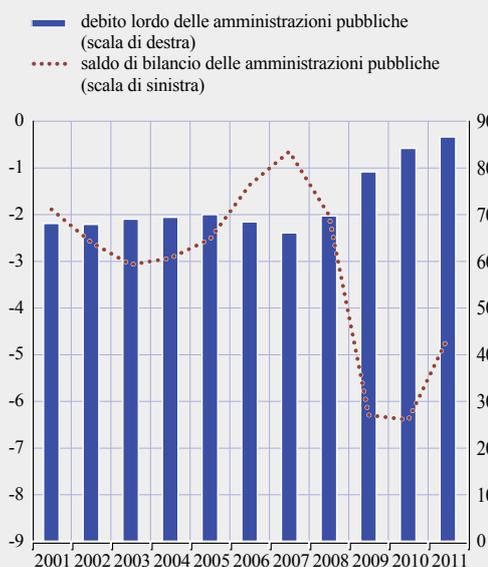
per l'area dell'euro, in termini di variazione del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo economico (e per le misure straordinarie di ricapitalizzazione delle banche in Irlanda), sia stato sostanzialmente neutro nel 2010, dando così inizio all'inversione dall'orientamento espansivo del periodo 2008-2009 a quello restrittivo atteso per il 2011.

NEL 2011 SI ATTENDE UN RISANAMENTO DEI CONTI PUBBLICI

Nel 2011 è atteso un miglioramento della situazione di bilancio dell'area dell'euro, anche se il disavanzo dovrebbe rimanere elevato. Secondo le previsioni economiche dell'autunno 2010 formulate dalla Commissione europea, il rapporto fra disavanzo medio delle Amministrazioni pubbliche e PIL dell'area scenderà di 1,8 punti percentuali, al 4,6 per cento (cfr. figura 34). In rapporto al PIL, le entrate medie dell'area dell'euro dovrebbero aumentare di 0,4 punti percentuali, mentre la spesa primaria diminuirebbe di 1,5 punti percentuali (per effetto

Figura 34 Andamento delle finanze pubbliche nell'area dell'euro

(2001-2011; percentuale del PIL)



Fonte: previsioni economiche dell'autunno 2010 della Commissione europea.

Nota: i dati dei saldi di bilancio escludono gli introiti derivanti dalla vendita delle licenze UMTS.

soprattutto delle misure di risanamento) e la spesa per interessi crescerebbe di 0,1 punti percentuali. Il miglioramento complessivo della posizione di bilancio dell'area dell'euro dovrebbe discendere principalmente da un orientamento più restrittivo delle politiche di bilancio, mentre l'impatto del ciclo economico dovrebbe essere probabilmente favorevole ma contenuto. Nonostante il miglioramento atteso della posizione di bilancio aggregata, nel 2011 pochi paesi dell'area dell'euro (Germania, Lussemburgo, Malta e Finlandia) registrerebbero disavanzi pari o inferiori al valore di riferimento del 3 per cento del PIL. Si prevede che il debito pubblico medio dell'area dell'euro in rapporto al PIL continui ad aumentare nel 2011, di 2,4 punti percentuali all'86,5 per cento, con valori superiori al 100 per cento in tre paesi (Belgio, Grecia e Italia). In Irlanda le misure di risanamento adottate dopo il termine ultimo per essere considerate nelle previsioni della Commissione dovrebbero mantenere il rapporto debito/PIL nel 2011a) di sotto del 100 per cento.

L'IMPEGNO A RISANARE I CONTI PUBBLICI È ESSENZIALE

Data la situazione di bilancio ancora precaria in numerosi paesi, occorre sostenere l'impegno a risanare le finanze pubbliche. L'aggiustamento

avviato con i bilanci per il 2011 è un primo passo nella giusta direzione. L'entità delle attuali sfide per i conti pubblici esige tuttavia un ambizioso sforzo pluriennale di riequilibrio nella maggior parte dei paesi. In ragione, non da ultimo, del vigoroso incremento della spesa in rapporto al PIL durante la crisi, in molti paesi sembra necessario attribuire grande rilevanza alla riduzione strutturale delle spese, anche attraverso una valutazione sistematica della portata e della qualità delle finanze pubbliche. Ciò è tanto più necessario alla luce degli attuali gravi squilibri di bilancio: i rapporti elevati tra debito sovrano e PIL e la prospettiva di un tasso di crescita tendenziale più basso accentuano i rischi per i conti pubblici connessi a un'ulteriore ristrutturazione del settore bancario e ai futuri costi attesi a causa dell'invecchiamento della popolazione, riguardanti i sistemi pensionistici a ripartizione e la spesa sanitaria. Una strategia di riforma credibile e organica concorre anche a sostenere la fiducia dei mercati, circostanza che potrebbe rivelarsi particolarmente importante in paesi con posizioni di bilancio vulnerabili. È probabile inoltre che tale strategia abbia un impatto favorevole sulle condizioni di finanziamento nel lungo periodo che compenseranno i costi nel breve periodo in termini di inferiore crescita economica (cfr. riquadro 8).

Riquadro 8

COSTI E BENEFICI A LIVELLO MACROECONOMICO DEL RISANAMENTO DELLE FINANZE PUBBLICHE

Il disavanzo e il debito pubblico in rapporto al PIL hanno registrato una significativa espansione durante la crisi economica e finanziaria. Tale evoluzione è in parte dovuta alla risposta congiunturale automatica delle entrate e delle uscite pubbliche agli andamenti macroeconomici e ad altri fattori transitori, quali le misure temporanee di stimolo fiscale o i trasferimenti delle Amministrazioni pubbliche a sostegno del settore bancario. La crisi ha tuttavia indotto una considerevole revisione al ribasso di gran parte delle stime del prodotto potenziale che, unitamente ad alcune perdite di gettito fiscale (connesse ad esempio alle transazioni immobiliari), può essere considerata permanente. Per questo motivo, una parte rilevante dei disavanzi pubblici accumulati durante la crisi va considerata strutturale. Ciò significa che occorre un profondo risanamento delle finanze pubbliche negli anni a venire per riportarle su un sentiero sostenibile.

È ampiamente riconosciuto che il risanamento dei conti pubblici favorisce la crescita economica nel lungo periodo. Una riduzione del fabbisogno finanziario del settore pubblico comporta un ribasso dei tassi di interesse a lungo termine, migliorando così le condizioni di finanziamento del settore privato e stimolando gli investimenti produttivi. Per i governi, un livello più basso del debito e della spesa per interessi a questo associata libera risorse per ridurre le imposte con effetti distorsivi e finanziare spese maggiormente produttive. In presenza di posizioni di bilancio solide, famiglie e imprese possono inoltre confidare nella capacità del governo di contribuire a contenere le fluttuazioni economiche attraverso l'azione degli stabilizzatori automatici. Studi empirici su un'ampia serie di paesi industriali e di intervalli temporali offrono riscontri riguardo agli effetti negativi sulla crescita esercitati da livelli elevati di debito pubblico¹.

Per contro, il risanamento dei conti pubblici è solitamente caratterizzato da un effetto frenante sulla crescita economica nel breve periodo. La diminuzione di consumi e investimenti pubblici riduce direttamente la spesa aggregata, mentre imposte più elevate e minori trasferimenti pubblici riducono il reddito disponibile delle famiglie e delle imprese. L'evidenza empirica indica per lo più moltiplicatori delle imposte e della spesa positivi nel breve e medio periodo, ancorché in calo nel tempo. Ciò si riflette anche nei modelli economici strutturali standard utilizzati per analizzare l'economia e prevederne gli andamenti nel breve e medio termine². In determinate circostanze, in particolare quando il risanamento dei conti pubblici comporta la transizione da una posizione di bilancio (quasi) insostenibile a una (più) sostenibile, è tuttavia possibile che i tradizionali effetti "keynesiani" di breve periodo del risanamento dei conti pubblici siano significativamente contenuti o addirittura invertiti. Il caso teorico di effetti "non keynesiani" nel breve periodo poggia sull'assunto che i tagli alla spesa o gli aumenti della tassazione possano dar luogo a un immediato aumento dei consumi e degli investimenti privati se generano attese di imposte più basse in futuro e, quindi, di un reddito disponibile più elevato. Questo concetto è strettamente connesso alla teoria dell'"equivalenza ricardiana", secondo la quale un settore privato razionale dovrebbe internalizzare il vincolo di bilancio del governo.

Nonostante le intrinseche difficoltà nel distinguere l'impatto della politica di bilancio sull'economia da altri fattori, vi è scarsa evidenza empirica a suggerire che gli effetti non keynesiani prevalgono in circostanze economiche normali. L'evidenza indica nondimeno che gli effetti negativi di breve periodo del risanamento dei conti pubblici sulla crescita economica sono probabilmente molto più contenuti quando: a) la posizione iniziale di bilancio è particolarmente precaria (generando timori nei mercati finanziari ed elevati premi al rischio), b) il settore privato non subisce restrizioni nell'accesso al credito (pertanto le famiglie e le imprese sono in condizioni di distribuire nel tempo i consumi e gli investimenti), c) l'impatto favorevole del risanamento dei conti pubblici sull'inflazione (e sulle aspettative di inflazione) consente una politica monetaria (e dei tassi di cambio) più accomodante.

È improbabile tuttavia che gli studi empirici basati su campioni di dati riguardanti periodi più "favorevoli" forniscano un valido orientamento nel valutare l'impatto del riequilibrio dei conti pubblici in presenza di una crisi del debito sovrano³. Una perdita di fiducia nelle finanze

1 La correlazione tra un debito elevato e una crescita più bassa è dimostrata su un arco temporale molto lungo in Reinhart, C.M. e K.S. Rogoff (2010), *Growth in a time of debt*, Working Paper del National Bureau of Economic Research, n. 15639. Per l'area dell'euro, l'evidenza econometrica è riportata in Checherita, C. e P. Rother, (2010), *The impact of high and growing debt on economic growth: an empirical investigation for the euro area*, Working Paper della BCE, n. 1237.

2 Cfr. l'articolo *L'efficacia delle politiche di bilancio dell'area dell'euro* nel numero di luglio 2010 del Bollettino mensile della BCE.

3 Per una trattazione di questo aspetto, cfr. Rother, P., L. Schuknecht e J. Stark (2010), *The benefits of fiscal consolidation in uncharted waters*, Occasional Paper della BCE, n. 121.

pubbliche influenzerebbe i detentori dei titoli di Stato, quali banche, fondi pensione e singoli investitori, e comprometterebbe quindi la stabilità finanziaria e le prospettive per l'economia reale. In tali circostanze, non è percorribile l'opzione di non annunciare e avviare un significativo aggiustamento di bilancio. L'approccio controfattuale dell'inerzia in periodi di elevate tensioni nei conti pubblici non è un'alternativa praticabile, poiché le tensioni nei mercati finanziari si acuirebbero, determinando con ogni probabilità un risultato in termini di crescita economica molto peggiore di quello che discenderebbe dal risanamento dei conti pubblici. Rinviare il necessario risanamento dei conti pubblici, infatti, non fa che amplificare le difficoltà, inducendo potenzialmente l'esigenza di un brusco e intempestivo riequilibrio a seguito delle occasioni perse per creare il margine di bilancio (*fiscal space*) necessario⁴.

4 Il concetto di *fiscal space* e le sue implicazioni per la sostenibilità del debito e/o l'inizio di una crisi sono delineati in Ostry et al. (2010), *Fiscal Space*, Staff Position Note dell'FMI, n. 11 (settembre).

Le disposizioni del Trattato e del Patto di stabilità e crescita in materia di politica di bilancio sono essenziali per orientare i responsabili delle politiche e sostenere la fiducia dell'opinione pubblica e dei mercati finanziari nelle politiche di bilancio dell'UEM. I governi devono rispettare rigorosamente le scadenze e gli obiettivi fissati nelle raccomandazioni del Consiglio Ecofin, attuando tutte le misure programmate e rimanendo pronti, qualora necessario, ad adottare provvedimenti aggiuntivi per conseguire gli obiettivi prefissati. A tale riguardo, le misure annunciate ma non ancora sufficientemente precisate dovrebbero essere descritte in maggiore dettaglio. Inoltre, i paesi che sperimentano un miglioramento del contesto macroeconomico dovrebbero cogliere l'occasione per correggere i disavanzi eccessivi in anticipo rispetto alle scadenze fissate. Successivamente, dovrebbero adoperarsi per compiere rapidi progressi verso i rispettivi obiettivi di bilancio di medio termine, allo scopo di creare nelle finanze pubbliche il margine necessario per affrontare le sfide note e trovarsi in una posizione consona a fronteggiare un imprevisto peggioramento del bilancio.

È essenziale un forte impegno politico a migliorare la sostenibilità delle finanze pubbliche, unitamente a riforme strutturali che fronteggino gli squilibri macroeconomici e i punti di debolezza nel settore bancario, non da ultimo perché ciò fornisce un ancoraggio alle aspettative. Nell'attuale contesto di accresciute tensioni nei mercati del debito sovrano dell'area

dell'euro, con il rischio di effetti di contagio, è fondamentale che tutti i paesi raggiungano e mantengano posizioni di bilancio solide per evitare rischi aggiuntivi per le condizioni di finanziamento.

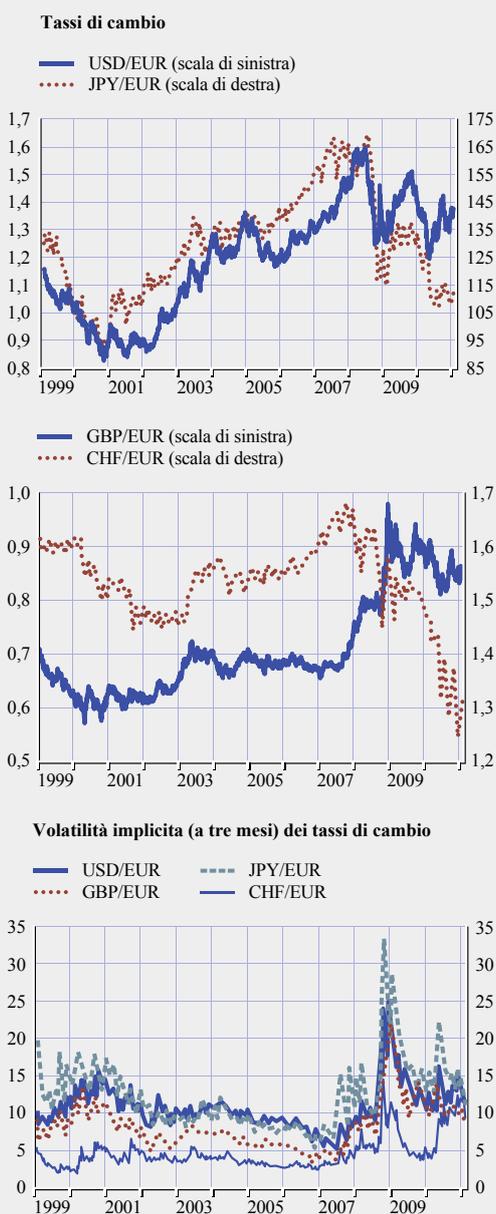
2.6 I TASSI DI CAMBIO E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

IL TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO SI È INDEBOLITO NEL CORSO DELL'ANNO

Nel 2010 gli andamenti valutari sono stati determinati in larga misura dalla ripresa economica, dalle condizioni delle finanze pubbliche e dalla politica monetaria in tutto il mondo. In molte economie avanzate essi sono stati piuttosto volatili, poiché la ripresa economica era ancora vulnerabile e dipendente dal sostegno delle politiche di bilancio e monetarie. Nella prima metà dell'anno la moneta unica si è deprezzata rispetto a diverse valute principali (cfr. figura 35), riflettendo l'aumento dei timori circa la situazione del debito sovrano in alcuni paesi appartenenti all'area dell'euro. Tale incertezza ha anche fatto crescere la volatilità implicita del tasso di cambio dell'euro con le divise principali a maggio e giugno (cfr. figura 35). Nel secondo semestre la moneta unica è risalita, in presenza di una certa volatilità, grazie soprattutto all'attenuarsi dei timori circa il debito sovrano e a notizie macroeconomiche più positive del previsto per l'area dell'euro. L'apprezzamento complessivo va ricondotto principalmente all'evoluzione del

Figura 35 Tassi di cambio e volatilità implicite

(dati giornalieri)



Fonti: Bloomberg e BCE.
Nota: L'ultima rilevazione si riferisce al 25 febbraio 2011.

cambio con il dollaro statunitense. Nel corso del 2010 il tasso di cambio effettivo dell'euro – misurato rispetto alle divise dei 20 più importanti partner commerciali dell'area – si è indebolito dell'8,2 per cento (cfr. figura 36).

Di conseguenza, il livello medio del tasso di cambio effettivo nominale nell'anno è stato inferiore del 6,3 per cento rispetto al 2009. Nel 2010 la moneta unica si è collocata su un livello superiore del 5,5 per cento alla sua media storica dal 1999.

Il 31 dicembre 2010 l'euro è stato scambiato a 1,34 dollari statunitensi, un valore inferiore del 7,3 per cento rispetto agli inizi dell'anno e del 4,2 per cento rispetto alla media del 2009. Il deprezzamento sul dollaro nella prima metà del 2010 è ascrivibile al fatto che agli inizi dell'anno la ripresa macroeconomica è stata più robusta negli Stati Uniti che nell'area dell'euro. Nel secondo semestre la moneta unica si è rafforzata sul dollaro, riflettendo l'approvazione di misure di stimolo economico aggiuntivo da parte delle autorità statunitensi.

Durante la prima metà del 2010 l'euro ha continuato a deprezzarsi anche nei confronti dello yen giapponese, riassorbendo completamente l'apprezzamento del 2009 (cfr. figura 35). Nel resto dell'anno ha oscillato entro un intervallo piuttosto ristretto, compreso tra 105 e 115 yen. Il 31 dicembre è stato quotato a 108,65 yen, un livello inferiore del 18,4 per cento rispetto agli inizi dell'anno e del 16,7 per cento rispetto alla media del 2009. La volatilità del cambio yen/euro è aumentata notevolmente a maggio e giugno, per poi calare nella seconda metà del 2010.

Nel 2010 la moneta unica europea si è deprezzata del 3,1 per cento su quella britannica, scendendo da 0,89 a 0,86 sterline. L'euro si è indebolito nella prima metà dell'anno, in presenza di preoccupazioni da parte degli operatori circa la sostenibilità delle finanze pubbliche di alcuni paesi appartenenti all'area. Nel secondo semestre la moneta unica ha recuperato parte del terreno perduto. Alla fine del 2010 il suo tasso di cambio bilaterale con la sterlina restava superiore alla media storica dal 1999, per l'apprezzamento registrato nel 2008 e agli inizi del 2009.

Rispetto al franco svizzero, nel 2010 l'euro si è deprezzato del 15,7 per cento. Fino a

giugno l'indebolimento è stato mitigato dagli interventi della Banca nazionale svizzera. Nella seconda metà dell'anno l'euro si è ulteriormente deprezzato in presenza di una certa volatilità.

Tra gli inizi dell'anno e il 31 dicembre 2010 la moneta unica è arretrata rispetto al dollaro canadese, il dollaro australiano e la corona norvegese (rispettivamente dell'11,9, 17,9 e 6,0 per cento), principalmente a causa dei differenziali di interesse positivi rispetto all'area dell'euro. Ha inoltre registrato un deprezzamento nei confronti delle divise asiatiche agganciate al dollaro statunitense, nella fattispecie il renminbi cinese e il dollaro di Hong Kong (rispettivamente del 10,3 e 7,0 per cento). Infine, ha perso il 10,7 per cento sul won coreano.

Il tasso di cambio effettivo reale dell'euro calcolato con diversi indici di costo e di prezzo si è indebolito nella prima metà del 2010 e stabilizzato nel periodo successivo

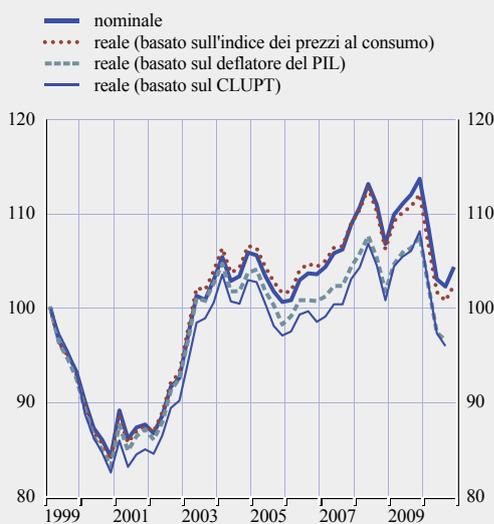
(cfr. figura 36). Alla fine dell'anno si collocava su livelli molto vicini alle medie storiche dal 1999. Nel 2010 il tasso deflazionato tramite l'IPC è stato in media inferiore del 6,9 per cento rispetto al 2009.

IL DISAVANZO DEL CONTO CORRENTE È LIEVEMENTE AUMENTATO NEL 2010

Nel 2010 il conto corrente dell'area dell'euro ha registrato un disavanzo di 56,4 miliardi di euro (corrispondenti allo 0,6 per cento del PIL dell'area), contro un disavanzo di 51,4 miliardi nel 2009. Il disavanzo dei redditi si è ridotto di 18,6 miliardi, mentre il saldo dei servizi è rimasto pressoché stabile (cfr. figura 37). Il saldo dei beni è invece peggiorato, controbilanciando il miglioramento nel saldo dei redditi. Dopo la ripresa dell'interscambio agli inizi del 2009 e il miglioramento del saldo nel prosieguo dell'anno, nel 2010 il conto dei beni ha continuato a registrare un avanzo, inferiore di 16,2 miliardi rispetto all'anno precedente.

Figura 36 Tassi di cambio effettivi dell'euro (TCE-20) nominali e reali ¹⁾

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

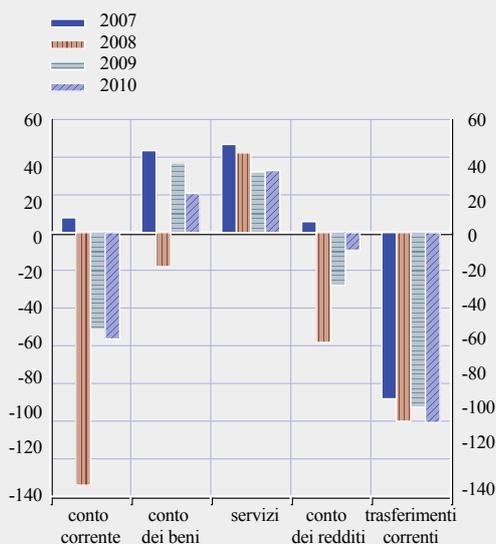


Fonte: BCE.

1) Un aumento dell'indice TCE-20 rappresenta un apprezzamento dell'euro. Le ultime osservazioni sono relative al quarto trimestre 2010, per i tassi nominali e reali basati sull'indice dei prezzi al consumo, e al terzo trimestre del 2010 per quelli reali basati sul deflatore del PIL e sul CLUPT. I dati sono basati, in parte, su stime. CLUPT sta per costo del lavoro per unità di prodotto nell'intera economia.

Figura 37 Saldo di conto corrente e sue componenti

(dati annuali; miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Infine, il disavanzo dei trasferimenti correnti è peggiorato di 8,2 miliardi.

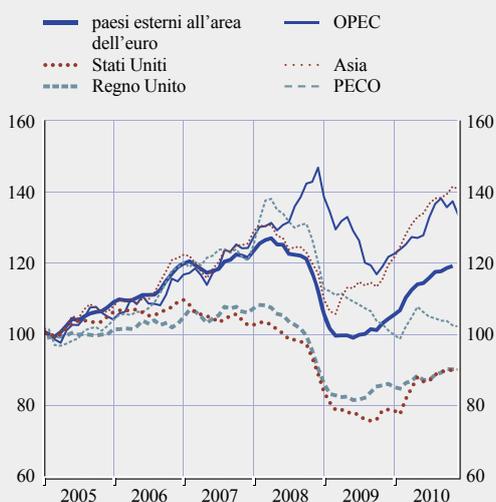
Il tasso di crescita annuo delle esportazioni di beni dell'area dell'euro ha seguito gli andamenti del commercio mondiale, raggiungendo un massimo nella prima metà del 2010 e indebolendosi gradualmente nei mesi successivi. L'espansione delle esportazioni nel primo semestre è da ricondurre principalmente alla robusta domanda di importazioni proveniente dall'estero, a sua volta ascrivibile a fattori temporanei quali le misure di stimolo fiscale e il ciclo delle scorte. La successiva moderazione è dovuta al rallentamento dell'economia mondiale e al graduale venir meno dei suddetti fattori temporanei nella seconda metà del 2010. Le esportazioni dell'area hanno continuato a beneficiare del perdurante aumento dei flussi commerciali verso l'Asia e l'OPEC nel corso dell'anno (cfr. figura 38). Quelle destinate agli Stati Uniti e al Regno Unito sono cresciute nel primo trimestre del 2010, mantenendosi successivamente stabili. Allo stesso tempo,

il deprezzamento dell'euro e il connesso impatto positivo sulla competitività dei prezzi all'esportazione dell'area hanno fornito nel corso dell'anno un lieve sostegno alla domanda estera.

Nel 2010 le importazioni di beni dell'area dell'euro hanno seguito un andamento analogo a quello delle esportazioni. In termini di volume, il tasso di crescita annuo ha continuato a rafforzarsi, raggiungendo un massimo nel secondo trimestre dell'anno per poi moderarsi nel terzo trimestre; ciò ha riflesso il debole andamento della domanda interna dell'area nella seconda metà dell'anno. L'utilizzo di *input* importati nella produzione dei beni esportati ha continuato a sospingere le importazioni dell'area. L'aumento in termini di valore durante l'anno è stato favorito anche dall'incremento dei prezzi all'importazione. Quest'ultimo andamento va ricondotto in parte all'ascesa delle quotazioni petrolifere nel corso dell'intero anno, che ha contribuito a far salire il disavanzo petrolifero a 169,6 miliardi di euro nei dodici mesi fino a novembre 2010, ben al di sopra del livello di 132,1 miliardi raggiunto un anno prima.

Figura 38 Volume delle esportazioni dell'area dell'euro verso alcuni partner commerciali

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



Fonte: BCE.

Note: la sigla PECO sta per paesi dell'Europa centrale e orientale. L'ultima rilevazione si riferisce a dicembre 2010, tranne che per i paesi esterni all'area dell'euro e per il Regno Unito (novembre 2010).

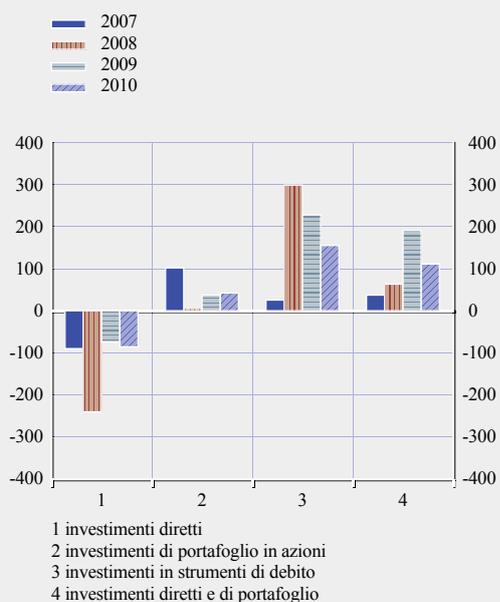
GLI AFFLUSSI NETTI PER L'INSIEME DEGLI INVESTIMENTI DIRETTI E DI PORTAFOGLIO SONO DIMINUITI NOTEVOLMENTE NEL 2010

Nel conto finanziario gli investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro hanno registrato complessivamente afflussi netti per 111,2 miliardi di euro, contro afflussi netti per 190,3 miliardi un anno prima. Ciò riflette principalmente il calo significativo (di 72,9 miliardi) degli afflussi netti per strumenti di debito e, in misura inferiore, l'aumento (di 11,4 miliardi) dei deflussi netti per investimenti diretti esteri (IDE); tali dinamiche sono state parzialmente compensate dai maggiori afflussi netti (per 5,1 miliardi) nel comparto dei titoli azionari (cfr. figura 39).

Per quanto concerne gli investimenti di portafoglio, nel 2010 gli andamenti trimestrali sono stati molto volatili, in presenza di notevoli mutamenti del clima di mercato. Dopo alcuni segnali di rialzo della propensione al rischio e la conseguente ripresa degli investimenti di

Figura 39 Investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro

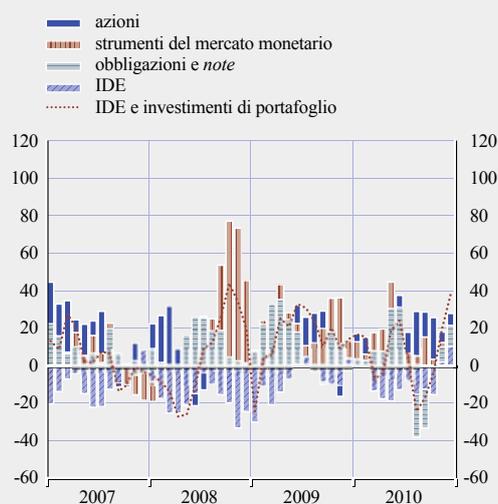
(dati annuali; miliardi di euro; flussi netti)



Fonte: BCE.

Figura 40 Principali componenti del conto finanziario

(flussi netti; miliardi di euro; medie mobili di tre mesi di dati mensili)



Fonte: BCE.

portafoglio esteri in titoli azionari nel primo trimestre, il riaccutizzarsi delle tensioni nei mercati finanziari a maggio ha provocato un nuovo incremento dell'avversione al rischio da parte degli investitori. I residenti dell'area hanno liquidato posizioni azionarie sull'estero e rimpatriato fondi, mentre i non residenti hanno continuato a effettuare investimenti di portafoglio in strumenti dell'area. Ciò ha determinato nell'insieme un forte incremento degli afflussi netti per investimenti di portafoglio nel secondo trimestre del 2010 (cfr. figura 40). Nel resto dell'anno il saldo degli investimenti di portafoglio è passato da deflussi netti nel terzo trimestre a afflussi netti nel quarto trimestre, riflettendo soprattutto l'andamento delle obbligazioni e *note*. In presenza di timori per la sostenibilità del debito di alcuni paesi dell'area, nel terzo trimestre i non residenti hanno venduto obbligazioni e *note* dell'area, mentre i residenti hanno aumentato gli investimenti in obbligazioni e *note* esteri. All'allentarsi delle tensioni finanziarie, i non residenti hanno ripreso ad acquistare obbligazioni dell'area nel quarto

trimestre. L'area dell'euro ha nel contempo registrato afflussi netti per investimenti in titoli azionari nel secondo semestre, in presenza di un maggiore interesse per tali strumenti dell'area da parte degli investitori esteri.

Le attività in investimenti diretti sono rimaste relativamente modeste nel 2010, poiché sia le imprese dell'area sia quelle estere hanno ridotto gli investimenti in capitale azionario. I maggiori deflussi netti nel conto degli investimenti diretti hanno rispecchiato soprattutto l'andamento della voce relativa agli "altri capitali": mentre le imprese dell'area hanno accresciuto i flussi di prestiti alle consociate estere, quelle estere hanno rimpatriato capitali.

Le statistiche disponibili fino al terzo trimestre del 2010 indicano che l'area dell'euro ha registrato nei confronti del resto del mondo una posizione patrimoniale netta passiva per 1.184 miliardi di euro (13,0 per cento del PIL dell'area), da 1.448 miliardi (16,2 per cento del PIL) alla fine del 2009.

3 L'EVOLUZIONE ECONOMICA E MONETARIA NEGLI STATI MEMBRI DELL'UE NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO⁵

ATTIVITÀ ECONOMICA

Nel 2010 gran parte degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro ha registrato un aumento del prodotto, dopo la significativa contrazione nel 2009, pur in presenza di una lieve volatilità del profilo di crescita e di sensibili differenze tra paesi (cfr. tavola 7). La ripresa è stata sorretta principalmente dalle esportazioni, sulla scia della robusta domanda estera e della ricostituzione delle scorte dopo il consistente decumulo osservato nel 2009. Allo stesso tempo la domanda interna si è mantenuta su livelli modesti nella maggior parte delle economie, nonostante il pronunciato miglioramento degli indicatori del clima di fiducia. Ciò va ricondotto al processo di aggiustamento economico in corso nel settore privato e, in alcuni paesi, anche in quello pubblico. Nelle economie entrate in recessione dopo un periodo di elevata, ma non sostenibile crescita, la domanda interna ha continuato a ridursi anche nei trimestri recenti riflettendo una prolungata correzione.

Per quanto concerne le componenti principali della domanda interna, i consumi privati sono rimasti contenuti in gran parte dei paesi, rispecchiando in qualche misura la

debolezza delle condizioni del mercato del lavoro e della crescita del credito. I tassi di disoccupazione sono stati superiori rispetto al 2009 in molte economie, anche se in alcuni casi il miglioramento dell'attività economica ha fatto salire l'occupazione fin dal secondo trimestre del 2010. Sono state osservate differenze notevoli tra settori. Quelli orientati alle esportazioni hanno in generale registrato livelli molto superiori di domanda di lavoro, andamenti più favorevoli dell'occupazione e una dinamica più sostenuta dei salari. La crescita del credito al settore privato è rimasta relativamente debole in gran parte degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, per l'effetto congiunto di tensioni dal lato dell'offerta e di livelli di domanda modesti. Il grado di utilizzo della capacità produttiva si è mantenuto basso, soprattutto nei settori dei beni non commerciabili, pur registrando un forte aumento nei settori orientati alle esportazioni di molti paesi. La crescita degli investimenti è stata in generale contenuta, e in certi casi addirittura molto negativa, a segnalare la correzione in atto

5 Questa sezione copre i paesi dell'UE che nel 2010 non facevano parte dell'area dell'euro.

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)

	2006	2007	2008	2009	2010 ³⁾	2010			
						1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.
Bulgaria	6,5	6,4	6,2	-4,9	0,3	-0,8	-0,3	0,5	2,1
Repubblica Ceca	6,8	6,1	2,5	-4,1	2,3	1,0	2,3	2,8	2,9
Danimarca	3,4	1,6	-1,1	-5,2	.	-0,9	2,8	3,4	.
Estonia	10,6	6,9	-5,1	-13,9	3,1	-2,7	3,0	5,1	6,6
Lettonia	12,2	10,0	-4,2	-18,0	-0,2	-5,1	-2,6	2,5	3,7
Lituania	7,8	9,8	2,9	-14,7	1,3	-1,9	1,2	1,6	4,6
Ungheria	3,6	0,8	0,8	-6,7	1,2	-0,6	0,8	2,2	2,4
Polonia	6,2	6,8	5,1	1,7	3,8	3,1	3,8	4,7	4,3
Romania	7,9	6,3	7,3	-7,1	-1,2	-3,2	-1,5	-2,2	-0,5
Svezia	4,3	3,3	-0,6	-5,3	.	2,8	4,5	6,8	.
Regno Unito	2,8	2,7	-0,1	-4,9	1,3	-0,3	1,5	2,5	1,5
UE8 ¹⁾	6,6	6,0	4,0	-3,5	2,1	0,6	1,9	2,6	3,0
UE11 ²⁾	4,0	3,5	0,9	-4,6	1,3	0,2	2,0	3,1	1,6
Area dell'euro	3,0	2,8	0,4	-4,1	.	0,8	2,0	1,9	2,0

Fonte: Eurostat.

Nota: i dati trimestrali sono corretti per il numero delle giornate lavorative e destagionalizzati, tranne che per la Romania e per l'area dell'euro (solo destagionalizzati).

1) L'aggregato UE8 comprende gli otto paesi non appartenenti all'area dell'euro (al 31 dicembre 2010) che hanno aderito all'UE nel 2004 o nel 2007.

2) L'aggregato UE11 comprende gli undici Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro al 31 dicembre 2010.

3) I dati per il 2010 sono stime rapide, ovvero dati preliminari.

nei mercati delle abitazioni e il calo nel settore delle costruzioni. In alcune economie l'impatto a breve termine delle azioni di risanamento dei conti pubblici in corso ha contribuito alla debolezza della domanda interna.

Tra gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, la crescita del PIL in termini reali è stata particolarmente vigorosa in quelli (come Polonia e Svezia) che erano entrati in recessione con squilibri di conto corrente relativamente contenuti rispetto a gran parte degli altri. Anche in alcune economie che avevano registrato un calo molto pronunciato dell'attività economica nel 2009 si è osservata una ripresa robusta. I paesi baltici, che avevano subito la contrazione più forte tra i paesi dell'UE nel 2009, hanno ripreso a crescere. Tale miglioramento va ricondotto soprattutto alla domanda estera, mentre quella interna ha registrato un andamento debole o addirittura calante. In Bulgaria la ripresa è stata lenta e trainata principalmente dalla domanda estera, mentre la domanda interna ha risentito del perdurante processo di correzione nel settore privato. La Romania è l'unico Stato membro dell'UE non appartenente all'area dell'euro a registrare una lieve contrazione dell'economia anche nel 2010, soprattutto a causa dell'azione di risanamento dei conti pubblici ancora in corso.

L'esistenza di determinanti della crescita economica notevolmente diverse rispetto all'anno antecedente la recessione mondiale riflette il processo di aggiustamento economico iniziato durante la recessione o, in alcuni casi (come nei paesi baltici), prima del suo inizio.

PREZZI

Nel 2010 l'inflazione media sui dodici mesi è aumentata in gran parte degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, nonostante la perdurante debolezza della domanda interna, il margine complessivamente ancora ampio di capacità inutilizzata e l'eccesso di offerta nel mercato del lavoro. Gli impulsi inflazionistici principali sono provenuti dai rincari dei beni alimentari, oltre che dai prezzi dei beni energetici. In alcuni paesi, le variazioni di imposte dirette e prezzi amministrati hanno contribuito all'inflazione. L'impatto sull'inflazione derivante dall'aumento dei corsi internazionali delle materie prime è stato generalmente maggiore nei paesi dell'Europa centrale e orientale che negli altri Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, per il maggior peso delle componenti alimentare ed energetica sul totale del paniere utilizzato per il calcolo dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC).

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

	2006	2007	2008	2009	2010	2010 1° trim.	2010 2° trim.	2010 3° trim.	2010 4° trim.
Bulgaria	7,4	7,6	12,0	2,5	3,0	1,9	2,9	3,3	4,0
Repubblica Ceca	2,1	3,0	6,3	0,6	1,2	0,4	0,9	1,6	2,0
Danimarca	1,9	1,7	3,6	1,1	2,2	1,9	2,0	2,3	2,5
Estonia	4,4	6,7	10,6	0,2	2,7	0,0	2,9	3,1	5,0
Lettonia	6,6	10,1	15,3	3,3	-1,2	-3,9	-2,3	-0,3	1,7
Lituania	3,8	5,8	11,1	4,2	1,2	-0,4	0,5	1,8	2,9
Ungheria	4,0	7,9	6,0	4,0	4,7	5,8	5,2	3,6	4,3
Polonia	1,3	2,6	4,2	4,0	2,7	3,4	2,5	2,1	2,7
Romania	6,6	4,9	7,9	5,6	6,1	4,6	4,3	7,5	7,8
Svezia	1,5	1,7	3,3	1,9	1,9	2,7	1,8	1,3	1,8
Regno Unito	2,3	2,3	3,6	2,2	3,3	3,3	3,4	3,1	3,4
UE8 ¹⁾	3,2	4,4	6,6	3,7	3,2	2,8	2,8	4,6	5,2
UE11 ²⁾	2,5	3,1	4,7	2,7	3,2	3,1	3,0	3,0	3,4
Area dell'euro	2,2	2,1	3,3	0,3	1,6	1,1	1,5	1,7	2,0

Fonte: Eurostat.

1) L'aggregato UE8 comprende gli otto paesi non appartenenti all'area dell'euro (al 31 dicembre 2010) che hanno aderito all'UE nel 2004 o nel 2007.

2) L'aggregato UE11 comprende gli undici Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro al 31 dicembre 2010.

L'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC ha continuato a evidenziare differenze significative tra paesi (cfr. tavola 8) nel 2010. I livelli più elevati sono stati registrati in Ungheria (4,7 per cento), dove in gennaio è stato introdotto un aumento delle accise e dove i precedenti aumenti dell'aliquota IVA hanno esercitato un effetto base, e in Romania (6,1 per cento), che ha notevolmente innalzato l'aliquota IVA in luglio. Gran parte degli altri paesi ha evidenziato tassi compresi fra il 2,2 e il 3,3 per cento. Nella Repubblica Ceca, in Lituania e in Svezia il tasso di inflazione medio è stato positivo ma inferiore al 2 per cento. Solo in Lettonia l'inflazione media è stata negativa nel 2010, a -1,2 per cento. Gli andamenti nel corso dell'anno mostrano che l'inflazione ha seguito una tendenza ascendente in gran parte delle economie. In Lettonia è tornata in territorio positivo a settembre, per l'aumento dei prezzi dei beni alimentari ed energetici. Il tasso sui dodici mesi calcolato al netto di queste due componenti è rimasto ovunque

contenuto e in alcuni casi (ad esempio, in Lettonia e Lituania) persino negativo, a indicare pressioni inflazionistiche modeste dal lato della domanda nel 2010.

POLITICHE DI BILANCIO

Secondo le stime, tutti gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro – fatta eccezione per Estonia e Svezia – hanno registrato disavanzi di bilancio superiori al valore di riferimento del 3 per cento del PIL nel 2010. Il rapporto tra disavanzo e PIL sarebbe rimasto molto elevato nel Regno Unito (10,5 per cento). In gran parte dei casi l'incidenza del disavanzo sul PIL è complessivamente diminuita rispetto al 2009, parzialmente per effetto del maggior gettito fiscale derivante da una crescita economica superiore al previsto, mentre quella del debito ha continuato ad aumentare. Nella maggior parte dei paesi, i risultati di bilancio del 2010 sono stati in linea con gli obiettivi fissati negli aggiornamenti ai Programmi di convergenza presentati alla fine del 2009. L'entità del miglioramento dei saldi di bilancio

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)

	Saldo di bilancio					Debito lordo				
	Previsioni dell'autunno 2010 della Commissione europea				Aggiornamento dei programmi di convergenza per il 2009/2010	Previsioni dell'autunno 2010 della Commissione europea				Aggiornamento dei programmi di convergenza per il 2009/2010
	2007	2008	2009	2010 ³⁾		2010	2007	2008	2009	
Bulgaria	1,1	1,7	-4,7	-3,8	0,0	17,2	13,7	14,7	18,2	14,6
Repubblica Ceca	-0,7	-2,7	-5,8	-5,2	-5,3	29,0	30,0	35,3	40,0	38,6
Danimarca	4,8	3,2	-2,7	-5,1	-5,3	27,3	34,1	41,5	44,9	41,8
Estonia	2,5	-2,8	-1,7	-1,0	-2,2	3,7	4,6	7,2	8,0	10,1
Lettonia	-0,3	-4,2	-10,2	-7,7	-8,5	9,0	19,7	36,7	45,7	55,1
Lituania	-1,0	-3,3	-9,2	-8,4	-8,1	16,9	15,6	29,5	37,4	36,6
Ungheria	-5,0	-3,7	-4,4	-3,8	-3,8	66,1	72,3	78,4	78,5	79,0
Polonia	-1,9	-3,7	-7,2	-7,9	-6,9	45,0	47,1	50,9	55,5	53,1
Romania	-2,6	-5,7	-8,6	-7,3	-6,3	12,6	13,4	23,9	30,4	28,3
Svezia	3,6	2,2	-0,9	-0,9	-3,4	40,0	38,2	41,9	39,9	45,5
Regno Unito	-2,7	-5,0	-11,4	-10,5	-12,0	44,5	52,1	68,2	77,8	82,1
UE8 ¹⁾	-1,9	-3,6	-6,8	-6,6	-5,8	35,7	37,7	43,7	48,5	47,0
UE11 ²⁾	-1,4	-3,3	-8,4	-8,0	-8,9	40,9	45,6	56,9	63,3	65,7
Area dell'euro	-0,6	-2,0	-6,3	-6,3	-6,7	66,2	69,8	79,2	84,2	83,9

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

Note: I dati si basano sulle definizioni SEC95. Le cifre per il 2010 riportate negli aggiornamenti dei programmi di convergenza per il 2008 sono state fissate dai governi nazionali e pertanto possono differire dai risultati definitivi.

1) L'aggregato UE8 comprende gli otto paesi non appartenenti all'area dell'euro (al 31 dicembre 2010) che hanno aderito all'UE nel 2004 o nel 2007.

2) L'aggregato UE11 comprende gli undici Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro al 31 dicembre 2010.

3) I dati per il 2010 sono previsioni.

nel 2010 rispetto a un anno prima ha presentato notevoli differenze tra paesi, che dipendono dall'evoluzione del contesto macroeconomico e dalle politiche di bilancio adottate in risposta alla crisi finanziaria ed economica mondiale. Mentre Bulgaria, Repubblica Ceca, paesi baltici e Romania hanno ridotto o moderato la spesa nel 2010, altri hanno generalmente consentito il libero funzionamento degli stabilizzatori automatici. Inoltre, in Danimarca e Svezia sono state adottate misure discrezionali di stimolo fiscale come risposta alla crisi.

Alla fine del 2010 tutti gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro – fatta eccezione per 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 la Bulgaria e l'Ungheria, 2012 per la Lettonia, la Lituania, la Polonia e la Romania, 2013 per la Repubblica Ceca e la Danimarca e all'esercizio finanziario 2014-15 per il Regno Unito.

Secondo le stime, nel 2010 il rapporto fra debito pubblico e PIL è aumentato (sebbene

in misura minore rispetto al 2009) in tutti gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro a eccezione della Svezia. L'aumento è stato massimo nel Regno Unito, in Lettonia e in Lituania (rispettivamente pari a 9,6, 9,0 e 7,9 punti percentuali), rispecchiando soprattutto gli ampi disavanzi fiscali di tali paesi. L'incidenza del debito pubblico sul PIL è rimasta al di sopra del valore di riferimento del 60 per cento in Ungheria e nel Regno Unito (dove ha registrato un ulteriore aumento), mentre si è mantenuta inferiore allo stesso negli altri Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro.

BILANCIA DEI PAGAMENTI

Nel 2010 il saldo complessivo del conto corrente e del conto capitale (in percentuale del PIL) si è deteriorato in gran parte degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro (cfr. tavola 10), pur evidenziando andamenti molto eterogenei tra paesi. In Estonia, Lettonia e Lituania è stato registrato un calo dell'avanzo, che ha riflesso la graduale ripresa di tali economie e il rafforzamento della domanda interna. Anche l'avanzo della Svezia è diminuito, facendo seguito al deterioramento del saldo

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				Investimenti diretti (flussi netti)				Altri investimenti (flussi netti)			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
Bulgaria	-27,1	-22,3	-8,6	-0,7	28,7	17,5	9,6	5,6	16,8	16,9	-1,7	-2,5
Repubblica Ceca	-2,6	0,2	0,1	-1,5	5,1	1,0	0,7	3,5	0,1	1,2	-1,0	-3,1
Danimarca	1,4	2,7	3,5	4,8	-2,8	-3,5	-1,3	-1,2	3,3	2,0	3,8	12,1
Estonia	-16,2	-8,7	7,3	7,2	4,5	2,6	0,7	7,6	13,8	4,9	3,0	-6,8
Lettonia	-20,4	-11,6	11,0	8,8	6,8	3,0	0,6	0,3	19,3	7,6	-9,8	-2,9
Lituania	-12,8	-11,3	7,7	6,8	3,6	3,6	-0,1	0,7	13,0	5,8	-10,8	-14,7
Ungheria	-6,2	-6,1	0,7	3,0	2,3	1,5	-0,1	2,6	5,4	18,2	8,8	-0,2
Polonia	-3,6	-3,7	-0,5	-1,3	4,3	2,0	2,0	1,5	6,5	6,0	3,1	2,7
Romania	-12,8	-11,1	-3,7	-4,6	5,7	6,7	3,0	2,6	11,2	6,2	2,0	4,6
Svezia	8,4	8,6	7,4	6,5	-2,2	1,4	-4,9	-3,0	-3,0	8,7	-9,0	-7,3
Regno Unito	-2,4	-1,3	-1,5	-1,7	-4,4	-2,6	1,2	0,4	-0,8	-9,7	-3,0	-8,9
UE11 ¹⁾	-1,4	-0,4	0,4	0,3	2,6	-0,9	0,2	-1,1	-0,5	0,3	-7,3	-10,4
UE3 ²⁾	0,0	0,7	0,5	0,3	2,1	-2,7	-0,8	-1,8	-1,5	-1,3	-11,4	-14,8
UE8 ³⁾	-1,4	-1,1	-0,1	-0,1	4,1	5,5	3,6	1,8	3,3	5,9	7,4	5,4
Area dell'euro	0,2	-1,3	-0,5	-0,4	-1,0	-2,6	-0,8	-1,1	0,3	1,4	-2,4	-0,2

Fonte: BCE.

Nota: I dati per il 2010 sono medie mobili di quattro trimestri fino al terzo trimestre del 2010.

1) L'aggregato UE11 comprende il contributo ponderato degli undici Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro al 31 dicembre 2010.

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

3) L'aggregato UE8 comprende il contributo ponderato degli otto paesi non appartenenti all'area dell'euro (al 31 dicembre 2010) che hanno aderito all'UE nel 2004 o nel 2007.

commerciale riconducibile al forte recupero della domanda interna. Nella Repubblica Ceca il saldo è passato in disavanzo, per l'effetto congiunto di un aumento del disavanzo dei redditi e di un calo dell'avanzo commerciale. Il disavanzo del conto corrente e del conto capitale si è ampliato in Polonia (per il vigore della domanda interna nel 2010 e il crescente disavanzo dei redditi), in Romania (principalmente a causa delle minori rimesse) e nel Regno Unito (come conseguenza di un indebolimento del saldo commerciale). In diversi paesi la situazione è invece migliorata. In Bulgaria il saldo del conto corrente e del conto capitale è passato da un disavanzo a un avanzo, sulla scia del rafforzamento delle esportazioni e del risanamento economico in corso. In Ungheria l'avanzo è salito al 3,0 per cento nel 2010, dallo 0,7 del 2009, di riflesso a una ripresa trainata principalmente dalle esportazioni. In Danimarca si è portato al 4,8 per cento, dal 3,5 del 2009, grazie al maggior vigore delle esportazioni in presenza di andamenti ancora modesti della domanda interna.

Per quanto concerne il conto finanziario, nel 2010 gli investimenti diretti esteri hanno registrato afflussi stabili o in aumento in quasi tutti i paesi non appartenenti all'area che hanno aderito all'UE a partire dal 2004. In Danimarca e Svezia hanno invece continuato a evidenziare deflussi netti. L'aumento delle componenti più stabili del finanziamento del conto corrente è stato accompagnato da una forte espansione degli investimenti netti di portafoglio nella Repubblica Ceca, in Lituania e in Polonia. Nella voce "Altri investimenti", molti paesi hanno continuato a registrare deflussi netti che hanno costituito principalmente la conseguenza di una più marcata riduzione della leva finanziaria. In Lettonia e Romania, agli afflussi di capitali privati hanno continuato ad aggiungersi quelli provenienti dai programmi di sostegno finanziario varati dalle organizzazioni internazionali.

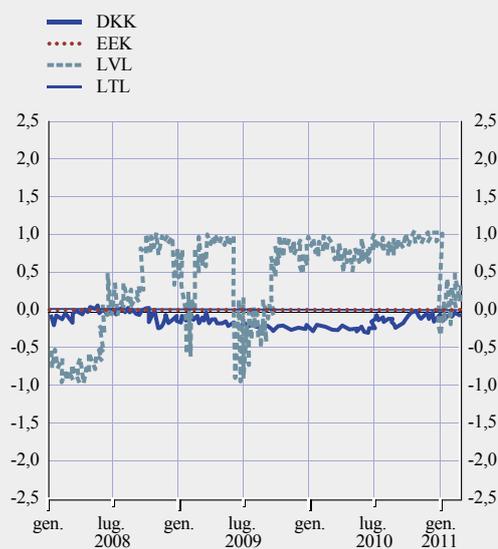
TASSI DI CAMBIO

Nel 2010 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 del $\pm 2,25$ per cento (cfr. figura 41). La partecipazione agli AEC II è in alcuni casi accompagnata da impegni unilaterali al mantenimento di bande di oscillazione più ristrette o regimi di *currency board* che non determinano obblighi aggiuntivi per la BCE. In particolare, la corona estone e il litas lituano hanno aderito agli AEC II mantenendo i preesistenti accordi di *currency board*. Le autorità lettoni hanno invece deciso di mantenere il tasso di cambio del lat alla parità centrale con l'euro entro una banda di oscillazione di ± 1 per cento.

Figura 41 Andamenti delle valute dei paesi dell'UE che aderiscono agli AEC II

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



Fonte: BCE

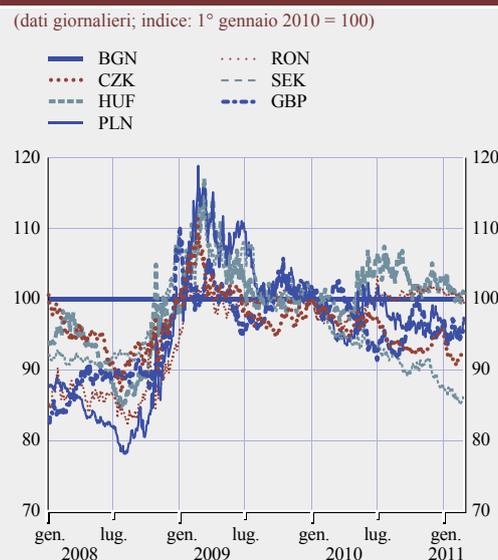
Note: un valore superiore (inferiore) alla parità centrale implica che la valuta è, all'interno dei margini di oscillazione, relativamente "debole" ("forte"). Per la corona danese, i margini di oscillazione sono $\pm 2,25$ per cento; per tutte le altre valute si applicano i margini standard di ± 15 per cento. Tuttavia, in base a impegni unilaterali, il margine di oscillazione per il lat lettone è ± 1 per cento, mentre per il litas lituano è stato mantenuto un sistema di *currency board*, tenuto in essere anche per la corona estone fino all'adozione dell'euro da parte dell'Estonia a gennaio 2011. L'ultima osservazione si riferisce al 25 febbraio 2011.

La corona estone e il litas lituano non si sono discostati dalla parità centrale nel 2010. Il lat lettone si è mantenuto sostanzialmente stabile entro la banda di ± 1 per cento fissata unilateralmente, oscillando in prossimità del limite inferiore della banda di oscillazione. Tale moneta non è stata oggetto di pressioni significative nel 2010, riflettendo la stabilizzazione delle condizioni macroeconomiche e il migliorato atteggiamento degli investitori nei confronti dell'economia lettone. L'ulteriore conformità alle condizioni del programma di assistenza finanziaria internazionale concertato dall'UE e dall'FMI ha fornito anch'essa un sostegno e resta fondamentale per la credibilità futura del regime di cambio di ancoraggio all'euro.

Le monete degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro che non hanno partecipato agli AEC II possono essere suddivise in due gruppi in base ai rispettivi andamenti valutari. Mentre la corona ceca, lo zloty polacco, la corona svedese e la sterlina britannica hanno continuato ad apprezzarsi nei confronti dell'euro, il fiorino ungherese e il leu rumeno sono rimasti sostanzialmente stabili (cfr. figura 42). La corona ceca, lo zloty polacco e la corona svedese hanno tratto beneficio dai risultati economici delle rispettive economie. La sterlina britannica si è complessivamente apprezzata sull'euro, ma il tasso di cambio è stato estremamente volatile. Se si eccettua la corona ceca e la corona svedese, le valute che si sono apprezzate sull'euro non sono ancora tornate sui livelli antecedenti il 2008.

I brevi episodi di volatilità del tasso di cambio fiorino/euro hanno riflesso tensioni politiche in Ungheria, compresa la sospensione dei colloqui tra il governo e le organizzazioni internazionali, oltre che il declassamento del merito creditizio da parte delle principali agenzie di rating. Il leu rumeno è rimasto generalmente invariato rispetto a gennaio 2010, con brevi periodi di accresciuta volatilità riconducibili in larga misura alle tensioni politiche e ai connessi rischi concernenti l'attuazione delle misure di risanamento dei conti pubblici concordate con le

Figura 42 Andamenti rispetto all'euro delle valute dei paesi che non aderiscono agli AEC II



Fonte: BCE.

Note: un aumento (calo) indica un deprezzamento (apprezzamento) della valuta indicata. L'ultima osservazione si riferisce al 25 febbraio 2011.

organizzazioni internazionali. Il lev bulgaro si è mantenuto stabile rispetto all'euro, di riflesso al suo sistema di *currency board* basato sull'euro.

MERCATI FINANZIARI

Nel corso del 2010 le condizioni nei mercati finanziari degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro sono generalmente migliorate. I tassi di interesse a lungo termine, misurati dai rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni, sono diminuiti in gran parte dei paesi e i differenziali rispetto alle obbligazioni pubbliche dell'area dell'euro si sono mediamente ristretti. I rendimenti a lungo termine hanno registrato il calo più pronunciato in Lettonia e Lituania, per il miglioramento dei risultati macroeconomici e i livelli estremamente elevati degli inizi del 2010. I tassi del mercato monetario sono scesi notevolmente nella maggioranza delle economie considerate, in parte a causa dell'abbassamento dei tassi ufficiali. Un'eccezione di rilievo è costituita dalla Svezia, dove l'innalzamento dei tassi di riferimento in estate ha concorso a far salire i tassi di mercato a breve termine di circa 150 punti base.

Le turbolenze osservate in alcuni mercati del debito sovrano dell'area dell'euro hanno influito in misura solo limitata sui differenziali sui *credit default swap* (CDS) degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro. Nell'insieme dell'anno, gran parte dei paesi ha registrato variazioni solo ridotte dei premi. Si rilevano tuttavia alcune significative eccezioni. Nei paesi baltici, i premi sono scesi in media di circa 145 punti base. Ciò ha riflesso tra l'altro la maggiore fiducia nelle misure di austerità e il miglioramento della situazione macroeconomica. In Ungheria, invece, i perduranti timori circa la sostenibilità dell'azione di risanamento dei conti pubblici hanno fatto ampliare di circa 140 punti base i differenziali sui CDS ungheresi nel corso dell'anno. I mercati azionari hanno registrato risultati mediamente molto migliori negli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro che in quelli dell'area dell'euro. Questo vale soprattutto per i paesi baltici, nei quali la crescita delle quotazioni di borsa è stata mediamente del 55 per cento circa nel 2010.

All'inizio del 2011 i mercati azionari hanno continuato a rafforzarsi in gran parte dei paesi, mentre i tassi di interesse sui titoli di Stato a lunga scadenza hanno evidenziato andamenti contrastanti. I differenziali sui CDS ungheresi sono diminuiti di circa 75 punti base, sorretti dal migliorato clima di fiducia degli investitori.

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 monetarie hanno tuttavia continuato a presentare differenze considerevoli tra paesi (cfr. tavola 11).

Nella prima metà del 2010 molte banche centrali degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro – compresa la Česká národní banka, la Danmarks Nationalbank, la Latvijas Banka, la Magyar Nemzeti Bank e la Banca Națională a României – hanno abbassato i propri tassi di interesse di riferimento. In gran parte

dei casi, tali misure sono state intese a favorire il credito bancario e sostenere l'attività economica (in presenza di un *output gap* fortemente negativo in diversi paesi). Nella seconda metà dell'anno e agli inizi del 2011 il ciclo di allentamento si è arrestato nella maggioranza di questi paesi. Se si eccettua la Latvijas Banka, tutte le altre banche centrali degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro che nel periodo in esame hanno modificato i rispettivi tassi di interesse di riferimento (ovvero la Danmarks Nationalbank, la Magyar Nemzeti Bank, la Narodowy Bank Polski e la Sveriges Riksbank) li hanno innalzati. Tali misure sono per lo più servite ad assicurare la conformità con gli obiettivi di inflazione a medio termine fissati dai rispettivi paesi. Nel 2010 Ungheria e Romania hanno mantenuto i tassi ufficiali più elevati (rispettivamente pari a 5,75 e 6,25 per cento a fine anno), riflettendo i maggiori livelli di inflazione e di premi per il rischio rispetto agli altri Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro. Nel caso della Romania, ciò ha rispecchiato anche l'intento della banca centrale di contrastare il rischio di effetti di secondo impatto derivanti dagli shock dal lato dell'offerta (compreso l'aumento dell'aliquota IVA a luglio 2010 e il rincaro dei beni alimentari ed energetici).

Per quanto concerne le misure non convenzionali di politica monetaria, nel 2010 la Bank of England ha mantenuto a 200 miliardi di sterline lo stock previsto dal programma di acquisto di titoli finanziato con l'emissione di riserve della banca centrale. Questo ha riflesso la valutazione del Monetary Policy Committee della Bank of England, il quale ha ritenuto che l'orientamento monetario restasse adeguato per raggiungere l'obiettivo di inflazione di medio periodo e che il rischio complessivo di inflazione non si era modificato al punto da giustificare un cambiamento della politica monetaria. Le misure non convenzionali adottate dalla Sveriges Riksbank (prestiti alle banche commerciali a tasso fisso e scadenza a 12 mesi) sono giunte a termine nel 2010 e non sono stati adottati nuovi provvedimenti di riflesso alla forte ripresa dell'economia e all'accelerazione del credito.

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	Ha partecipato agli AEC II con una banda di oscillazione pari al ± 15 per cento rispetto alla parità centrale di 15,6466 corone estoni per euro e ha continuato, come impegno unilaterale, a mantenere un regime di <i>currency board</i> . Il 1° gennaio 2011 l'euro è divenuta valuta ufficiale in Estonia, in sostituzione della corona estone, al tasso di conversione irrevocabile di 15,6466 corone estoni per euro.
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 lettone per euro. La Lettonia continua, come impegno unilaterale, a mantenere una banda di oscillazione pari al ± 1 per cento.
Lituania	Obiettivo di cambio	Litas lituano	Partecipa agli AEC II con una banda di oscillazione pari 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, 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 2010, 3 per cento con ± 1 p.p. per fine 2011 e fine 2012 e 2,5 per cento ± 1 punto percentuale per la fine dell'anno dal 2013. Fluttuazione controllata del tasso di cambio.
Svezia	Obiettivo di inflazione	Corona svedese	Obiettivo di inflazione: 2 per cento, misurato come variazione sui dodici mesi dell'IPC. 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. 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 della Banca. Libera fluttuazione del tasso di cambio.

Fonte: SEBC.

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



La nuova sede della BCE, progettata da COOP HIMMELB(L)AU, sarà completata per il 2013. L'intero complesso sarà costituito da tre elementi principali: la doppia torre di uffici, la Grossmarkthalle e l'edificio di accesso.

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 dell'Eurosistema utilizzati nel 2010 comprendono le operazioni di mercato aperto, quali le operazioni di rifinanziamento principali (ORP), le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT), le operazioni di regolazione puntuale (operazioni di *fine tuning*), nonché le operazioni attivabili su iniziativa delle controparti e il regime di riserva obbligatoria. Il Programma di acquisto di obbligazioni garantite (*Covered bond purchase programme*, CBPP) e il Programma di acquisto nei mercati obbligazionari (*Securities markets programme*, SMP) sono stati introdotti come misure temporanee non convenzionali tese a risanare i malfunzionamenti di determinati segmenti dei mercati finanziari in euro.

Nel 2010 il Consiglio direttivo non ha modificato i tassi di riferimento della BCE (cfr. figura 43). Il tasso di interesse sulle ORP, quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale e quello sui depositi presso le banche centrali sono rimasti invariati rispettivamente

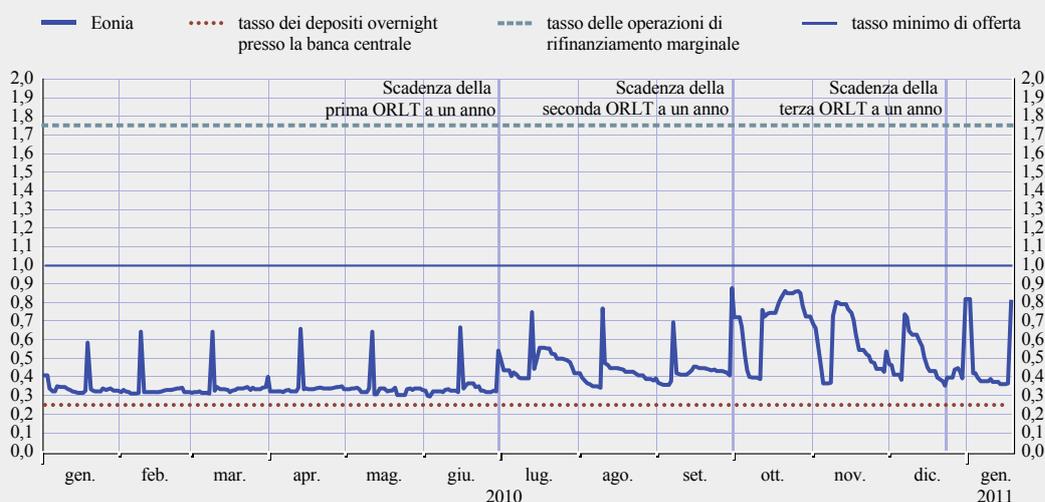
all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento. L'ampiezza del corridoio è stata pertanto mantenuta a 150 punti base.

Agli inizi del 2010 alcune misure di politica monetaria non convenzionali, che erano state introdotte a seguito dell'intensificarsi della crisi finanziaria nel 2008, sono state gradualmente rimosse. Ciò ha comportato la cessazione delle ORLT a sei e dodici mesi e delle ORLT supplementari a tre mesi e la reintroduzione delle procedure d'asta a tasso variabile nelle ORLT regolari con scadenza a tre mesi, a partire dall'operazione aggiudicata il 28 aprile 2010. Nel contempo, procedure d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione hanno continuato ad applicarsi alle ORP e alle operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale (pari alla durata del periodo di mantenimento). Inoltre, le operazioni di immissione di liquidità in valuta (in franchi svizzeri e dollari statunitensi) condotte dalla BCE sono state sospese dopo il 31 gennaio 2010.

Il 10 maggio 2010 il Consiglio direttivo ha stabilito varie misure per rispondere alle gravi tensioni che erano emerse nelle precedenti settimane in alcuni segmenti dei

Figura 43 Tassi di interesse di riferimento della BCE ed Eonia

(valori percentuali)



Fonte: BCE.

mercati finanziari. Oltre alla decisione di condurre nuovamente tutte le operazioni di rifinanziamento con procedura d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione, nonché di condurre un'ORLT a sei mesi con piena aggiudicazione il 12 maggio 2010, il Consiglio direttivo ha annunciato il Programma di acquisto nei mercati obbligazionari (*Securities markets programme*, SMP) come nuova misura per far fronte a tali tensioni. Al fine di assicurare che l'orientamento di politica monetaria non sia influenzato dagli interventi nell'ambito dell'SMP, la liquidità erogata attraverso l'SMP è assorbita mediante operazioni di raccolta di depositi a tempo determinato. Inoltre, le linee temporanee di *swap* con il Federal Reserve System statunitense, che erano state sospese dopo il 31 gennaio 2010, sono state riattivate nel maggio 2010, in collaborazione con altre banche centrali, e la BCE ha ripreso le operazioni di immissione di liquidità in dollari statunitensi.

FABBISOGNO DI LIQUIDITÀ DEL SISTEMA BANCARIO

Nel fornire liquidità tramite operazioni di mercato aperto l'Eurosistema tiene solitamente 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, delle 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.

Tuttavia, fatto salvo per l'ORLT aggiudicata il 28 aprile 2010, tutte le operazioni di rifinanziamento regolari dell'Eurosistema sono state condotte con procedura d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione nel 2010¹. Di conseguenza, il volume delle operazioni di rifinanziamento in essere ha continuato a essere determinato non dalle considerazioni di offerta dell'Eurosistema, bensì dalla domanda delle

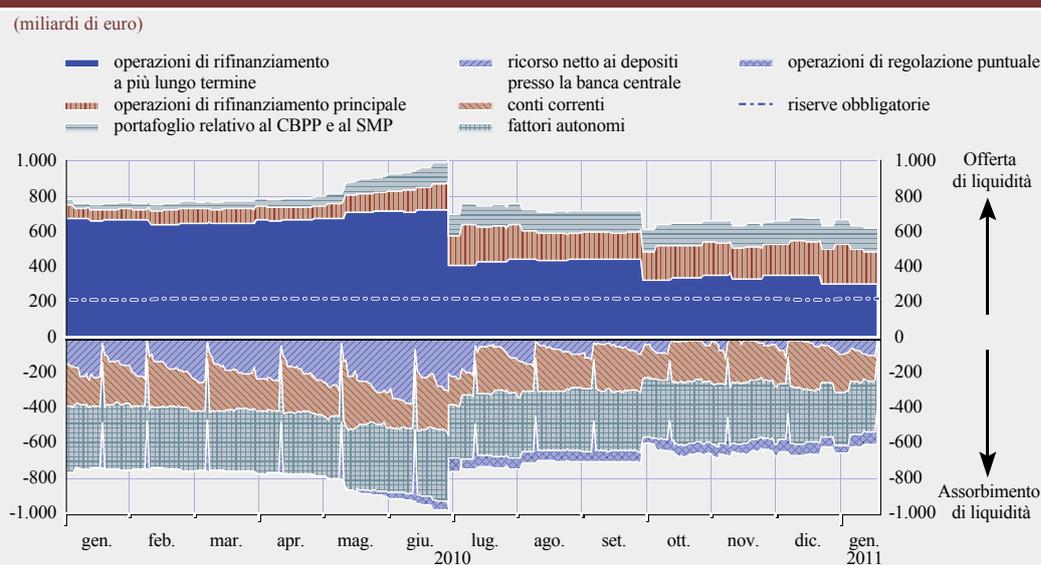
controparti, rispecchiando pertanto le loro sottostanti preferenze di liquidità. Nel 2010 il livello delle riserve detenute sui conti, in eccesso rispetto all'obbligo di riserva, è stato in media pari a 1,26 miliardi di euro, più alto degli anni precedenti (1,03 e 1,07 miliardi di euro rispettivamente nel 2009 e 2008)².

Nel 2010 il sistema bancario dell'area dell'euro ha continuato a richiedere 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 75 punti base). Il ricorso medio giornaliero ai depositi presso l'Eurosistema – che può essere considerato una misura dell'eccesso di liquidità aggregata – è aumentato da quasi 180 miliardi di euro nel gennaio 2010 a quasi 300 miliardi di euro nel giugno 2010. In seguito ha mostrato una significativa e continua diminuzione collocandosi a poco più di 50 miliardi di euro nel dicembre 2010.

Il calo implicito della liquidità in eccesso in termini aggregati nella seconda metà del 2010 mostra che la riduzione del totale delle operazioni di rifinanziamento in essere determinata dalla scadenza delle ORLT a un anno – la prima il 1° luglio (442,2 miliardi di euro), la seconda il 30 settembre (75,2 miliardi di euro) e la terza il 23 dicembre (96,9 miliardi di euro) – non è stata compensata da un aumento equivalente dei volumi in essere delle operazioni di rifinanziamento a più breve termine condotte con aste a tasso fisso e piena aggiudicazione (cfr. figura 44). Ciò può essere interpretato come evidenza che la domanda di liquidità a fini precauzionali da parte delle controparti all'Eurosistema si è attenuata nell'arco dell'anno.

- 1 L'ORLT aggiudicata il 28 aprile 2010 è stata condotta con tasso minimo di offerta dell'1,00 per cento. Si è trattato di una misura tecnica e transitoria tesa a evitare tassi di aggiudicazione inferiori al tasso fisso dell'ORP in presenza di ampia liquidità. Il volume indicativo di quest'operazione è stato di 15 miliardi di euro; poiché sono state presentate offerte solo per 4,845 miliardi di euro, la BCE ha aggiudicato l'intero importo richiesto. Il tasso medio ponderato di quest'ORLT è stato pari all'1,15 per cento.
- 2 Dati leggermente rivisti rispetto al Rapporto annuale 2009.

Figura 44 Determinanti della posizione di liquidità nell'area dell'euro nel 2010



Nel 2010 il fabbisogno medio giornaliero del sistema bancario dell'area dell'euro è stato pari a 557 miliardi di euro, con un calo del 3,5 per cento rispetto al 2009. La principale ragione del calo del 9 per cento è stata la diminuzione dei fattori autonomi, fino a 346 miliardi di euro. Gli obblighi di riserva sono diminuiti leggermente in media nel 2010, a 212 miliardi di euro, contro i 216 del 2009 (cfr. figura 44).

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 2010 le riserve obbligatorie sono state pari al 2 per cento dell'aggregato soggetto a riserva degli enti creditizi, ammontando in media a 212 miliardi di euro, con un ribasso del 2 per cento rispetto alla media del 2009. 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 regime di riserva obbligatoria non rappresenta un'imposta per il 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 attenuare gli effetti di 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 pertanto in condizioni di mercato normali 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 attualmente ORP, ORLT, operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale 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. Il graduale rientro delle misure non convenzionali agli inizi del 2010 ha determinato la cessazione delle ORLT supplementari con scadenza a tre e sei mesi. Tuttavia, le operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale, introdotte nel settembre 2008, la cui scadenza è sincronizzata con il rispettivo periodo di mantenimento, sono state mantenute. Le tre ORLT di immissione di liquidità con scadenza a un anno regolate nel 2009 sono giunte a scadenza il 1° luglio, il 30 settembre e il 23 dicembre 2010. Quattro operazioni di *fine tuning* di immissione di liquidità sono state condotte il 1° luglio, il 30 settembre, l'11 novembre e il 23 dicembre per attenuare l'effetto sulla liquidità derivante dalla scadenza delle ORLT a sei mesi e un anno.

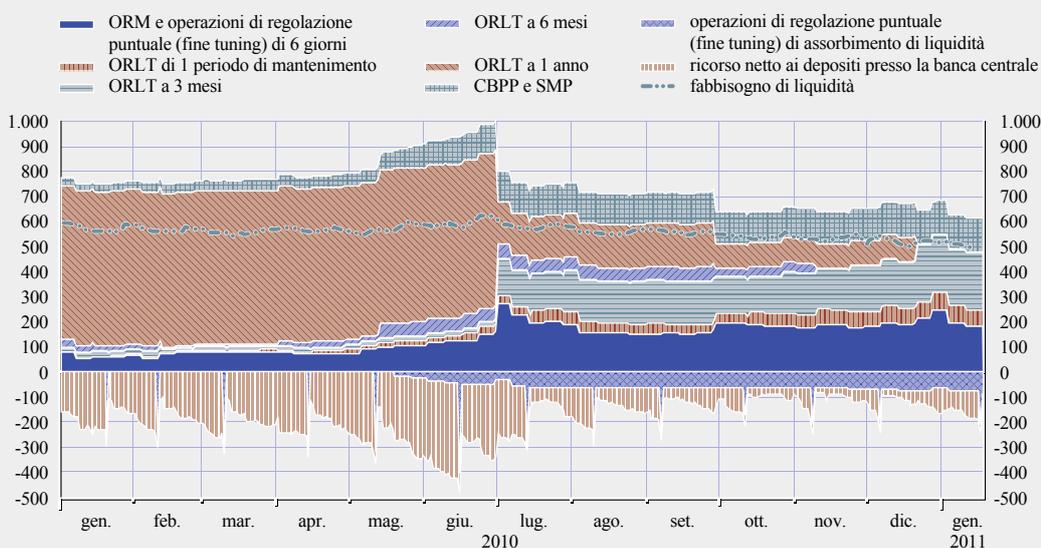
Nel 2010 tutte le 52 ORP sono state condotte con aste a tasso fisso; la totalità della richiesta è stata soddisfatta. Il numero di controparti idonee è aumentato nel 2010 da 2.157 a 2.267. In media, 115 controparti hanno partecipato alle

ORP nel 2010 (401 nel 2009). Il volume medio aggiudicato nelle ORP è stato pari a 133,8 miliardi di euro (cfr. figura 45), contro 149,8 miliardi del 2009. Il volume medio aggiudicato prima della scadenza della prima ORLT a un anno (88,4 miliardi di euro) è stato circa la metà del volume medio aggiudicato nella seconda metà del 2010 (179,3 miliardi di euro). Nel 2010, il minor numero di controparti (65) che ha partecipato a una ORP è stato registrato nell'operazione regolata il 3 marzo e il minore volume delle ORP (54 miliardi di euro) è stato aggiudicato nell'operazione regolata il 6 gennaio.

Nella prima metà dell'anno, prima della scadenza dell'ORLT a un anno, il volume medio giornaliero in essere di liquidità aggiudicata nelle ORLT, nelle ORLT supplementari e nelle operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale è stato pari a 671 miliardi di euro. Nella seconda metà dell'anno, la media giornaliera è diminuita a 431 miliardi di euro prima della scadenza della seconda ORLT a un anno il 30 settembre, ed è poi scesa ulteriormente a 333 miliardi di euro nell'ultimo trimestre dell'anno (cfr. figura 45).

Figura 45 Volume delle operazioni di politica monetaria in essere

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

La partecipazione a operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale (con scadenza pari alla lunghezza del periodo di mantenimento delle riserve) è aumentata significativamente nel corso dell'anno, da 5,7 miliardi di euro aggiudicati a gennaio ai 68 miliardi di dicembre, con un incremento di otto volte della partecipazione delle controparti (da 7 a 56). La partecipazione alle ORLT a tre mesi è stata piuttosto volatile nel 2010, da un minimo di 2 miliardi di euro aggiudicati in marzo a un massimo di 149 miliardi aggiudicati a dicembre (con una media di 45,1 miliardi di euro). Infine, nelle due operazioni a sei mesi regolate il 1° aprile e il 13 maggio, le controparti hanno partecipato per un totale rispettivamente di 18 e 36 miliardi di euro (cfr. figura 45).

Le banche centrali dell'Eurosistema hanno continuato a effettuare acquisti in via definitiva di obbligazioni garantite denominate in euro nel quadro del Programma di acquisto di obbligazioni garantite, avviato il 6 luglio 2009. Il valore annunciato del CBPP di 60 miliardi di euro, con acquisti sul mercato primario e secondario nel corso della durata di dodici mesi del programma, è stato raggiunto il 30 giugno 2010. Insieme all'SMP, 134,8 miliardi di euro sono stati erogati nel 2010 tramite acquisti in via definitiva da parte dell'Eurosistema (cfr. figura 45).

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 2010.

Al fine di riassorbire la liquidità immessa tramite l'SMP, la BCE ha condotto operazioni di *fine tuning* di assorbimento di liquidità per la raccolta di depositi a tempo determinato a una

settimana per importi corrispondenti al valore degli acquisti effettuati nell'ambito dell'SMP e regolati fino a tutta la settimana precedente. Queste operazioni di *fine tuning* sono state condotte mediante aste a tasso variabile con tasso massimo di offerta dell'1 per cento. Inoltre, la BCE ha condotto operazioni regolari di *fine tuning* per compensare lo squilibrio di liquidità 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 232 miliardi di euro tramite queste operazioni, con 171 controparti partecipanti (cfr. figura 45).

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 2010, 2.395 controparti avevano accesso alle operazioni di rifinanziamento marginale e 2.789 a quelle di deposito.

I tassi per queste operazioni rappresentano un limite massimo e minimo per il tasso *overnight* e pertanto svolgono una funzione importante per l'attuazione della politica monetaria. Il corridoio formato dai tassi delle due operazioni, con un'ampiezza di 150 punti base, è stato mantenuto simmetrico attorno al tasso delle ORP rimasto invariato all'1,00 per cento. In tal modo si è garantito che il tasso sui depositi presso la banca centrale rimanesse superiore allo zero, mantenendo così un incentivo per le controparti per la negoziazione nel mercato *overnight* non garantito.

Il ricorso alle operazioni di deposito attivabili su iniziativa delle controparti si è mantenuto su livelli elevati, in particolare nel secondo trimestre del 2010, quando è stato osservato un nuovo massimo di 384,3 miliardi di euro (l'11 giugno). Il ricorso medio giornaliero alle operazioni di deposito attivabili su iniziativa

delle controparti è stato di 145,9 miliardi di euro (contro 208,5 miliardi nel periodo compreso tra il 9 ottobre e il 31 dicembre 2008 e 109 miliardi di euro nel 2009). Tuttavia, il ricorso alle operazioni di deposito è calato significativamente e costantemente per tutta la seconda metà dell'anno. Nel 2010 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 0,62 miliardi di euro (contro 1 miliardo di euro nel 2009). Tale ulteriore flessione potrebbe confermare una riduzione dell'incertezza relativa al fabbisogno di liquidità delle singole banche, un miglioramento del funzionamento del mercato interbancario *overnight* non garantito e riflettere, quest'anno in particolare, le ampie aggiudicazioni nelle operazioni di rifinanziamento.

LE ATTIVITÀ IDONEE PER LE OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA

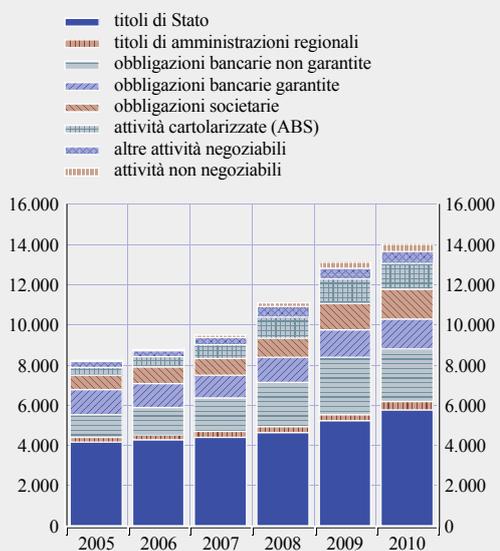
Come previsto dallo Statuto del SEBC e in linea con la prassi delle banche centrali a livello mondiale, tutte le operazioni di credito dell'Eurosistema sono basate su adeguate garanzie. Il concetto di adeguatezza implica, in primo luogo, che l'Eurosistema sia in larga misura tutelato contro il rischio 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, unitamente al fatto che l'accesso alle operazioni di mercato aperto

è concesso a un ampio novero di controparti, è stata fondamentale nel fornire sostegno alla conduzione della politica monetaria in periodi di tensione. La flessibilità 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. Le misure temporanee finalizzate ad ampliare la lista di attività stanziabili in garanzia nelle operazioni di credito sono state introdotte alla fine del 2008 e sono rimaste in vigore sino alla fine del 2010.

Nel 2010 l'ammontare medio di attività idonee è aumentato del 7 per cento rispetto al 2009, a un totale di 14.000 miliardi di euro (cfr. figura 46). Il debito delle amministrazioni pubbliche, pari a 5.800 miliardi di euro, ha rappresentato il 41 per cento del totale, mentre il resto delle attività negoziabili è stato rappresentato da obbligazioni bancarie non garantite (2.700 miliardi di euro, ossia il 19 per cento), obbligazioni bancarie garantite (1.500 miliardi di euro, ossia l'11 per cento), obbligazioni societarie (1.500 miliardi di euro, ossia l'11 per cento), attività cartolarizzate (ABS) (1.500 miliardi di euro, ossia l'11 per cento), altre attività negoziabili (1.500 miliardi di euro, ossia l'11 per cento), attività non negoziabili (1.500 miliardi di euro, ossia l'11 per cento).

Figura 46 Garanzie idonee per tipologia di attività

(miliardi di euro; medie sul periodo corrispondente)

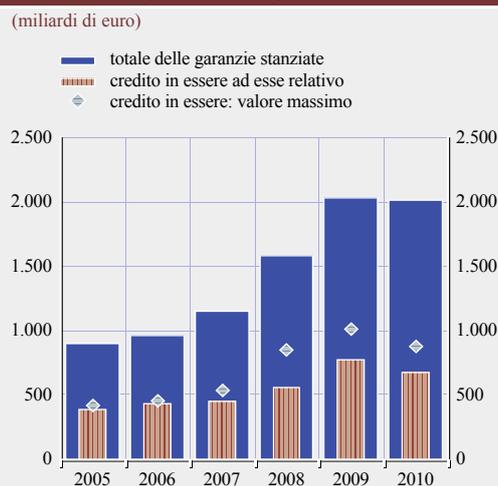


Fonte: BCE.

(ABS; 1.300 miliardi di euro, ossia il 9 per cento) e altre obbligazioni (600 miliardi di euro, ossia il 4 per cento) come quelle emesse da organizzazioni sovranazionali. Il volume complessivo delle attività negoziabili che erano divenute idonee per effetto delle misure temporanee introdotte nel 2008 ammontava a 1.300 miliardi di euro alla fine del 2010. 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 ha raggiunto 400 miliardi di euro nel 2010, pari al 3 per cento delle garanzie idonee totali nell’Eurosistema. La minore soglia di credito temporaneamente introdotta per ampliare la lista 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 diminuite leggermente da un valore medio di 2.034 miliardi di euro nel 2009 a 2.010 miliardi nel 2010. Tale calo ha rispecchiato principalmente il fatto che le controparti hanno avuto in media un minore fabbisogno di liquidità nel corso del 2010. Tuttavia, malgrado il minore fabbisogno di liquidità, l’importo delle garanzie mantenute dalle controparti presso l’Eurosistema è stato, in aggregato, altrettanto ampio quanto quello registrato a seguito della turbolenza sui mercati finanziari (cfr. figura 47). La quota delle garanzie depositate non utilizzate per coprire crediti connessi a operazioni di politica monetaria è aumentata a livelli significativamente più elevati rispetto agli anni precedenti. Ciò suggerisce che una carenza delle garanzie non è stata una limitazione sistemica per le controparti dell’Eurosistema a livello aggregato.

Figura 47 Garanzie stanziate nelle operazioni di rifinanziamento dell’Eurosistema e credito in essere nelle operazioni di politica monetaria¹⁾



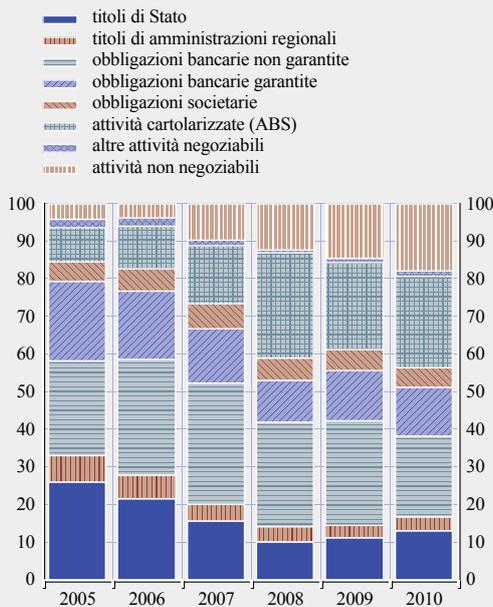
Fonte: BCE.

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*.

Per quanto riguarda la composizione delle garanzie stanziate (cfr. figura 48), la quota media delle attività cartolarizzate è leggermente aumentata, dal 23 per cento nel 2009 al 24 per cento nel 2010, diventando così la categoria di attività più utilizzata come garanzia nelle operazioni con l’Eurosistema, mentre l’importo complessivo stanziato è rimasto stabile. Le obbligazioni bancarie non garantite sono diminuite ulteriormente, al 21 per cento del totale delle garanzie nel 2010. Le attività non negoziabili hanno acquistato ulteriore importanza, con un incremento della rispettiva quota dal 14 per cento del 2009 al 18 per cento nel 2010. Inoltre, anche a causa della crisi del debito sovrano in alcuni paesi dell’area dell’euro, la quota media dei titoli delle amministrazioni centrali si è ulteriormente accresciuta, dall’11 al 13 per cento tra il 2009 e il 2010. Le classi di attività temporaneamente idonee sino alla fine del 2010 rappresentano circa l’1 per cento delle garanzie negoziabili totali stanziate a fine anno.

Figura 48 Scomposizione per tipologia delle attività, compresi i crediti, costituite in garanzia

(valori percentuali; medie sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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, quando queste sono condotte. Per ridurre tutti 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. L'istituzione del nuovo Comitato per la gestione dei rischi ha ulteriormente contribuito al potenziamento del sistema di gestione dei rischi dell'Eurosistema (cfr. anche le sezioni 1.5 e 1.6 del Capitolo 10).

Per motivi prudenziali, l'Eurosistema ha stabilito delle riserve contro potenziali perdite derivanti da un'eventuale liquidazione 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 2010 la BCE ha apportato una serie di modifiche ai suoi criteri di idoneità e alle misure di controllo dei rischi. Il Consiglio direttivo ha deciso di mantenere la soglia minima della qualità creditizia per le attività negoziabili e non negoziabili nel sistema delle garanzie dell'Eurosistema al livello *investment grade* (BBB-/Baa3) oltre la fine del 2010, salvo per le attività cartolarizzate. A seguito di tale decisione, la BCE ha annunciato l'8 aprile 2010 e pubblicato il 28 luglio 2010 un nuovo schema che procede a una debita progressione a scalare degli scarti di garanzia in base a differenze in termini di scadenze, categorie di liquidità e qualità creditizia dell'attività in questione, sulla base di una valutazione aggiornata delle caratteristiche di rischio delle attività idonee e dell'effettivo utilizzo delle attività idonee da parte delle controparti. Inoltre, alcune modifiche sono state introdotte nella definizione delle categorie di liquidità per le attività negoziabili e l'applicazione di ulteriori riduzioni di valutazione per attività valutate teoricamente. Il nuovo schema è entrato in vigore il 1° gennaio 2011.

Il 3 maggio 2010 il Consiglio direttivo ha deciso di sospendere, fino a ulteriore notifica, l'applicazione della soglia minima di qualità creditizia nei requisiti di idoneità delle garanzie ai fini delle operazioni di credito dell'Eurosistema nel caso degli strumenti negoziabili emessi o garantiti dal governo greco. Questa decisione è stata, anche da una prospettiva di gestione dei rischi, il risultato della valutazione positiva da parte del Consiglio direttivo del programma di aggiustamento economico e finanziario,

negoziato con la Commissione europea, in collegamento con la BCE e l’FMI e approvato dal governo greco parallelamente al fermo impegno del governo greco stesso alla piena attuazione del programma.

Il 9 ottobre 2010 il Consiglio direttivo ha deciso in merito a una serie di ulteriori affinamenti del quadro per l’attuazione della politica monetaria nell’area dell’euro. Le modifiche hanno incluso disposizioni più chiare e vincolanti per l’idoneità delle ABS, l’introduzione di ulteriori esenzioni al divieto di stretti legami (*close links*), il potenziamento della formulazione relativa alla sospensione, limitazione o esclusione di controparti e attività per motivi di prudenza o di un’inadempienza, e chiarimenti in merito al trattamento di casi in cui le controparti non stanzino sufficienti garanzie per un’operazione di immissione di liquidità.

Nell’intento di accrescere la trasparenza in materia di ABS, rendendo pertanto possibile procedere a valutazioni dei rischi più approfondite per tali attività e aiutare a ripristinare la fiducia nel mercato delle cartolarizzazioni, il Consiglio direttivo ha deciso il 16 dicembre 2010 di stabilire i requisiti di informazioni individuali (*loan by loan*) per le ABS nel sistema di garanzie dell’Eurosistema. Il Consiglio direttivo intende introdurre i requisiti di informazioni individuali entro circa 18 mesi dalla data sopra indicata, prima per le cartolarizzazioni su mutui residenziali e poi gradualmente per le altre ABS.

Quando l’infrastruttura di gestione dei dati necessaria per consentire l’elaborazione, la verifica e la trasmissione dei dati verrà creata dagli operatori di mercato, la fornitura di informazioni prestito per prestito diventerà un requisito di idoneità per gli strumenti in questione. L’Eurosistema continuerà ad accettare titoli che non rispondono ai nuovi criteri d’informazione fino all’entrata in vigore dell’obbligo di fornire dati a livello di singolo prestito.

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

Nel 2010 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 nei nuovi accordi europei di cambio AEC II. L’accordo in essere tra la BCE e l’FMI, volto a facilitare lo svolgimento di transazioni in diritti speciali di prelievo (DSP) da parte dell’FMI e per conto della BCE con altri detentori di DSP, è stato attivato in una sola occasione nel 2010.

L’accordo temporaneo per lo scambio di liquidità nelle rispettive valute (linea di *swap*) che la BCE ha concluso con il Federal Reserve System statunitense nel 2007 per contrastare le tensioni sui mercati europei dei finanziamenti in dollari statunitensi è scaduto il 1° febbraio 2010. In relazione 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 gennaio 2010 l’Eurosistema ha condotto quattro operazioni con procedura d’asta a tasso fisso con piena aggiudicazione e scadenza di sette giorni. La decisione di lasciar scadere la linea di scambio di liquidità è stata presa nel contesto del miglioramento delle condizioni sui mercati finanziari nel 2009. Il 10 maggio, tuttavia, la linea di *swap* temporanea è stata riattivata nell’ambito di un pacchetto teso a far fronte alle gravi tensioni in alcuni segmenti di mercato, riemerse in relazione alla crisi del debito sovrano in alcuni paesi dell’area dell’euro. In particolare, la riattivazione è stata finalizzata a contribuire ad attenuare le pressioni nei mercati dei finanziamenti in dollari statunitensi e a prevenire il diffondersi di tensioni ad altri mercati. Queste operazioni hanno assunto la forma di contratti pronti contro termine e

sono state condotte come aste a tasso fisso con piena aggiudicazione. Tra maggio 2010 e il 25 febbraio 2011 l'Eurosistema ha condotto 32 operazioni con scadenza a 7 giorni, nonché un'operazione a 14 giorni il 22 dicembre e un'operazione a 84 giorni il 18 maggio.

L'Eurosistema ha continuato a fornire liquidità in franchi svizzeri alle sue controparti tramite quattro operazioni di *swap* con scadenza a sette giorni nel gennaio 2010. 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 di concerto con la Banca Nazionale Svizzera. Il 18 gennaio 2010 la BCE ha annunciato che 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.

La BCE e la Bank of England hanno annunciato il 17 dicembre 2010, nell'ambito della cooperazione tra banche centrali, una linea di scambio di liquidità temporanea, ai sensi della quale la Bank of England potrebbe fornire, ove necessario, fino a 10 miliardi di sterline britanniche alla BCE in cambio di euro. L'accordo, che scadrà alla fine di settembre 2011, consente di rendere disponibili sterline britanniche alla Central Bank of Ireland come misura precauzionale al fine di soddisfare un eventuale fabbisogno di liquidità temporaneo del sistema bancario in tale valuta. Tale linea di *swap* non è stata utilizzata nel 2010.

Il 31 dicembre 2010 è stata regolata un'operazione pronti contro termine di immissione di liquidità di 1,8 miliardi di euro con scadenza di tre giorni. Tale transazione è stata condotta dalla BCE in relazione agli accordi di liquidità in essere con banche centrali al di fuori dell'area dell'euro.

1.3 IL PROGRAMMA DI ACQUISTO NEI MERCATI OBBLIGAZIONARI

Nel maggio 2010 il Consiglio direttivo ha deciso di costituire il Programma di acquisto nei mercati obbligazionari (*Securities markets programme*, SMP). L'obiettivo di questo programma temporaneo attualmente in essere è di far fronte al malfunzionamento di alcuni segmenti dei mercati dei titoli di debito dell'area dell'euro e assicurare un appropriato meccanismo di trasmissione della politica monetaria. In pratica, il programma è attuato dai gestori di portafoglio dell'Eurosistema che effettuano acquisti di determinati titoli di debito dell'area dell'euro attraverso interventi sul mercato. Al 31 dicembre 2010 l'Eurosistema aveva acquistato titoli nell'ambito dell'SMP per un volume di regolamento totale di circa 73,5 miliardi³. Allo scopo di riassorbire la liquidità immessa attraverso l'SMP, la BCE ha condotto delle operazioni di *fine tuning* di raccolta di depositi a tempo determinato a una settimana per importi corrispondenti al valore degli acquisti effettuati nell'ambito dell'SMP e regolati fino a tutta la settimana precedente (cfr. il paragrafo precedente *Operazioni di mercato aperto* in questo Capitolo).

1.4 IL PROGRAMMA DI ACQUISTO DI OBBLIGAZIONI GARANTITE

Alla fine di giugno gli acquisti effettuati nell'ambito di un altro programma, il Programma di acquisto di obbligazioni garantite (*Covered bond purchase programme*, CBPP), sono stati completati. L'Eurosistema ha acquistato un importo nominale di 60 miliardi di euro nell'ambito del CBPP su un periodo di un anno dal suo lancio

3 Ulteriori informazioni sull'SMP sono disponibili nel comunicato stampa della BCE del 10 maggio 2010, nella Decisione della BCE del 14 maggio 2010 che istituisce un programma per l'acquisto nei mercati obbligazionari e nei dati pubblicati nell'ambito della situazione contabile consolidata settimanale dell'Eurosistema.

(dal 6 luglio 2009 al 30 giugno 2010). Lo scopo di questo programma, che ha costituito un elemento portante dell'approccio di accresciuto sostegno al credito della BCE, era di contribuire alla ripresa del mercato delle obbligazioni garantite. Una delle principali indicazioni del successo del CBPP è stata l'evidente riattivazione dell'attività del mercato primario per le obbligazioni garantite. Tra l'annuncio del CBPP e la sua conclusione, ci sono state 175 nuove emissioni e 55 riaperture di emissioni già in essere di obbligazioni garantite, idonee per il CBPP, per un volume complessivo di circa 184 miliardi di euro⁴. Dal marzo 2010 i titoli detenuti nell'ambito del CBPP sono stati resi disponibili per le operazioni di prestito a controparti ammesse a fronte di garanzie idonee. Sebbene questa attività di credito sia rimasta limitata in termini di importi, è stato ritenuto utile per un adeguato funzionamento del mercato che i titoli detenuti nell'ambito del CBPP fossero in linea di principio disponibili per le operazioni di prestito.

1.5 LE ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO

Le attività di investimento della BCE diverse da quelle connesse all'SMP e al CBPP (cfr. sopra) 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. Una serie di norme e procedure (nota come "muraglia cinese") assicura che le informazioni riservate sulle politiche monetaria e di cambio della BCE e di altre banche centrali non raggiungano il personale della Divisione Investimenti della BCE o il personale delle BCN coinvolto nelle attività di investimento della BCE. Qualora tali informazioni riservate dovessero essere trasmesse a questi membri del personale, intenzionalmente o meno, le attività di investimento della BCE possono essere sospese interamente o parzialmente, il che significa che non viene consentito che cambi la composizione dei portafogli di investimento della BCE rispetto ai relativi valori di riferimento (portafogli *benchmark*).

LA GESTIONE DELLE RISERVE UFFICIALI

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

Il portafoglio di riserve in valuta della BCE si compone di dollari statunitensi, yen giapponesi, oro e DSP. Le riserve in dollari 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 della BCE. Esso prevede che a ogni BCN che desidera essere coinvolta nella gestione delle riserve in valuta estera della BCE, o gruppo di BCN che agisce congiuntamente a tal fine, venga assegnata una quota nel portafoglio in dollari statunitensi o in quello in yen giapponesi⁵. La Eesti Pank ha espresso interesse a essere coinvolta nelle attività di gestione delle riserve in valuta estera della BCE e ha stabilito un *pool* insieme alla Suomen Pankki – Finlands Bank per l'espletamento congiunto di queste attività, in base a cui le due BCN gestiscono congiuntamente una quota del portafoglio in yen giapponesi per conto della BCE.

4 Ulteriori informazioni sul CBPP sono disponibili nei rapporti mensili del CBPP pubblicati tra l'agosto 2009 e il giugno 2010; nel riquadro *Andamenti del mercato delle obbligazioni garantite e il Programma di acquisto di obbligazioni garantite* nel numero di agosto 2010 del Bollettino mensile della BCE; nell'Occasional Paper n. 122 della BCE *The impact of the Eurosystem's covered bond purchase programme on the primary and secondary markets* pubblicato nel gennaio 2011.

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

Il valore delle riserve nette in valuta⁶ della BCE ai tassi di cambio correnti e ai prezzi di mercato è aumentato da 51 miliardi di euro alla fine del 2009 a 60,6 miliardi di euro alla fine del 2010, di cui 43,2 miliardi in valuta estera (yen giapponesi e dollari statunitensi) e 17,4 miliardi in oro e DSP. Ai tassi di cambio di fine 2010 le attività denominate in dollari e quelle in yen costituivano rispettivamente il 76 e il 24 per cento delle riserve in valuta. L'aumento di valore del portafoglio in valute, pari al 13 per cento, ha rispecchiato principalmente l'apprezzamento dello yen giapponese (del 22,6 per cento) e del dollaro statunitense (del 7,8 per cento) rispetto all'euro sull'anno, nonché i contributi positivi delle plusvalenze patrimoniali e del reddito da interessi generati dalle attività di gestione del portafoglio. Il valore delle posizioni in oro e dei diritti speciali di prelievo è cresciuto del 37 per cento circa. Tale incremento è principalmente dovuto all'apprezzamento dell'oro di circa il 38 per cento nel 2010 in termini di euro. Nel 2010 le disponibilità in oro della BCE sono rimaste invariate, ma hanno registrato un aumento all'inizio del 2011 quando la Eesti Pank ha trasferito oro alla BCE nell'ambito del suo trasferimento di attività in valuta estera alla BCE.

Nel 2010 la lista di strumenti idonei all'investimento del portafoglio delle riserve in valuta della BCE è rimasta invariata. In ottobre è stato lanciato un programma di prestito titoli automatico per le attività denominate in dollari statunitensi sulla quota del portafoglio gestita dalla Deutsche Bundesbank per conto della BCE.

LA GESTIONE DEI FONDI PROPRI

Il portafoglio di fondi propri della BCE è costituito dalla quota investita del capitale versato della BCE, nonché dalle consistenze della riserva generale e degli accantonamenti a fronte dei rischi di cambio, di tasso di interesse e di prezzo dell'oro. Lo scopo di tale portafoglio è quello di fornire un reddito che contribuisca a coprire le spese operative. L'obiettivo della gestione è di massimizzare i rendimenti attesi, con il vincolo di non incorrere in perdite a un 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 11,8 miliardi di euro alla fine del 2009 a 13,3 miliardi di euro alla fine del 2010. L'aumento del valore di mercato è stato dovuto all'incremento del capitale versato della BCE al 29 dicembre 2010 nonché ai rendimenti degli investimenti.

Nel 2010 la lista di strumenti idonei all'investimento del portafoglio dei fondi propri della BCE è rimasta invariata.

Nel rispetto della rigorosa "muraglia cinese" posta in essere alla BCE, nel 2010 l'attuazione del CBPP e dell'SMP ha portato a un parziale congelamento delle attività di investimento dei fondi propri.

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 2010 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, che è stato ampliato al fine di comprendere le obbligazioni acquistate dalla BCE nell'ambito del Programma di acquisto di obbligazioni garantite (*Covered bond purchase programme*, CBPP), include ora anche il Programma per i mercati dei titoli (*Securities markets programme*, SMP).

6 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.

Uno degli indicatori utilizzati per tenere sotto osservazione il rischio di mercato è il valore a rischio (VaR), che definisce la perdita massima attesa per un portafoglio di attività, valutata su uno specifico periodo di tempo e con una probabilità prefissata. Il valore di tale indicatore dipende da una serie di parametri utilizzati per il calcolo, in particolare il livello di confidenza (probabilità della perdita), la lunghezza dell'orizzonte temporale e il campione utilizzato per stimare la variabilità dei prezzi delle attività. A titolo di esempio, il calcolo di questo indicatore per la somma di portafoglio di investimento della BCE, portafoglio del CBPP e portafoglio dell'SMP, al 31 dicembre 2010, 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 stima della variabilità dei prezzi delle attività, darebbe come risultato un VaR di 10,867 miliardi di euro. Il calcolo del medesimo indicatore con un campione di cinque anni, anziché uno, determinerebbe un VaR di 10,427 miliardi di euro. Gran parte di questo rischio di mercato è dovuto al rischio di variazioni del cambio e del prezzo dell'oro. L'esiguità del rischio di tasso di interesse nei portafogli di investimento della BCE riflette il fatto che la durata finanziaria (modificata) di questi portafogli è stata mantenuta su livelli relativamente bassi nel corso del 2010.

Il livello complessivo dei rischi finanziari della BCE è aumentato a fronte dell'accresciuta volatilità dei tassi di cambio, dei tassi di interesse e dei prezzi dell'oro, nonché del maggiore rischio di credito. Questo è stato uno dei principali motivi per cui la BCE ha deciso di aumentare il capitale sociale di 5 miliardi di euro con effetto dal 29 dicembre 2010. Poiché i massimali degli accantonamenti e delle riserve in essere sono pari al capitale sociale versato della Banca, questa decisione consentirà al Consiglio direttivo di aumentare dello stesso importo i fondi di riserva, rafforzando pertanto ulteriormente il patrimonio della BCE.

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

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

Nell'ambito del suo ruolo operativo, l'Eurosistema, conformemente allo Statuto del SEBC, può fornire servizi atti ad assicurare sistemi di pagamento e di compensazione efficienti ed affidabili. A tal fine l'Eurosistema, oltre a gestire il sistema Target2 e il Modello di banche centrali corrispondenti (*Correspondent Central Banking Model*, CCBM), è altresì impegnato nella realizzazione del progetto *Target2-Securities* (T2S) e nello sviluppo del Sistema per la gestione delle garanzie delle banche centrali (*Collateral Central Bank Management*, CCBM2), una nuova piattaforma per la gestione delle attività utilizzate come garanzia dalle controparti nelle operazioni con l'Eurosistema.

2.1 IL SISTEMA TARGET2

L'Eurosistema gestisce il sistema Target2 per i pagamenti in euro di importo rilevante e/o urgenti. Questo sistema svolge un ruolo importante per l'attuazione della politica monetaria unica e per il funzionamento del

mercato monetario in euro, offrendo un servizio di regolamento in tempo reale in moneta di banca centrale con un'ampia copertura del mercato. Target2 tratta operazioni di importo rilevante e/o urgenti senza alcun limite massimo o minimo di valore, ma è utilizzato anche per svariati altri tipi di pagamenti.

Il sistema è basato su un'unica infrastruttura tecnica, la *Single Shared Platform* (SSP), offerta e gestita congiuntamente per conto dell'Eurosistema da tre banche centrali dell'area dell'euro (Banca d'Italia, Banque de France e Deutsche Bundesbank).

A dicembre del 2010 i partecipanti diretti a Target2 erano 928 e il numero complessivo di banche (comprese filiali e controllate) raggiungibili a livello mondiale è rimasto stabile a circa 52.000. Target2 ha inoltre effettuato il regolamento delle posizioni in contanti di 67 sistemi ancillari.

L'OPERATIVITÀ DI TARGET2

Nel 2010 il sistema Target2 ha operato regolarmente, trattando un numero elevato di pagamenti in euro. La sua quota di mercato è aumentata lievemente, raggiungendo il 91 per cento del valore complessivo dei pagamenti in euro eseguiti nei sistemi di pagamento all'ingrosso. Nell'anno in esame il sistema ha trattato complessivamente 88.591.926 transazioni, con una media giornaliera di 343.380 pagamenti. Il volume di transazioni è risultato pressoché identico a quello del 2009, registrando solo un aumento marginale dello 0,1 per cento. In termini di valore, nel 2010 il traffico di pagamenti è stato pari a 593.194 miliardi di euro, con una media giornaliera di 2.299 miliardi. Rispetto all'anno precedente, il valore complessivo delle transazioni regolate dal sistema è aumentato del 7,6 per cento. La tavola 12 presenta una sintesi dei pagamenti transitati in Target2 nel corso del 2010 e un raffronto con i volumi dell'anno precedente.

Tavola 12 Pagamenti gestiti da Target2¹⁾

Valore delle transazioni (in miliardi di euro)	2009	2010	var. perc.
Target2			
Totale	551.174	593.194	7,6
Media giornaliera	2.153	2.299	6,8
Volume (n. di transazioni)	2009	2010	var. perc.
Target2			
Totale	88.517.321	88.591.926	0,1
Media giornaliera	345.771	343.380	-0,7

Fonte: BCE.

1) Nel 2009 i giorni di operatività sono stati 256, mentre nel 2010 sono stati 258.

La disponibilità complessiva⁷ di Target2 ha raggiunto nel 2010 il 99,68 per cento, risentendo unicamente di malfunzionamenti imputabili a sistemi di *proprietary home accounting* nazionali⁸, mentre la SSP ha registrato una disponibilità del 100 per cento. La totalità dei pagamenti nella SSP è stata trattata nell'arco di cinque minuti. Gli utenti hanno espresso soddisfazione riguardo alle ottime prestazioni del sistema, in costante miglioramento dalla migrazione a Target2.

LA COOPERAZIONE CON GLI UTENTI DI TARGET2

L'Eurosistema mantiene strette relazioni con gli utenti di Target2 e durante il 2010 si sono tenute riunioni periodiche fra le BCN e i gruppi di utenti nazionali. Inoltre, a cadenza trimestrale sono state organizzate riunioni congiunte tra il *Working Group on TARGET2* dell'Eurosistema e il *TARGET Working Group* delle associazioni del settore creditizio europeo, in cui si sono discussi a livello paneuropeo gli aspetti operativi del sistema. Le questioni strategiche sono state affrontate in seno al *Contact Group on Euro Payments Strategy*, al quale partecipano esponenti dell'alta direzione delle banche commerciali e delle banche centrali.

LA GESTIONE DELLE NUOVE VERSIONI DEL SISTEMA

L'Eurosistema attribuisce fondamentale importanza all'evoluzione di Target2, al fine di accrescere ulteriormente il livello di servizio offerto e di rispondere alle esigenze dei partecipanti. Nell'ottobre del 2010 l'Eurosistema ha avviato una procedura di consultazione degli utenti su una possibile strategia per migliorare la conformità di Target2 agli standard ISO 20022.

Il 22 novembre 2010 è stata introdotta la quarta versione della SSP⁹, la cui principale innovazione è la possibilità di accedere a Target2 via Internet. Si tratta di una modalità alternativa di accesso diretto ai principali servizi di Target2, che non richiede tuttavia la connessione alla rete SWIFT. L'accesso via Internet è stato sviluppato dall'Eurosistema per venire incontro alle esigenze di banche di medie e piccole dimensioni.

Sempre a novembre l'Eurosistema ha definito i contenuti della quinta *release*, la cui implementazione è programmata per il 21 novembre 2011. Oltre a diverse migliorie richieste dalla comunità degli utenti, questa versione prevede la fornitura di una rete che collegherà le banche centrali partecipanti, dando loro accesso diretto ai principali servizi di Target2 in caso di interruzione dell'operatività di SWIFT.

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

8 I sistemi *proprietary home accounting*, gestiti da alcune banche centrali nazionali, resteranno operativi per il regolamento di determinati pagamenti fino a maggio del 2012.

9 Gli aggiornamenti di sistema introdotti dalla quarta versione sono specificati nell'Indirizzo BCE/2010/12, del 15 settembre 2010, che modifica l'Indirizzo BCE/2007/2 relativo ad un sistema di trasferimento espresso transeuropeo automatizzato di regolamento lordo in tempo reale (Target2). L'indirizzo tiene conto altresì delle modifiche tecniche rese necessarie dall'entrata in vigore del Trattato.

I PAESI PARTECIPANTI A TARGET2

Tutti i paesi dell'area dell'euro partecipano a Target2, poiché il suo utilizzo è obbligatorio per il regolamento di tutti gli ordini di pagamento connessi con le operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema. Nel 2002 il Consiglio direttivo della BCE ha confermato il diritto delle banche centrali dei paesi dell'UE esterni all'area dell'euro di collegarsi a Target su base volontaria, al fine di agevolare il regolamento delle operazioni denominate in euro in questi paesi. Dal punto di vista giuridico e dell'attività, ciascuna banca centrale è responsabile per la gestione della rispettiva componente nazionale del sistema e per il mantenimento delle relazioni con i propri utenti. Inoltre, alcune istituzioni finanziarie ubicate in altri paesi del SEE partecipano a Target2 tramite accesso remoto.

Attualmente al sistema partecipano 23 banche centrali dell'UE e le rispettive comunità di utenti nazionali, vale a dire le 17 banche centrali dell'area dell'euro, la BCE e cinque banche centrali di paesi non appartenenti all'area.¹⁰ In febbraio del 2010 la Българска народна банка (Banca nazionale bulgara) e la relativa comunità di utenti si sono connesse a Target2. Recentemente sono stati presi contatti con la Banca Națională a României (Banca nazionale di Romania), che si è dichiarata interessata a partecipare a Target2. Il collegamento della Romania è fissato per luglio del 2011, al termine dei lavori preparatori necessari.

2.2 TARGET2-SECURITIES

T2S è il futuro servizio dell'Eurosistema per il regolamento in moneta di banca centrale delle transazioni in titoli in Europa. Il progetto è in fase di sviluppo e la piattaforma di regolamento dovrebbe entrare in funzione a settembre del 2014. Al momento lavorano al progetto 30 sistemi di deposito accentrato (SDA) e si prevede che la quasi totalità dei titoli scambiati in Europa verrà regolata in T2S, consentendo di ottenere significative economie di scala e costi di regolamento molto ridotti.

Eliminando la distinzione fra operazioni nazionali e transfrontaliere, T2S rappresenta un fondamentale passo avanti verso l'integrazione del mercato europeo dei capitali e fornisce una solida base per accrescere l'efficienza e la concorrenza in tutto il settore del *post-trading*. 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.

I progressi sul piano tecnico sono stati numerosi nel 2010. All'inizio dell'anno sono stati definiti i requisiti utente, consentendo così a quattro banche centrali dell'Eurosistema (Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France e Banca d'Italia) di avviare lo sviluppo del software. La fase di collaudo con gli utenti dovrebbe iniziare a gennaio del 2014 e il sistema dovrebbe diventare operativo a settembre dello stesso anno.

Nel 2010 si è avuto, inoltre, un notevole avanzamento sui principali aspetti strategici del progetto, in particolare su questioni quali la *governance*, l'assetto giuridico del sistema, le tariffe da applicare al regolamento delle transazioni in titoli e le modalità di connessione dei partecipanti.

La *governance* di T2S è di fondamentale importanza per tutte le parti interessate. I quattro principali *stakeholders* del progetto sono: l'Eurosistema, in qualità di proprietario e gestore della piattaforma, le banche centrali dei paesi esterni all'area dell'euro che portano le loro valute in T2S, gli SDA che trasferiscono al sistema i propri conti titoli e gli operatori di mercato in generale (banche, depositari, controparti centrali, ecc.). L'assetto organizzativo proposto conferisce a ciascun gruppo un adeguato grado di influenza sulla gestione di T2S, ma al contempo favorisce un processo decisionale tempestivo e garantisce un'infrastruttura sicura ed efficiente.

¹⁰ Bulgaria, Danimarca, Lettonia, Lituania e Polonia.

A novembre del 2010, l'Eurosistema ha preso una decisione sulle tariffe dei futuri servizi di regolamento di T2S. Considerati i costi di sviluppo e i futuri costi di gestione, da un lato, e il volume atteso di transazioni regolate dalla piattaforma, dall'altro, l'Eurosistema ha fissato a 15 centesimi di euro il prezzo per il regolamento delle singole istruzioni di *delivery versus payment* (DvP). Tale tariffa sarà applicata a condizione che: 1) le valute diverse dall'euro apportino un volume aggiuntivo di almeno il 20 per cento rispetto a quello dell'euro; 2) il totale delle transazioni in titoli regolate all'interno dell'UE non risulti inferiore di più del 10 per cento rispetto alle proiezioni dell'Ufficio del programma T2S, elaborate sulla base di informazioni fornite dagli operatori di mercato; 3) l'Eurosistema sia esente da IVA per i servizi T2S. Il prezzo resterà fisso per il periodo che va da settembre 2014 (avvio previsto di T2S) a dicembre 2018 e, come garanzia offerta per i prezzi agli operatori di mercato dopo il 2018, il Consiglio direttivo si è impegnato a non aumentare le tariffe T2S di più del 10 per cento l'anno fino a settembre 2022. Optare per una tariffa DvP contenuta (15 centesimi), valida per il regolamento sia nazionale sia transfrontaliero, fa sì che, anche aggiungendo gli oneri aggiuntivi generati dagli SDA e i costi di connessione, il prezzo finale dovrebbe risultare inferiore alle tariffe attualmente praticate da qualsiasi sistema di regolamento nazionale in Europa. In media T2S ridurrà il costo del regolamento delle transazioni transfrontaliere di circa il 90 per cento. Insieme agli effetti positivi di concorrenza in tutto il comparto del *post-trading*, la nuova piattaforma darà quindi un incentivo al conseguimento di una maggiore efficienza di costo nel settore del regolamento delle operazioni in titoli in tutta Europa.

Nel 2010 si sono fatti grandi passi avanti anche in merito all'assetto giuridico di T2S: il 21 aprile 2010 il Consiglio direttivo della BCE ha adottato la *T2S Guideline*¹¹, che rappresenta la pietra angolare della struttura giuridica del nuovo sistema e sarà la base per tutti gli accordi che verranno stipulati in futuro. L'indirizzo ha carattere vincolante per tutte le banche centrali

dell'Eurosistema, ma non implica obbligazioni per terzi.

Il lavoro svolto in ambito di *governance e pricing* è stato determinante per l'attività giuridica implicata nelle negoziazioni degli accordi contrattuali sia fra l'Eurosistema e gli SDA che intendono utilizzare T2S, sia fra l'Eurosistema e le banche centrali di paesi non appartenenti all'area dell'euro che stanno valutando se rendere disponibili le proprie valute per il regolamento con T2S. Concluse le negoziazioni con gli SDA, il Consiglio direttivo della BCE approverà il contratto quadro, *Framework Agreement*, che verrà quindi sottoposto agli SDA per essere valutato e sottoscritto entro l'autunno 2011. Notevoli progressi sono stati fatti anche nelle trattative del *Currency Participation Agreement* (accordo di partecipazione di valuta) con le banche centrali esterne all'area dell'euro, a cui il Consiglio direttivo trasmetterà l'accordo a giugno del 2011, affinché queste possano esaminarlo e sottoscriverlo entro l'autunno.

L'Eurosistema è stato inoltre impegnato nell'elaborazione del quadro di riferimento per la selezione di gestori di rete esterni per T2S. Questi sono gli operatori che forniranno l'infrastruttura tramite la quale gli SDA, le banche centrali e i partecipanti connessi direttamente potranno trasmettere le istruzioni alla piattaforma T2S e ricevere messaggi.

Infine, l'Ufficio del programma T2S, con il risoluto impegno dell'*Advisory Group* di T2S, è stato fortemente coinvolto nella promozione di un'ulteriore armonizzazione del regolamento delle transazioni in titoli a livello europeo¹². La partecipazione al *Clearing and Settlement Advisory Monitoring Expert Group II* della Commissione europea e all'*Expert Group on Market Infrastructures* che gli è succeduto

11 Indirizzo BCE/2010/2, del 21 aprile 2010, relativo a *Target2-Securities*.

12 L'*Advisory Group* di T2S offre consulenza agli organi esecutivi della BCE in merito a questioni tecniche e di *policy* inerenti a T2S. L'*Advisory Group* si compone di circa 90 membri *senior* che rappresentano banche centrali nazionali, SDA e partecipanti di mercato che abbiano espresso interesse ad aderire.

assicura una coerenza di orientamento fra l'opera di armonizzazione in ambito T2S e le più ampie iniziative pubbliche e private in questo campo¹³. L'*Advisory Group* ha lavorato all'implementazione degli standard di gestione delle *corporate actions*, allo sviluppo della messaggistica ISO per T2S e al miglioramento della trasparenza verso gli *shareholder* nelle operazioni transfrontaliere. Vi sono stati progressi anche nell'armonizzazione delle regole sulla definitività del regolamento per gli SDA partecipanti a T2S. L'*Advisory Group* infine ha avviato i lavori per identificare e superare gli ostacoli che potrebbero ancora impedire un'ordinata operatività di T2S a livello transfrontaliero. I risultati di tali lavori sono fondamentali per garantire un'attività efficiente. Inoltre, alla fine del 2010, l'*Advisory Group* ha identificato gli elementi prioritari per un ulteriore processo di armonizzazione da affrontare nei prossimi anni.

2.3 LE PROCEDURE DI REGOLAMENTO PER LE GARANZIE

Per tutti i tipi di operazioni di credito dell'Eurosistema è possibile utilizzare come garanzia, a livello sia nazionale sia transfrontaliero, un insieme comune di attività stanziabili. Il regolamento transfrontaliero delle garanzie nell'area dell'euro avviene principalmente tramite il 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.

Nel dicembre del 2010 l'ammontare delle garanzie detenute dall'Eurosistema utilizzate su base transfrontaliera (incluse le attività sia negoziabili sia non negoziabili) è stato pari a 762 miliardi di euro, in diminuzione rispetto agli 866 miliardi di dicembre del 2009. Complessivamente, alla fine del 2010 le garanzie utilizzate su base transfrontaliera rappresentavano il 35,0 per cento delle garanzie totali consegnate all'Eurosistema.

I SERVIZI DI GESTIONE DELLE GARANZIE OFFERTI DALL'EUROSISTEMA

Nel 2010 il CCBM è rimasto il canale principale per il trasferimento transfrontaliero di garanzie per le operazioni di politica monetaria e per il conferimento di credito infragiornaliero dell'Eurosistema, con un'incidenza del 24,1 per cento sul totale delle garanzie fornite all'Eurosistema in tale anno. Il valore delle attività detenute in custodia tramite il CCBM è diminuito, passando da 569 miliardi di euro a fine 2009 a 507 miliardi di euro a fine 2010.

Entrato in funzione nel 1999, il CCBM è stato concepito come una soluzione provvisoria adottata per raggiungere un livello minimo di armonizzazione. Per aumentare tale livello, nel 2008 l'Eurosistema ha deciso di lanciare il progetto CCBM2, un sistema basato su una piattaforma unica. Il compito di sviluppare e gestire il CCBM2 per conto dell'Eurosistema è stato affidato alle banche centrali di Belgio e Olanda (Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique e De Nederlandsche Bank).

Il CCBM2 promuoverà l'armonizzazione e accrescerà l'efficienza nella movimentazione delle garanzie, permettendo altresì alle controparti dell'Eurosistema, in particolare alle banche attive in più paesi, di ottimizzare l'utilizzo delle garanzie e migliorare la gestione della liquidità. Inoltre, consentirà alle banche centrali di monitorare in modo più stringente le attività stanziate a garanzia delle operazioni di finanziamento. La piattaforma sarà totalmente compatibile con Target2 e Target2-Securities. Dopo l'approvazione del Consiglio direttivo, nell'ottobre 2010 sono state annunciate le principali tappe del progetto, tra cui la fase di collaudo con le banche centrali e il mercato nel 2012 e l'entrata in funzione del sistema nel 2013. La migrazione alla piattaforma CCBM2 avverrà in due finestre temporali, nel secondo e terzo trimestre del 2013.

¹³ Per ulteriori dettagli, cfr. la sezione 3 del capitolo 4 sull'integrazione finanziaria.

I COLLEGAMENTI TRA SISTEMI NAZIONALI DI REGOLAMENTO TITOLI

A livello transfrontaliero, le garanzie possono essere movimentate anche usando i collegamenti tra SRT nazionali, che però possono essere usati per le operazioni in moneta di banca centrale solo se sono giudicati idonei dall'Eurosistema. Dopo il trasferimento a un altro SRT tramite collegamenti idonei, i titoli possono essere usati con le procedure domestiche come qualunque garanzia nazionale. L'ammontare delle garanzie movimentate tramite collegamenti diretti e indiretti (*relayed links*) era pari a 109 miliardi alla fine del 2010, ovvero il 5,0 per cento delle garanzie totali (nazionali e transfrontaliere) detenute dall'Eurosistema, in diminuzione rispetto ai 129 miliardi di euro del dicembre 2009, il 5,7 per cento del totale delle garanzie.

Nel 2010 non sono stati aggiunti nuovi collegamenti idonei rispetto ai 54 diretti e ai 7 indiretti già a disposizione delle controparti.

3 LE BANCONOTE E LE MONETE

3.1 LA CIRCOLAZIONE E LA GESTIONE DELLE BANCONOTE E DELLE MONETE

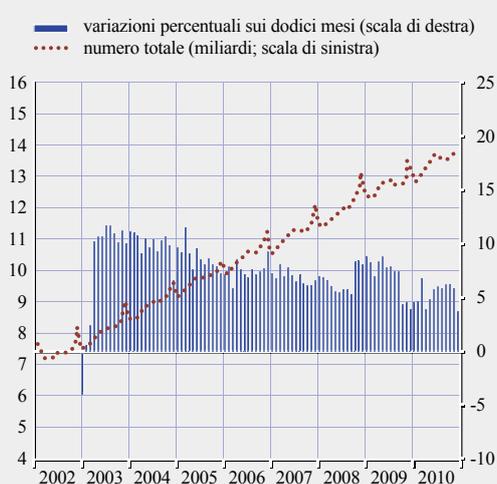
DOMANDA DI BANCONOTE E MONETE IN EURO

Alla fine del 2010 il volume delle banconote in euro in circolazione ammontava a 14,2 miliardi, rispetto a 13,6 miliardi a fine 2009, per un valore complessivo di 839,7 miliardi di euro, contro 806,4 miliardi a fine 2009 (cfr. figure 49 e 50). Il tasso di crescita annuo delle banconote in circolazione si è pertanto attestato intorno al 4 per cento in termini sia di valore sia di volume. I biglietti da 50 e da 100 euro hanno registrato i tassi di crescita più elevati, pari rispettivamente al 6,7 e al 5,4 per cento alla fine di dicembre del 2010, mentre è notevolmente rallentata la precedente forte domanda di banconote da 500 euro, con un tasso sui dodici mesi pari al 2,1 per cento. Alla fine del 2010, sul totale delle banconote in circolazione i biglietti da 50 euro rappresentavano la quota più ampia in termini di volume (39,2 per cento), mentre in valore la quota maggiore era assorbita dalle banconote da 500 euro (34,3 per cento), seguite immediatamente da quelle da 50 euro (33,0 per cento).

La domanda di biglietti proveniente da regioni esterne all'area dell'euro, che interessa soprattutto i tagli elevati come riserva di valore, è lievemente diminuita nel 2010. Sebbene tale domanda sia rimasta costante tra la metà del 2009 e la metà del 2010, nella seconda parte dell'anno i flussi in entrata di contante in euro hanno superato quelli in uscita. Questo andamento potrebbe derivare da un'inversione di tendenza rispetto al precedente fenomeno di tesaurizzazione di biglietti in euro, richiesti in quanto considerati un'attività sicura dopo le turbolenze finanziarie del 2008. Si stima che, in termini di valore, il 20-25 per cento delle banconote in euro in circolazione sia utilizzato al di fuori dell'area, specie nelle regioni confinanti.

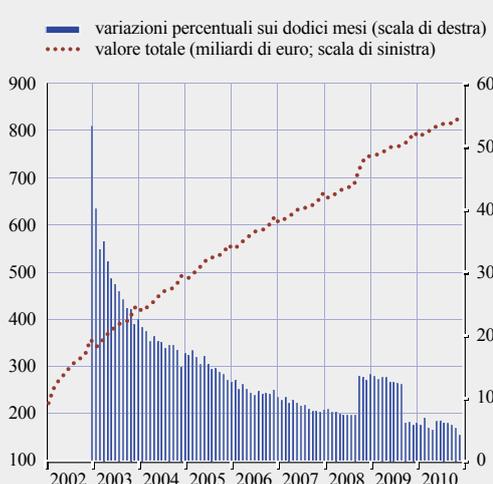
Nel 2010 il numero totale di monete in euro in circolazione (al netto delle scorte detenute dalle BCN dell'area dell'euro) è aumentato del 6,2 per cento, raggiungendo il volume di 92,9 miliardi, mentre il loro valore complessivo è cresciuto del 4,5 per cento, a 22,3 miliardi. La quota dei tagli minori, le monete da 1, 2 e 5 centesimi, rispetto al numero totale di monete in circolazione è rimasta elevata, al 61 per cento.

Figura 49 Numero delle banconote in euro in circolazione nel periodo 2002-2010



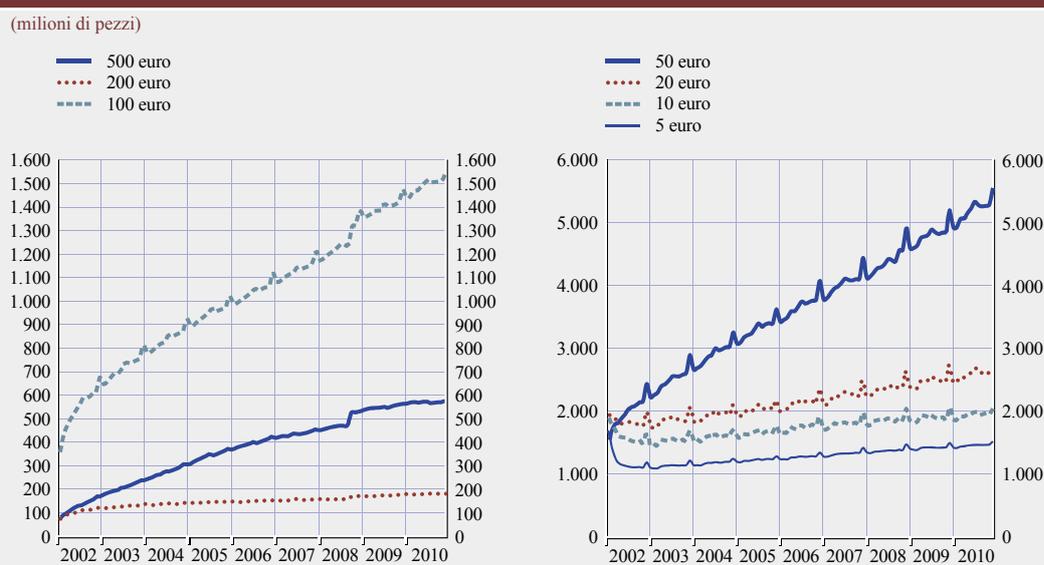
Fonte: BCE.

Figura 50 Valore delle banconote in euro in circolazione nel periodo 2002-2010



Fonte: BCE.

Figura 51 Numero delle banconote in euro in circolazione nel periodo 2002-2010 per taglio



GESTIONE DELLE BANCONOTE DA PARTE DELL'EUROSISTEMA

Nel 2010 le BCN dell'area dell'euro hanno esitato 33,6 e introitato 33,1 miliardi di biglietti. Il numero di banconote di cui sono state controllate l'autenticità e l'idoneità all'uso mediante apparecchiature completamente automatizzate è stato pari a 34,2 miliardi; 5,8 miliardi sono state giudicate non più idonee alla circolazione e distrutte. Il tasso di non idoneità alla circolazione¹⁴, pari al 17,1 per cento, è rimasto prossimo a quello del 2009, mentre il tasso medio di rientro dalla circolazione¹⁵ è diminuito ulteriormente, da 2,59 per cento a fine 2009 a 2,46 a fine 2010; ciò significa che ogni banconota è stata introitata da una BCN dell'area in media una volta ogni cinque mesi. I biglietti di taglio elevato, ossia da 500, 200 e 100 euro, spesso utilizzati come riserva di valore, hanno registrato tassi di rientro contenuti, rispettivamente 0,34, 0,51 e 0,76 per cento, mentre i tagli usati normalmente per le transazioni, ossia quelli da 50, 20, 10 e 5 euro, hanno registrato tassi di rientro più elevati, rispettivamente 1,87, 3,77, 4,39 e 2,50 per cento.

3.2 LA CONTRAFFAZIONE DELLE BANCONOTE IN EURO E I RELATIVI DETERRENTI

CONTRAFFAZIONE DELLE BANCONOTE IN EURO

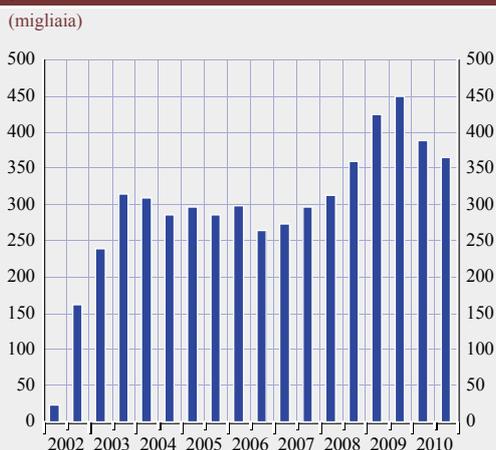
Nel 2010 i centri nazionali di analisi¹⁶ hanno ricevuto circa 752.000 banconote in euro contraffatte. Rispetto al numero di biglietti autentici in circolazione, la quota di falsi rimane su livelli molto contenuti. La figura 52 mostra l'andamento di lungo periodo dei ritiri dalla circolazione dei biglietti contraffatti. Più in dettaglio si nota che l'incremento del numero di falsi, iniziato nel 2008, ha subito un'inversione di tendenza nel 2010. L'attività di contraffazione si è concentrata sui tagli da 50 e da 20 euro, che hanno rappresentato rispettivamente il 43 e il 40 per cento del totale. La figura 53 fornisce i dati disaggregati relativi ai vari tagli.

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

15 Definito come il rapporto tra il numero totale di banconote introitate dalle BCN dell'area dell'euro in un dato periodo di tempo e il numero medio di biglietti in circolazione in quel periodo.

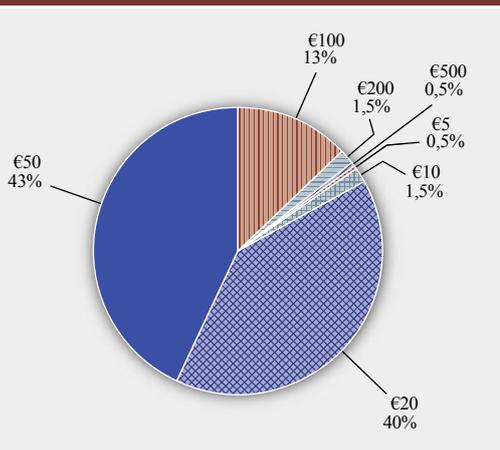
16 Centri stabiliti in ciascuno degli Stati membri dell'UE per l'analisi iniziale delle banconote in euro contraffatte svolta a livello nazionale.

Figura 52 Numero di banconote in euro contraffatte ritirate dalla circolazione nel periodo 2002-2010



Fonte: BCE.

Figura 53 Scomposizione per taglio delle banconote in euro contraffatte nel 2010



Fonte: BCE.

Anche se la fiducia nella sicurezza dell'euro è pienamente giustificata dalle misure anticontraffazione 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, a rammentare il metodo basato sulle tre parole chiave "toccare-guardare-muovere" descritto nel sito Internet¹⁷ della BCE, e a non affidarsi mai a una sola caratteristica di sicurezza. Inoltre, con frequenza regolare vengono organizzati corsi di formazione per gestori professionali del contante, sia all'interno che all'esterno dell'UE, e viene pubblicato e aggiornato materiale informativo a sostegno della lotta alla contraffazione condotta dall'Eurosistema. Tale obiettivo viene perseguito anche attraverso la stretta collaborazione della BCE con l'Europol e la Commissione europea.

DETERRENTI ALLA CONTRAFFAZIONE A LIVELLO INTERNAZIONALE

La cooperazione in materia di lotta alla contraffazione va oltre i confini europei. L'Eurosistema partecipa attivamente alle iniziative del *Central Bank Counterfeit Deterrence Group* (CBCDG)¹⁸, mentre la BCE ospita il Centro internazionale per la lotta alla contraffazione (*International Counterfeit*

Deterrence Centre, ICDC), che opera quale struttura tecnica del CBCDG. L'ICDC amministra un sito Internet¹⁹ che fornisce informazioni e assistenza sulla riproduzione delle immagini delle banconote, oltre ai collegamenti ai siti Internet nazionali.

3.3 LA PRODUZIONE E L'EMISSIONE DI BANCONOTE

ACCORDI DI PRODUZIONE

Nel 2010 è stata allocata alle BCN dell'area dell'euro la produzione complessiva di 7,1 miliardi di biglietti, per un valore di 264,9 miliardi di euro. L'allocatione della produzione di banconote in euro ha continuato a essere basata sul sistema di *pooling* decentrato. In base a tale accordo, adottato inizialmente nel 2002, ciascuna BCN dell'area dell'euro è responsabile dell'approvvigionamento di una quota del fabbisogno totale di biglietti a essa assegnata per determinati tagli (cfr. tavola 13).

17 Cfr. <http://www.ecb.europa.eu/euro/banknotes/security/html/index.it.html>

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

19 Per i dettagli, cfr. <http://www.rulesforuse.org>

Tavola 13 L'assegnazione della produzione di banconote in euro nel 2010

Taglio	Quantità (in milioni di banconote)	BCN incaricate della produzione
5 euro	1.309,9	ES, FR, NL, PT
10 euro	1.540,1	DE, IE, GR, FR, IT, AT
20 euro	1.898,0	DE, FR, CY, LU, MT, NL, SI, SK, FI
50 euro	1.700,0	BE, DE, ES, IT
100 euro	500,0	IT
200 euro	100,0	DE
500 euro	100,0	AT
Totale	7.148,0	

Fonte: BCE.

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

Sulla scorta del programma a medio termine adottato dal Consiglio direttivo nel 2007, l'Eurosistema ha portato avanti i lavori tesi a rafforzare la convergenza dei servizi di cassa offerti dalle BCN dell'area.

In particolare, l'Eurosistema sta mettendo a punto un'interfaccia comune per le diverse applicazioni utilizzate localmente dalle BCN dell'area dell'euro per lo scambio elettronico di dati con le istituzioni creditizie. I dati in questione riguardano i servizi di deposito e di prelievo di contante offerti dalle BCN a titolo gratuito. Nel primo trimestre del 2011 sono stati definiti i calendari nazionali ed è stata approvata la tempistica di attuazione, che prevede una graduale implementazione dello scambio elettronico di dati sul contante a partire dalla metà dell'anno. L'interfaccia permetterà alle istituzioni creditizie di utilizzare l'applicazione informatica usata con la propria BCN di riferimento per effettuare operazioni in contanti con altre BCN dell'area dell'euro (limitatamente ai servizi offerti a titolo gratuito da queste ultime). Inoltre, dal 1° gennaio 2011, il deposito e il prelievo senza vincoli di orientamento delle banconote è stato classificato come un servizio comune e gratuito delle BCN.

RICIRCOLO DELLE BANCONOTE

La Decisione BCE/2010/14 relativa al controllo dell'autenticità e dell'idoneità delle banconote in euro e al loro ricircolo è entrata in vigore il 1° gennaio 2011, sostituendo il "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"). Il 31 dicembre 2010, scaduto il periodo transitorio concesso alle istituzioni creditizie e ad altre categorie professionali che operano con il contante di alcuni paesi dell'area dell'euro per adeguare le proprie procedure e apparecchiature al quadro di riferimento per il ricircolo delle banconote, i requisiti da quest'ultimo definiti sono divenuti applicabili nell'insieme dell'area. Pertanto, a partire da tale data, tutte le banconote rimesse in circolo tramite i bancomat o presso gli sportelli delle istituzioni creditizie saranno state sottoposte ai controlli di autenticità e di idoneità alla circolazione, il che rappresenta un'importante garanzia per il pubblico.

La Decisione BCE/2010/14 definisce le procedure di cui all'articolo 6, paragrafo 1, del Regolamento (CE) n. 1338/2001, modificato nel 2008²⁰.

Le categorie professionali che operano con il contante devono conformarsi a tali procedure, così da assicurare che le banconote in euro ricevute e che intendono rimettere in circolazione vengano sottoposte a un controllo di autenticità e che le contraffazioni vengano identificate. La decisione non introduce cambiamenti sostanziali rispetto al quadro di riferimento per il ricircolo delle banconote, ma si applica a un numero più ampio di destinatari, in conformità

²⁰ Regolamento (CE) n. 44/2009 del Consiglio, del 18 dicembre 2008, recante modifica del Regolamento (CE) n. 1338/2001, che definisce talune misure necessarie alla protezione dell'euro contro la falsificazione.

con l'articolo 6, paragrafo 1, del Regolamento (CE) n. 1338/2001.

IL PROGRAMMA PILOTA PER LA CUSTODIA DI BANCONOTE IN EURO IN ASIA

A seguito della cessazione delle attività di HSBC Bank USA nel settore del commercio all'ingrosso di banconote, il deposito ECI (*Extended Custodial Inventory*) da questa gestito a Hong Kong è stato chiuso nell'ottobre 2010²¹. Nell'ambito del programma pilota che terminerà alla fine di gennaio 2012, restano operativi i depositi ECI di Hong Kong, gestito da Bank of America Merrill Lynch, e di Singapore, che fa capo a un consorzio formato da Bank of Ireland First Currency Services e da United Overseas Bank.

LA SECONDA SERIE DI BANCONOTE IN EURO

Nel 2010 l'Eurosistema ha continuato a sviluppare una nuova serie di banconote in euro. I lavori si sono incentrati sulla rielaborazione dei materiali di originazione (i materiali *master* utilizzati per la produzione delle banconote) e sull'effettuazione di prove di stampa per valutare la capacità di produzione su vasta scala delle nuove banconote. La nuova serie manterrà gli elementi principali del disegno della prima serie. I tempi e la sequenza esatti dell'emissione verranno stabiliti in un secondo momento. L'Eurosistema informerà con ampio anticipo il pubblico, le categorie professionali interessate e i produttori sulle modalità di introduzione delle nuove banconote. Le BCN dell'area dell'euro rimborseranno le banconote della prima serie senza limiti di tempo.

²¹ Un ECI è un deposito in contante gestito da una banca commerciale che detiene valuta sulla base di un accordo di custodia.

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 inoltre sono utilizzate ampiamente dalle autorità pubbliche, dagli operatori dei mercati finanziari, dai mezzi di informazione e dal pubblico in generale. Nel 2010 la regolare produzione di statistiche relative all'area dell'euro ha continuato a svolgersi in maniera ordinata e tempestiva²². Sono stati compiuti sforzi significativi al fine di migliorare ulteriormente il quadro statistico del SEBC, in conformità con il suo programma di lavoro per le statistiche europee, che viene riesaminato con cadenza annuale. A tale riguardo, un aspetto particolarmente problematico è costituito dalle notevoli pressioni che la crescente domanda di dati ha esercitato sulle risorse disponibili ai compilatori delle statistiche. Nel 2010 una delle principali attività ha interessato le statistiche sulla stabilità finanziaria. In questa area la BCE, con il sostegno delle BCN, ha posto in atto i preparativi necessari per fornire dal 1° gennaio 2011 assistenza statistica al Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS; cfr. capitolo 6) e ha contribuito, sotto l'egida del G20, a iniziative mondiali tese a colmare le lacune statistiche individuate a seguito della crisi finanziaria ed economica.

Le implicazioni della crisi finanziaria ed economica sull'elaborazione, l'uso e la pubblicazione delle statistiche sono state il tema centrale sia della quinta conferenza della BCE sulle statistiche sia del seminario internazionale tenuto dalla BCE in occasione della *Giornata mondiale della statistica* il 20 ottobre 2010.

4.1 STATISTICHE NUOVE E PIÙ ESAUSTIVE

Grazie al lavoro svolto nel 2010, sono state rese disponibili ulteriori statistiche per l'area dell'euro, come i nuovi dati sui prestiti delle IFM alle società non finanziarie disaggregati per settore di attività economica in base alla classificazione NACE Rev. 2 e quelli sul debito

estero dell'area dell'euro disaggregati per settore e strumento. Sono state migliorate ulteriormente (cfr. anche la sezione 3 del capitolo 4) le statistiche relative agli strumenti di debito europei a breve termine (*Short-Term European Paper*, STEP), un'iniziativa di mercato tesa a stimolare l'integrazione finanziaria in questo segmento. Le statistiche STEP, che vengono pubblicate dal settembre 2006, sono state integrate dalla pubblicazione settimanale, a partire dal settembre 2010, delle consistenze in essere dei singoli programmi STEP, con una disaggregazione per valuta di emissione.

Nel 2010 è continuata la realizzazione dell'ampliamento delle statistiche per l'area dell'euro in base al regolamento modificato della BCE relativo al bilancio, ai tassi di interesse e alla cartolarizzazione dei prestiti delle IFM. Dall'inizio del 2010 sono state raccolte informazioni statistiche presso le società veicolo finanziarie attive in operazioni di cartolarizzazione, mentre la segnalazione da parte delle IFM di un più ampio set di dati relativo alle statistiche sui bilanci e sui tassi di interesse è iniziata a metà del 2010. Questi nuovi dati e i relativi indicatori consentono di ottenere disaggregazioni più dettagliate (ad esempio, per i prestiti garantiti e i nuovi prestiti alle società non finanziarie), che contribuiranno al miglioramento dell'analisi monetaria. Tali statistiche dovrebbero essere pubblicate per la prima volta a metà del 2011, allorché il SEBC avrà effettuato un'attenta analisi della qualità dei dati.

4.2 ALTRI SVILUPPI IN AMBITO STATISTICO

Nel febbraio e nell'ottobre 2010 la BCE ha pubblicato i risultati della seconda e della terza edizione dell'indagine semestrale sull'accesso al credito da parte delle imprese dell'area, condotta di concerto con la Commissione europea. L'indagine fornisce evidenze, per lo

²² Le statistiche sono state pubblicate su 74 comunicati stampa mensili, trimestrali e annuali, nonché nel Bollettino mensile, nello *Statistics Pocket Book* e nella *Statistical Data Warehouse* della BCE (cfr. la sezione "Statistiche" del sito Internet della BCE).

più qualitative, sulle condizioni di finanziamento per le PMI in confronto a quelle per le imprese di grandi dimensioni. I risultati sono disaggregati in base a caratteristiche quali dimensioni dell'impresa, settore di attività economica ed età dell'impresa, con un dettaglio a livello nazionale disponibile per alcuni paesi dell'area.

Ulteriori progressi sono stati compiuti nel 2010 per la realizzazione di un'indagine dell'Eurosistema sui finanziamenti e sui consumi delle famiglie (*Household Finance and Consumption Network*), che attualmente viene condotta dalle BCN di tutti i paesi dell'area (in alcuni casi di concerto con gli istituti di statistica nazionali). Questa rilevazione raccoglie dati individuali sulle attività (reali e finanziarie) e sui debiti delle famiglie, oltre a informazioni aggiuntive su temi quali reddito, consumi, occupazione, situazione previdenziale, risparmio e successioni. La divulgazione di indicatori aggregati per l'intera area dell'euro e la diffusione dei dati individuali ai ricercatori sono previste per la seconda metà del 2012.

Sono stati compiuti progressi anche nell'avvio della raccolta e della compilazione di statistiche relative alla detenzione di titoli, sulla base di informazioni "titolo per titolo". È in corso un progetto pilota per compilare statistiche a carattere sperimentale a partire dai dati attualmente disponibili. Inoltre si stanno studiando varie possibilità per formulare una soluzione definitiva armonizzata ed efficiente in termini di costi. Tali dati consentiranno di compilare statistiche con un livello di armonizzazione e una qualità superiori, analizzando a livello granulare la detenzione di titoli da parte dei settori e sottosettori istituzionali.

Nel primo trimestre del 2010 è stato pubblicato per la prima volta un elenco trimestrale delle società veicolo finanziarie, a integrazione dell'elenco giornaliero delle IFM nell'UE e dell'elenco trimestrale dei fondi di investimento, che il SEBC tiene aggiornato e intende trasformare in un vero e proprio registro delle istituzioni finanziarie. Gli elenchi di società

veicolo finanziarie e di fondi di investimento presentano alcune informazioni aggiuntive rispetto all'elenco delle IFM, in particolare quelle (in forma di codici ISIN) relative ai singoli titoli emessi da tali istituzioni. Questo progetto è collegato alla costituzione di un registro statistico dei gruppi multinazionali (*EuroGroups Register*) da parte della Commissione europea, che sta procedendo alla rimozione degli impedimenti giuridici che si frappongono al reciproco scambio di informazioni statistiche.

La BCE continua a operare in stretta cooperazione con altri organismi internazionali per l'elaborazione di standard statistici internazionali. Il lavoro della BCE, che opera di concerto con l'Eurostat, si è incentrato principalmente sulla revisione in corso del SEC 95 (Sistema europeo dei conti 1995), che deve essere allineato al Sistema dei conti nazionali (*System of National Accounts, SNA*) 2008 e alla sesta edizione del Manuale di bilancia dei pagamenti (*Balance of Payments Manual*) dell'FMI. In collaborazione con la BRI e l'FMI, la BCE ha altresì pubblicato la seconda parte del manuale sulle statistiche relative ai titoli, dedicata alla detenzione di titoli di debito.

4.3 ESIGENZE STATISTICHE DERIVANTI DALLA CRISI FINANZIARIA

A causa della crisi finanziaria è aumentata, a livello europeo e mondiale, la domanda degli utenti di statistiche per condurre l'analisi della stabilità finanziaria. Oltre alle attività indicate nelle precedenti sezioni, nel 2010 sono state condotte una serie di iniziative per consentire alla BCE di svolgere le funzioni di segretario per il CERS, assicurando a quest'ultimo il necessario supporto statistico e analitico sin dalla sua istituzione (cfr. capitolo 6).

Il SEBC collabora altresì con le autorità di vigilanza allo scopo di integrare e conciliare le segnalazioni statistiche e di vigilanza. La cooperazione con il Comitato delle autorità europee di vigilanza bancaria ha portato all'introduzione nel 2010 di un nuovo sistema

di classificazione. Ciò contribuirà a ridurre nel tempo l'onere in capo alle entità segnalanti che sono tenute a fornire dati sia all'Eurosistema sia alle autorità di vigilanza. Inoltre, la frequenza con cui sono segnalate le statistiche bancarie consolidate, pubblicate nell'*EU Banking Sector Stability Report* della BCE, è passata da annuale a semestrale per gli indicatori bancari fondamentali. Miglioramenti sono stati apportati anche alla tempestività e al contenuto informativo del set di dati annuale. La BCE, in stretta collaborazione con gli altri membri dell'Eurosistema, ha altresì elaborato statistiche relative alle compagnie di assicurazione e ai fondi pensione. Queste statistiche provengono da fonti già esistenti, per lo più dalle autorità di vigilanza; non è stato quindi necessario raccogliere nuovi dati presso gli operatori. Per gli ulteriori sviluppi di tali statistiche e in considerazione del crescente fabbisogno manifestato dagli utenti (per la conduzione delle analisi macroeconomiche e di stabilità finanziaria), la BCE collabora strettamente con l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali, che è succeduta al Comitato delle autorità europee di vigilanza delle assicurazioni e delle pensioni aziendali o professionali, affinché le future segnalazioni statistiche siano conformi alla normativa *Solvency II* e siano ridotti al minimo gli oneri di risposta.

Nel contesto dei rapporti di cooperazione a livello mondiale, la BCE partecipa alle iniziative statistiche sostenute dai ministri finanziari e dai governatori delle banche centrali del G20 con l'obiettivo di individuare e colmare le lacune informative. Nell'ambito dell'*Inter-Agency Group on Economic and Financial Statistics* la BCE ha lavorato di concerto con BRI, Commissione europea (Eurostat), FMI, OCSE, Nazioni Unite e Banca mondiale per formulare un piano d'azione presentato al vertice del G20 tenutosi nel giugno 2010. Tale piano d'azione fissa i tempi di attuazione di diverse raccomandazioni riguardanti i criteri per misurare i rischi nel settore finanziario, i legami finanziari internazionali e la vulnerabilità delle economie

agli shock, nonché la comunicazione delle statistiche ufficiali. La BCE contribuisce altresì all'aggiornamento del sito Internet dedicato ai principali indicatori globali per le economie appartenenti al G20.

5 LA RICERCA ECONOMICA

In linea con l'approccio adottato in tutto l'Eurosistema, l'attività di ricerca della BCE mira a: fornire risultati rilevanti per la formulazione di una consulenza sulla politica monetaria e su altri compiti dell'Eurosistema; mantenere e utilizzare modelli econometrici al fine di elaborare previsioni e proiezioni economiche e raffrontare gli effetti di scelte di politica monetaria alternative; comunicare con la comunità accademica e di ricerca, ad esempio pubblicando i risultati delle ricerche su riviste scientifiche soggette al meccanismo della *peer review*, partecipando a convegni e organizzando conferenze su temi inerenti alla ricerca economica. Nel 2008 la BCE ha avviato una revisione pluriennale del suo programma di ricerca alla luce delle lezioni apprese dalla crisi finanziaria e dai suoi sviluppi. Questa revisione ha successivamente incluso attività di sostegno al lavoro del CERS. Nel 2010 l'analisi delle questioni finanziarie è stata sviluppata con notevole impegno, concentrandosi in particolare sulla creazione e attuazione di strumenti utili per la valutazione macroprudenziale e sistemica dei rischi.

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 rispettive necessità e competenze. La Direzione Generale Ricerca economica ha il compito di coordinare il lavoro, oltre a 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.

Le priorità delle ricerche di alto livello stabilite per il 2010 sono rimaste invariate rispetto al 2009: previsioni e sviluppo di modelli; miglioramento dell'analisi monetaria;

comprensione del meccanismo di trasmissione della politica monetaria; stabilità finanziaria, vigilanza e regolamentazione macroprudenziale; efficienza del sistema finanziario europeo; questioni relative a pagamenti e regolamenti; connessioni internazionali e questioni fiscali. Tuttavia, per quanto riguarda l'attuazione di tali priorità, rispetto agli anni precedenti sono aumentate le attività di ricerca sui temi legati alle questioni finanziarie e macroprudenziali. In particolare, è stata posta maggiore enfasi sullo sviluppo e sull'attuazione di strumenti per monitorare e coadiuvare i processi decisionali relativi alle questioni finanziarie. Anche i progetti di ricerca per il miglioramento dell'analisi monetaria sono aumentati in misura considerevole.

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*. Nel 2010 un *focus* di questa priorità di ricerca è stata la formulazione di strategie di uscita dalle misure non convenzionali in atto e l'analisi dell'interazione fra le politiche macroeconomiche e la stabilità finanziaria. Due *forum* di ricerca hanno affrontato tali questioni²³. Il lavoro in questo settore ha portato alla pubblicazione di un libro intitolato *Enhancing monetary analysis*, a cura dei membri del Comitato esecutivo Lucas Papademos e Jürgen Stark²⁴.

Per quanto riguarda il meccanismo di trasmissione della politica monetaria, sono stati avviati o mantenuti vari progetti su una serie di tematiche: la dinamica dei prezzi delle attività e i premi al rischio; il ruolo del settore bancario; le decisioni finanziarie delle imprese non finanziarie e la diversità, la competitività e gli aggiustamenti a livello nazionale. Altri progetti, proseguiti dagli anni precedenti, includono: l'*Household*

23 I *forum* di ricerca sono canali interni formali per condividere le esperienze e i risultati dei progetti di ricerca della BCE su un argomento specifico.

24 <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/enhancingmonetaryanalysis2010en.pdf>

*Finance and Consumption Network*²⁵, una rete di ricerca dell'Eurosistema istituita nel 2009 che raccoglie e analizza informazioni a livello microeconomico su un'ampia gamma di decisioni delle famiglie, nonché un *forum* di ricerca della BCE sulle politiche di comunicazione delle banche centrali.

Sono stati altresì esaminati i nessi tra la stabilità finanziaria e la politica monetaria, con un'enfasi sullo sviluppo di indicatori di stabilità finanziaria e sull'analisi delle interazioni fra la stabilità finanziaria e la *performance* macroeconomica complessiva. Lo sviluppo di indicatori di stabilità finanziaria include i lavori sui modelli di allarme preventivo, gli strumenti per le prove di stress e i modelli di contagio e rischio sistemico. Nuove aree di ricerca vengono esplorate per valorizzare i modelli esistenti, cogliendo l'interazione fra la stabilità finanziaria e i risultati macroeconomici. Numerosi progetti in questa area ricadono sotto l'ombrello della nuova rete di ricerca *ESCB Macro-prudential Research Network*, istituita nel marzo 2010 (cfr. il riquadro 10 del capitolo 6).

Le ricerche sull'efficienza del sistema finanziario si sono incentrate sulla comprensione del mercato monetario e su una migliore strutturazione dell'assetto operativo, oltre che sull'analisi delle strategie di uscita e dei differenziali del mercato monetario.

La BCE ha continuato il lavoro di ricerca sull'Area unica dei pagamenti in euro e sul sistema Target2 sotto l'ombrello del *Payment Economics Network*²⁶. A queste tematiche è stata dedicata una conferenza nel 2010.

Riguardo alle priorità di ricerca relative alle questioni internazionali, le principali aree di interesse sono state la globalizzazione, i collegamenti finanziari e commerciali e il ruolo internazionale dell'euro. La globalizzazione e i collegamenti finanziari e commerciali sono stati al centro di due *forum* di ricerca della BCE. Il dibattito sui

collegamenti commerciali indirizza il lavoro condotto sugli strumenti per configurare i modelli dei flussi commerciali nelle proiezioni dell'Eurosistema e della BCE.

Sul fronte fiscale, sono state intraprese ulteriori iniziative per sviluppare strumenti di monitoraggio e analisi delle finanze pubbliche e della loro efficienza e sostenibilità. Un nuovo tema di ricerca nel 2010 è stato quello delle interazioni fra la politica fiscale e quella monetaria, in particolare durante l'attuazione delle strategie di uscita.

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 2010 sono stati pubblicati 138 *Working Paper* e 14 *Occasional Paper*. Un totale di 104 *Working Paper* sono stati redatti o coredatti da esperti della BCE, molti dei quali insieme a economisti dell'Eurosistema, mentre gli altri sono opera di visitatori esterni che sono intervenuti a conferenze e seminari, che partecipano alle reti di ricerca o che trascorrono un periodo prolungato presso la BCE per il completamento di un progetto di ricerca²⁷. Come ormai è norma consolidata, è previsto che la maggior parte di tali pubblicazioni compaia da ultimo nelle principali riviste accademiche soggette al meccanismo della *peer review*. Nel 2010 gli esperti della BCE hanno pubblicato oltre 113 articoli in riviste accademiche. Inoltre, nel 2010 la BCE ha continuato, insieme a diverse

25 Le reti di ricerca coordinano le attività di ricerca dei ricercatori dell'Eurosistema/SEBC, contribuiscono a diffondere i risultati e possono coinvolgere anche ricercatori esterni.

26 Ulteriori informazioni su questa rete sono disponibili sul sito Internet <http://www.paymenteconomics.org>

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

altre banche centrali, a fornire sostegno editoriale all'*International Journal of Central Banking*.

Il Bollettino di ricerca (*Research Bulletin*) è un'altra pubblicazione periodica della BCE volta a divulgare a un vasto pubblico i lavori di ricerca di interesse generale. Il Bollettino è stato pubblicato in marzo, giugno e novembre 2010 e ha trattato, fra l'altro, le seguenti tematiche: i risultati del *Wage Dynamics Network*; l'analisi delle misure di stimolo fiscale; le questioni connesse agli aspetti finanziari e il loro impatto sulla politica economica (ad esempio, l'analisi del rischio in termini di prezzo sul mercato, i criteri per la concessione dei prestiti bancari e i mercati monetari durante la crisi); l'inclusione delle frizioni finanziarie nei modelli DSGE e la combinazione delle previsioni²⁸.

La BCE ha organizzato, da sola o congiuntamente con altri soggetti, 15 conferenze e *workshop* su temi di ricerca. Le conferenze organizzate con altri soggetti hanno visto il coinvolgimento del Centre for Economic Policy Research, della BRI e di altre banche centrali, sia interne che esterne all'Eurosistema. 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 BCE²⁹.

Un altro meccanismo consolidato di divulgazione della ricerca è rappresentato dalla serie di seminari, due dei quali hanno rivestito particolare importanza: i *Joint Lunchtime Seminar*, organizzati insieme alla Deutsche Bundesbank e al Center for Financial Studies, e gli *Invited Speaker Seminar*. Queste due serie si articolano in seminari settimanali in cui ricercatori esterni sono invitati presso la BCE per presentare i loro ultimi lavori. La BCE organizza anche seminari di ricerca più specifici che non rientrano nell'ambito di queste due serie.

28 La serie completa delle tematiche è disponibile all'indirizzo Internet <http://www.ecb.europa.eu/pub/scientific/resbull/html/index.en.html>

29 <http://www.ecb.europa.eu/events/conferences>

6 ALTRI COMPITI E ATTIVITÀ

6.1 CONFORMITÀ AL DIVIETO DI FINANZIAMENTO MONETARIO E DI ACCESSO PRIVILEGIATO

Ai sensi dell'articolo 271, paragrafo d, del Trattato, la BCE ha il compito di accertare il rispetto, da parte delle BCN dei 27 paesi 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.

Dall'esercizio di monitoraggio svolto per il 2010 emergono i seguenti possibili casi di non conformità alle disposizioni degli articoli 123 e 124 del Trattato e dei relativi regolamenti del Consiglio.

In primo luogo, il 13 maggio 2010 il Banco de Portugal ha collocato un deposito a sette giorni, per un importo di 12,5 milioni di dollari statunitensi, presso una banca portoghese del settore pubblico. Si è tuttavia trattato di un errore operativo. Secondo, De Nederlandsche Bank

ha effettuato pagamenti anticipati nel contesto dell'operatività dello schema di assicurazione dei depositi dei Paesi Bassi. Occorrono disposizioni legislative che rendano tale schema conforme al divieto di finanziamento monetario. Il terzo caso riguarda la Banca centrale di Cipro, presso la quale i saldi di conto corrente del sistema di garanzia dei depositi sono stati remunerati al di sopra dei tassi di mercato comparabili: ciò non risulta in linea con gli obiettivi del divieto di finanziamento monetario. A tale riguardo, la Banca centrale di Cipro ha comunicato la decisione di remunerare tale conto ai tassi di mercato entro l'inizio del 2012. Quarto, presso la Banca d'Italia lo schema di remunerazione dei depositi delle amministrazioni pubbliche ha comportato il superamento dei tassi di mercato comparabili. In proposito, la Banca d'Italia ha reso noto che è in corso una revisione dello schema; tale esercizio dovrebbe essere completato quanto prima, per assicurare la conformità agli obiettivi del divieto di finanziamento monetario.

In termini generali, si ribadisce che i divieti derivanti dagli articoli 123 e 124 del Trattato devono essere rigorosamente rispettati, anche in caso di crisi finanziaria.

6.2 FUNZIONI CONSULTIVE

Gli articoli 127, paragrafo 4, e 282, paragrafo 5, del Trattato richiedono che la BCE sia consultata su ogni proposta di legge comunitaria o progetto legislativo nazionale che rientra nella sua sfera di competenza³⁰. Tutti i pareri della BCE sono pubblicati sul suo sito Internet. Quelli relativi a disegni di legge comunitari sono pubblicati anche sulla Gazzetta ufficiale dell'Unione europea.

Nel 2010 la BCE ha adottato 95 pareri su proposte legislative nazionali o comunitarie che rientravano nel proprio ambito di competenza: di questi, dieci sono stati formulati su proposte

³⁰ Il Regno Unito è esentato dall'obbligo di consultare la BCE, in conformità con il Protocollo su talune disposizioni relative al Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del Nord allegato al Trattato (GU C 83 del 30.3.2010, pag. 284).

di legge dell'UE e 85 hanno riguardato progetti legislativi nazionali. Nel 2009 il numero di pareri era stato 100. L'elenco dei pareri adottati nel 2010 e all'inizio del 2011 è allegato al presente Rapporto annuale.

I pareri della BCE formulati su richiesta del Consiglio, del Parlamento europeo e della Commissione europea hanno riguardato, fra l'altro, le riforme in atto nel campo della *governance* economica e della regolamentazione del settore finanziario, nonché la legislazione relativa all'introduzione dell'euro in Estonia e al tasso di conversione tra la valuta europea e la corona estone³¹ (cfr. il capitolo 3).

La BCE ha accolto favorevolmente la proposta della Commissione europea di migliorare, nel contesto del continuo processo di riforma della *governance* economica dell'UE³², la qualità delle segnalazioni statistiche raccolte ai fini della procedura per i disavanzi eccessivi, che fa parte integrante del Patto di stabilità e crescita. In un altro parere³³, la BCE ha accolto favorevolmente un pacchetto di proposte legislative ad ampio raggio intese a rafforzare la cornice per la sorveglianza macroeconomica e sui bilanci nell'UE. Queste proposte includevano l'introduzione di una cornice per la sorveglianza macroeconomica, che la BCE ha accolto con particolare favore, dato che essa viene a colmare un'importante lacuna nella *governance* economica dell'UE. Al contempo, la BCE ha sollecitato il legislatore comunitario e gli Stati membri ad approfittare del processo legislativo in corso per rafforzare la *governance* economica nei limiti massimi consentiti dal Trattato. La BCE ha osservato che le proposte dovrebbero prevedere maggior automatismo e ha suggerito in particolare che il Consiglio, o almeno l'Eurogruppo, si impegni, mediante una Dichiarazione, a seguire di regola le proposte e raccomandazioni della Commissione di portare avanti le procedure nei confronti degli Stati membri che abbiano violato le disposizioni in questione. La BCE ha anche fornito proposte di riformulazione su ciascuna delle proposte.

Sul piano della riforma del quadro di vigilanza dell'UE, la BCE ha sostenuto la proposta di direttiva "omnibus", che emenda 11 direttive del settore finanziario per assicurare il corretto funzionamento delle autorità europee di vigilanza (AEV) e del Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS)³⁴. I suggerimenti della BCE si sono incentrati su questioni rilevanti per la BCE, il SEBC e il CERS, quali l'eliminazione delle barriere giuridiche alla condivisione di informazioni fra BCE, SEBC, CERS, le tre AEV e le autorità di vigilanza nazionali. La BCE ha anche formulato commenti sulle necessarie modifiche delle regole in materia di vigilanza supplementare degli enti finanziari ricompresi in un conglomerato finanziario al fine di colmare alcune lacune del regime di vigilanza, come, per esempio, la considerazione delle società di gestione di patrimoni come parte dei conglomerati finanziari da ricomprendere nell'ambito della vigilanza³⁵.

Nel contesto delle riforme legislative che stanno interessando il mercato dei servizi finanziari nel dopo-crisi, la BCE ha emanato pareri su diverse proposte, incluse quelle relative a una revisione dei requisiti patrimoniali minimi e alla regolamentazione delle agenzie di *rating*³⁶. La BCE ha appoggiato le iniziative volte a rafforzare il quadro normativo ed evitare così crisi finanziarie future, auspicando al contempo che vengano mantenute condizioni di parità concorrenziale e che si consegua, ove fattibile, una convergenza delle regolamentazioni a livello internazionale. La BCE ha sottolineato la necessità di continuare a disporre di prassi efficienti per la valutazione dei rischi connessi alle attività incluse nel sistema delle garanzie dell'Eurosistema, compresa la possibilità per le banche centrali di ottenere informazioni a livello di singoli prestiti sottostanti a strumenti di

31 CON/2010/52.

32 CON/2010/28.

33 CON/2011/13. Cfr. Capitolo 5.

34 CON/2010/23.

35 CON/2011/6.

36 CON/2010/65 e CON/2010/82.

finanza strutturata. Riguardo al regolamento proposto in materia di derivati negoziati *over-the-counter* (OTC), di controparti centrali (*central counterparties*, CCP) e di *trade repositories*, la BCE³⁷ ha espresso soddisfazione per i passi avanti compiuti nell'attuazione dell'accordo raggiunto dal G20 a settembre del 2009, in base al quale entro la fine del 2012 i contratti derivati OTC standard dovrebbero essere scambiati, ove opportuno, nelle borse valori o su piattaforme di contrattazione elettronica ed essere inoltrati alle CCP per la compensazione. Al contempo, la BCE ha espresso una serie di preoccupazioni, in particolare per quanto concerne le disposizioni sull'accesso ai servizi di banca centrale e in merito alla scarsa considerazione data ai poteri di sorveglianza della BCE e delle BCN.

La BCE ha inoltre risposto a numerose richieste di consultazione da parte di autorità nazionali, alcune delle quali attinenti agli sviluppi che hanno interessato le strutture di vigilanza in Irlanda, Grecia, Francia e Austria³⁸. La BCE ha preso atto della fusione delle autorità di vigilanza francesi, accogliendo con favore l'istituzione della nuova autorità di vigilanza prudenziale che sarà presieduta dal governatore della Banque de France³⁹. L'assetto proposto dovrebbe accrescere la capacità della Banque de France di offrire supporto analitico al CERS. La BCE si è inoltre espressa a favore della proposta di riorganizzazione della Central Bank and Financial Services Authority of Ireland,⁴⁰ volta a conferire alla banca centrale piena competenza per la sorveglianza delle istituzioni creditizie e finanziarie. La BCE ha formulato alcune osservazioni dettagliate sull'indipendenza delle banche centrali e sul divieto di finanziamento monetario.

La BCE è stata consultata, inoltre, su una serie di misure tese a rafforzare la stabilità dei mercati finanziari, alcune delle quali direttamente connesse con la recente crisi⁴¹. In particolare, la BCE ha emanato un parere⁴² su un progetto di legge delle autorità elleniche che istituisce il fondo di stabilità finanziaria con il compito di mantenere la stabilità del sistema

bancario nazionale tramite la ricapitalizzazione delle istituzioni creditizie. La BCE ha espresso soddisfazione per gli stretti collegamenti tra il fondo e il quadro di vigilanza bancaria. Tenuto conto dei poteri di sorveglianza di cui la Banca di Grecia già dispone, la legge dovrebbe assicurare un opportuno rispetto dei requisiti patrimoniali. La BCE si è infine rallegrata del ruolo conferito al governatore della Banca di Grecia nel proporre le nomine dei membri del consiglio del fondo.

Pronunciandosi su un disegno di legge tedesco relativo ai sistemi di remunerazione delle istituzioni creditizie e finanziarie e delle società di assicurazione,⁴³ la BCE ha sottolineato l'importanza di allinearsi agli standard internazionali e alla legislazione comunitaria, in modo da evitare fenomeni di arbitraggio normativo e di contribuire a limitare un'eccessiva assunzione di rischio. Altri pareri sulle procedure applicabili alle istituzioni creditizie in dissesto hanno sottolineato l'importanza di disporre di efficienti sistemi di risoluzione al fine di salvaguardare la stabilità del sistema finanziario⁴⁴. Nei pareri concernenti un nuovo regime di liquidazione delle istituzioni creditizie insolventi in Danimarca⁴⁵ e la ristrutturazione delle banche in Germania,⁴⁶ la BCE ha accolto con soddisfazione l'ulteriore disimpegno dello Stato a favore di regimi di risoluzione finanziati principalmente dal settore delle istituzioni creditizie. Ove una situazione di crisi richieda l'impiego integrativo di fondi pubblici, il settore bancario dovrebbe essere chiamato a rimborsare

37 CON/2011/1.

38 CON/2010/30, CON/2010/48, CON/2010/33, CON/2010/4 e CON/2010/57.

39 CON/2010/4.

40 CON/2010/30 e CON/2010/48.

41 CON/2010/3, CON/2010/7, CON/2010/10, CON/2010/11, CON/2010/12, CON/2010/21, CON/2010/26, CON/2010/29, CON/2010/31, CON/2010/35, CON/2010/41, CON/2010/45, CON/2010/50, CON/2010/53, CON/2010/54, CON/2010/62, CON/2010/63, CON/2010/64, CON/2010/71, CON/2010/75, CON/2010/83, CON/2010/86, CON/2010/92, CON/2010/93 e CON/2010/95.

42 CON/2010/54.

43 CON/2010/41 e CON/2010/63.

44 CON/2010/12, CON/2010/31 e CON/2010/35.

45 CON/2010/45.

46 CON/2010/83.

lo Stato. Ciò dovrebbe promuovere una maggiore disciplina di mercato e contrastare il rischio di azzardo morale. Nel suo parere sulle modifiche proposte alle misure di sostegno pubblico in Polonia,⁴⁷ la BCE ha espresso il timore che, di fatto, queste vengano convertite in misure a tempo indeterminato, in contraddizione con il requisito di temporaneità che gli interventi di sostegno statale devono obbligatoriamente avere. Evitando il rinnovo del regime temporaneo si sottrarrebbe il prolungamento di quest'ultimo al necessario riesame con riferimento agli aspetti di politica monetaria e di stabilità finanziaria.

Nel campo delle statistiche, la BCE è stata consultata sull'istituzione in Grecia del sistema statistico nazionale e di un'autorità indipendente in materia⁴⁸. La BCE ha sottolineato che la credibilità della sorveglianza di bilancio all'interno dell'UE – e in definitiva la credibilità e il corretto funzionamento dell'unione monetaria – dipende dalla tempestiva elaborazione di statistiche affidabili ai fini della procedura per i disavanzi eccessivi, che dovrebbe essere indipendente dai cicli politici. Nel suo parere su un nuovo quadro giuridico per la produzione di statistiche nazionali in Estonia,⁴⁹ la BCE ha sottolineato l'importanza di garantire l'indipendenza dell'istituto nazionale di statistica estone, poiché ciò sarebbe di particolare rilevanza per il regolare funzionamento del quadro di riferimento dell'UEM dopo l'adozione dell'euro da parte del Paese⁵⁰.

La BCE ha pubblicato diversi pareri su questioni attinenti alle BCN, fra cui le modifiche degli statuti delle BCN di Bulgaria, Danimarca, Estonia, Irlanda, Francia, Lituania, Ungheria e Polonia⁵¹. La BCE ha rilevato che l'incertezza dello status giuridico dei beni immobili della Lietuvos bankas pregiudica l'indipendenza istituzionale e finanziaria di quest'ultima⁵². Ha invece accolto con favore l'aumento del capitale e delle riserve legali della Banque de France⁵³. Una serie di pareri ha riguardato le politiche di remunerazione del personale delle BCN nel contesto di interventi legislativi tesi

al riequilibrio dei bilanci pubblici⁵⁴. La BCE si è rallegrata dell'impegno profuso a favore di un risanamento delle finanze pubbliche e al contempo ha fatto osservare che, per tutelare l'autonomia delle singole BCN in materia di politica del personale, le proposte legislative riguardanti la remunerazione dei dipendenti devono essere decise in stretta collaborazione con la BCN interessata, tenendo debitamente conto del parere di questa, in modo da continuare a garantire la sua indipendenza nell'assolvimento delle funzioni conferitele dal Trattato, dallo Statuto del SEBC e dalla legislazione nazionale. Nel parere sulle misure di austerità portoghesi,⁵⁵ la BCE si è diffusa sugli imperativi di una cooperazione efficace, in assenza della quale, ha sottolineato, si profilerebbe una grave violazione del principio di indipendenza della banca centrale. Riguardo al caso dell'Ungheria, la BCE ha espresso preoccupazione in merito alle frequenti modifiche della legge sulla Magyar Nemzeti Bank. Essa ha affermato che la stabilità dell'assetto giuridico della banca centrale rappresenta un punto fermo della sua indipendenza e ha messo in guardia contro le misure tese a influenzarne il governatore e gli altri organi decisionali, in palese contrasto con il principio di indipendenza della banca centrale sancito dall'articolo 130 del Trattato⁵⁶. La BCE ha inoltre fatto rimarcare che, per quanto attiene alle riduzioni salariali a carico dei dipendenti, le BCN devono rispettare il divieto di finanziamento monetario di cui all'articolo 123 del Trattato⁵⁷.

47 CON/2010/95.

48 CON/2010/17.

49 CON/2010/2.

50 Un parere della BCE è stato inoltre richiesto in merito a diverse proposte legislative relative ai lavori preparatori per l'introduzione dell'euro in Estonia. Per maggiori informazioni, cfr. la sezione 2 del capitolo 3.

51 CON/2010/25, CON/2010/24, CON/2010/20, CON/2010/30, CON/2010/48, CON/2010/44, CON/2010/42, CON/2010/56, CON/2010/91 e CON/2010/37.

52 CON/2010/42.

53 CON/2010/88.

54 CON/2010/42, CON/2010/51, CON/2010/56, CON/2010/69 e CON/2010/80.

55 CON/2010/80.

56 CON/2010/91.

57 CON/2010/51, CON/2010/69 e CON/2010/80.

Dal 2008 il Rapporto annuale riporta anche le informazioni riguardanti casi chiari e rilevanti⁵⁸ di mancato rispetto dell'obbligo di consultare la BCE su proposte legislative nazionali e comunitarie.

Nel 2010 la BCE ha registrato due casi di inottemperanza all'obbligo di consultazione su proposte legislative comunitarie, incluso un caso in cui la BCE ha emesso un parere di propria iniziativa. Il primo caso ha riguardato la proposta della Commissione di un regolamento di attuazione del Regolamento (CE) n. 177/2008 su un quadro comune per i registri delle imprese utilizzati a fini statistici nel contesto dello scambio di dati riservati fra Eurostat e le banche centrali⁵⁹. Il regolamento ha rilevanza per la cooperazione fra la BCE e le istituzioni, gli organi e gli uffici e agenzie dell'UE nella raccolta delle statistiche necessarie all'adempimento dei compiti del SEBC, conformemente all'articolo 5 dello Statuto del SEBC; la BCE pertanto considera che avrebbe dovuto essere consultata in una fase appropriata dell'iter legislativo.

Il secondo caso di inottemperanza all'obbligo di consultazione ha riguardato una proposta di direttiva 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 vigilanza⁶⁰. La BCE, consultata su una precedente versione dell'atto, aveva adottato un parere⁶¹ il 12 novembre del 2009. Il 7 luglio 2010, il Parlamento europeo ha adottato la direttiva con una serie di modifiche, e questa è stata successivamente presentata al Consiglio per l'adozione definitiva⁶². In considerazione dell'obbligo di sentire nuovamente la BCE sulle modifiche sostanziali alle proposte di atti legislativi rientranti nei suoi ambiti di competenza, il 6 agosto 2010 la BCE ha emanato un parere di propria iniziativa sul disegno legislativo modificato⁶³.

Nel 2010 la BCE ha registrato dieci casi di inottemperanza all'obbligo di consultazione su

proposte legislative nazionali e ha adottato un parere di propria iniziativa. I seguenti cinque casi sono stati giudicati chiari e rilevanti.

Le autorità bulgare hanno omesso di consultare la BCE su una legge relativa alla composizione e alle funzioni della commissione di vigilanza finanziaria, in particolare per quanto concerne i parametri applicabili al consiglio consultivo per la stabilità finanziaria, questione che riveste interesse generale per il SEBC.

La BCE non è stata sentita su una legge portoghese che attribuisce nuovi compiti alla banca centrale. La normativa ha rilevanza per il SEBC poiché interessa l'indipendenza finanziaria della BCN e la BCE avrebbe espresso critiche sostanziali in merito.

Con riferimento alle misure connesse alla crisi finanziaria, i casi di mancata consultazione sono tre. Le autorità greche hanno omesso di consultare la BCE in due occasioni: prima, su una proposta di riforma delle procedure di assunzione nel settore pubblico, che ha inciso sulla competenza esclusiva della Banca di Grecia per assumere una specifica categoria professionale; poi, su un disegno di legge che imponeva, fra l'altro, alcune restrizioni alle assunzioni di dipendenti pubblici, compresi quelli della banca centrale, volte a contenere gli effetti avversi della crisi di bilancio in atto.

58 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.

59 Regolamento (UE) n. 1097/2010 della Commissione, del 26 novembre 2010, recante attuazione, per quanto riguarda gli scambi di dati riservati tra la Commissione (Eurostat) e le banche centrali, del Regolamento (CE) n. 177/2008 del Parlamento europeo e del Consiglio che istituisce un quadro comune per i registri di imprese utilizzati a fini statistici. GU L 312 del 27.11.2010, pag. 1.

60 COM(2009) 362 definitivo.

61 CON/2009/94.

62 Direttiva 2010/76/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 novembre 2010, 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 remunerative da parte delle autorità di vigilanza. GU L 329 del 14.12.2010, pag. 3.

63 CON/2010/65.

Dal canto loro, le autorità slovene hanno omesso di sentire la BCE sulla legislazione relativa alla concessione di prestiti e garanzie dello Stato alle istituzioni creditizie. La BCE considera che questi casi hanno rilevanza generale per il SEBC in quanto connessi alla crisi finanziaria e alle misure di sostegno adottate dagli Stati membri.

Dal 2010 il Rapporto annuale include anche informazioni sui casi di inottemperanza chiara e reiterata da parte degli Stati membri all'obbligo di consultare la BCE. L'inottemperanza è considerata "reiterata" quando nel corso di due anni consecutivi lo stesso Stato membro ometta di sentire la BCE in almeno tre occasioni e almeno una volta per ogni anno considerato. La BCE ha registrato, per Grecia e Ungheria, due casi di inottemperanza all'obbligo di consultazione su proposte legislative nazionali nel 2009 e tre casi nel 2010.

6.3 LA GESTIONE DELLE OPERAZIONI DI ASSUNZIONE E DI CONCESSIONE DI PRESTITI DELL'UNIONE EUROPEA E DELLA EUROPEAN FINANCIAL STABILITY FACILITY (EFSF), NONCHÉ DEI PRESTITI CUMULATIVI BILATERALI A FAVORE DELLA REPUBBLICA ELLENICA

Ai sensi dell'articolo 141, paragrafo 2, del Trattato, agli articoli 17, 21, paragrafo 2, 43, paragrafo 1 e 46, paragrafo 1, dello Statuto del SEBC, nonché all'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 continua ad avere la responsabilità della gestione delle operazioni di assunzione e di concessione di prestiti dell'Unione europea nell'ambito dello strumento di sostegno finanziario a medio termine, come stabilito nella Decisione BCE/2003/14 del 7 novembre 2003 modificata dalla Decisione BCE/2009/17 del 19 giugno 2009. Nel 2010 la BCE ha ricevuto quattro somme a titolo di pagamento per conto dell'Unione europea, versando i relativi importi ai paesi debitori (Romania e Lettonia). Per otto dei prestiti erogati nell'ambito di tale strumento

sono maturati gli interessi, e la BCE ne ha curato il relativo pagamento. Al 31 dicembre 2010 l'importo totale delle operazioni di prestito della UE erogate nell'ambito dello strumento di sostegno finanziario a medio termine ammontava a 12,1 miliardi di euro.

Nell'ambito dell'accordo di prestito fra, da un lato in qualità di prestatori, gli Stati membri che hanno adottato l'euro⁶⁴ e la Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW)⁶⁵ e, dall'altro, la Repubblica Ellenica in qualità di debitore e la Banca di Grecia come suo agente, e conformemente con gli articoli 17 e 21, paragrafo 2, dello Statuto del SEBC e all'articolo 2 della Decisione BCE/2010/4 del 10 maggio 2010, la BCE è responsabile del trattamento di tutti i pagamenti connessi per conto dei prestatori e del debitore. Nel 2010 la BCE ha ricevuto dai prestatori, a titolo di pagamento, due somme che sono state trasferite al debitore. Per entrambi i prestiti sono maturati gli interessi, e la BCE ne ha curato il relativo pagamento. Il saldo in essere al 31 dicembre 2010 relativamente ai prestiti cumulativi bilaterali a favore della Repubblica Ellenica ammontava a 21 miliardi di euro.

Ai sensi degli articoli 122, paragrafo 2, e 132, paragrafo 1, del Trattato, gli articoli 17 e 21 dello Statuto del SEBC e l'articolo 8 del Regolamento (UE) n. 407/2010 del Consiglio dell'11 maggio 2010, la BCE è responsabile della gestione delle operazioni di assunzione e di concessione di prestiti dell'UE nel quadro del meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria (MESF). In tale contesto la BCE ha aperto un conto a nome della Commissione europea in conformità con l'articolo 2 della Decisione BCE/2010/17 del 14 ottobre 2010. Nell'ambito di tale meccanismo nel 2010 non è stata effettuata alcuna operazione.

⁶⁴ Diversi dalla Repubblica ellenica e dalla Repubblica federale di Germania.

⁶⁵ Agendo nell'interesse pubblico, in base alle istruzioni e beneficiando della garanzia della Repubblica federale di Germania.

Ai sensi degli articoli 17 e 21 dello Statuto del SEBC (in connessione con l'articolo 3, paragrafo 5, dell'accordo quadro per lo strumento europeo per la stabilità finanziaria (European Financial Stability Facility, EFSF), la BCE è responsabile per la gestione dei prestiti EFSF agli Stati membri che hanno adottato l'euro. In tale contesto la BCE ha aperto un conto a nome della EFSF in conformità con l'articolo 1 della Decisione BCE/2010/15 del 21 settembre 2010. Nell'ambito della EFSF nel 2010 non è stata effettuata alcuna operazione.

6.4 I SERVIZI DI GESTIONE DELLE RISERVE OFFERTI DALL'EUROSISTEMA

Nel corso del 2010 è proseguita l'offerta di un'ampia gamma di servizi in applicazione del quadro di riferimento istituito nel 2005 per la gestione delle riserve denominate in euro dei clienti dell'Eurosistema. L'intero ventaglio di servizi, che sono destinati a banche centrali, autorità monetarie, agenzie governative non appartenenti all'area dell'euro e organizzazioni internazionali, è offerto 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 2010. Per quanto concerne i servizi stessi, si è registrato un lieve incremento delle disponibilità liquide totali (compresi i depositi) e delle consistenze in titoli detenute dai clienti.



Veduta da sud della Grossmarkthalle, prima dell'inizio dei lavori di costruzione principali. La Grossmarkthalle, che un tempo ospitava il mercato ortofrutticolo all'ingrosso, è un edificio di interesse storico, costruito fra il 1926 e il 1928 su progetto di Martin Elsaesser.

**INGRESSO DELL'ESTONIA
NELL'AREA DELL'EURO**

I ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI IN ESTONIA

Il 13 luglio 2010 il Consiglio dell'Unione europea ha adottato una decisione che consentiva l'ingresso dell'Estonia nell'area dell'euro dal 1° gennaio 2011, portando da 16 a 17 i paesi dell'area. La decisione del Consiglio si è basata sui rapporti sulla convergenza pubblicati dalla BCE e dalla Commissione europea nel maggio del 2010, e ha fatto seguito alle discussioni del Consiglio europeo, a un parere del Parlamento europeo, a una proposta della Commissione europea e a una raccomandazione dell'Eurogruppo. Lo stesso giorno, il Consiglio ha inoltre adottato un regolamento che fissava irrevocabilmente il tasso di conversione fra la corona estone e l'euro. Tale tasso è stato fissato a 15,6466 corone per un euro, che corrisponde alla parità centrale alla quale la valuta estone è stata scambiata durante l'intero periodo di partecipazione ai nuovi Accordi europei di cambio (AEC II).

Per diversi anni, l'Estonia è stata una delle economie a più elevata crescita tra i paesi

dell'UE. Tuttavia questa forte espansione, con i chiari segnali di surriscaldamento nel periodo tra il 2005 e il 2007, non si è dimostrata sostenibile. Già nel 2007 la crescita economica ha iniziato a decelerare, mantenendosi tuttavia vigorosa. A causa dell'insostenibilità di questi andamenti macroeconomici e del crollo del commercio mondiale, l'economia estone ha subito una marcata inversione di tendenza e una forte contrazione nel 2009 (cfr. tavola 14). Il paese ha quindi dovuto affrontare un vasto processo di aggiustamento, che ha contribuito all'assorbimento di taluni squilibri esterni e interni accumulatisi durante gli anni di forte espansione. Nel 2010 è iniziata la ripresa dell'attività economica: il tasso di variazione del PIL in termini reali sul trimestre corrispondente dell'anno precedente ha assunto valori positivi nel secondo trimestre del 2010, portandosi al 6,6 per cento nel quarto trimestre. Per quanto concerne l'evoluzione dei conti con l'estero, fra il 2000 e il 2008 in Estonia il disavanzo complessivo del conto corrente e del

Tavola 14 Principali indicatori economici per l'Estonia

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; medie nel periodo, salvo diversa indicazione)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Crescita del PIL in termini reali	-0,3	10,0	7,5	7,9	7,6	7,2	9,4	10,6	6,9	-5,1	-13,9	3,1 ³⁾
<i>Contributo alla crescita del PIL</i>												
<i>(in punti percentuali)</i>												
Domanda interna												
(escluse le scorte)	-4,3	8,0	7,0	12,5	10,7	7,3	10,1	15,8	7,7	-7,3	-19,6	..
Esportazioni nette	5,3	-1,1	-2,9	-5,9	-2,7	-0,7	-0,5	-6,0	-5,6	5,7	11,3	..
Inflazione misurata sullo IAPC	3,1	3,9	5,6	3,6	1,4	3,0	4,1	4,4	6,7	10,6	0,2	2,7
Redditi per occupato	9,1	14,5	9,6	9,1	11,7	12,2	10,9	14,1	24,6	10,1	-3,3	..
Costo nominale del lavoro												
per unità di prodotto	4,6	2,5	2,9	2,4	5,3	4,6	3,4	8,7	17,4	16,3	1,1	..
Deflatore del PIL	7,5	4,5	5,3	3,3	4,2	3,6	5,5	8,3	10,5	7,2	-0,1	..
Deflatore delle importazioni	1,4	5,8	2,0	-0,1	-0,2	1,5	3,3	4,1	3,3	5,9	-1,1	..
Tasso di disoccupazione												
(in perc. delle forze di lavoro)	11,3	13,6	12,6	10,3	10,0	9,7	7,9	5,9	4,7	5,5	13,8	16,9
Occupazione totale	-4,4	-1,5	0,8	1,3	1,5	0,0	2,0	5,4	0,8	0,2	-9,9	..
Saldo di conto corrente e conto												
capitale (in perc. del PIL)	-4,3	-4,9	-4,9	-10,1	-10,6	-10,6	-9,2	-13,2	-16,2	-8,7	7,3	..
Saldo delle amministrazioni												
pubbliche (in perc. del PIL) ²⁾	-3,5	-0,2	-0,1	0,3	1,7	1,6	1,6	2,4	2,5	-2,8	-1,7	-1,0
Debito pubblico (in perc. del PIL) ²⁾	6,0	5,1	4,8	5,7	5,6	5,0	4,6	4,4	3,7	4,6	7,2	8,0
Tasso nominale del mercato												
monetario a tre mesi (percentuale)	7,8	5,7	5,3	3,9	2,9	2,5	2,4	3,2	4,9	6,7	5,9	1,6
Tasso nominale di cambio nei												
confronti dell'euro ¹⁾	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6

Fonti: Commissione europea.

1) Corone estoni per euro.

2) Previsioni economiche dell'autunno 2010 della Commissione europea.

3) Stima rapida.

conto capitale si è collocato in media su livelli molto elevati, pari al 10 per cento del PIL. La correzione di tali disavanzi è stata una delle componenti essenziali del necessario processo di aggiustamento che l'Estonia ha dovuto affrontare dopo la fase di surriscaldamento. In seguito a un netto calo della domanda interna, che ha determinato una riduzione delle importazioni, il saldo da negativo è diventato positivo, collocandosi all'8,4 per cento del PIL nel terzo trimestre del 2010.

Negli ultimi dieci anni l'andamento dell'inflazione in Estonia ha mostrato una notevole volatilità. L'inflazione misurata sullo IAPC, che tra la metà degli anni novanta e il 2003 aveva mostrato una tendenza sostanzialmente discendente, ha iniziato a risalire nel 2004 di riflesso a un aumento dei prezzi amministrati (connesso in parte con l'adesione all'UE), al rincaro dei beni energetici e ai segnali di surriscaldamento. Nel 2008, nonostante il marcato rallentamento della crescita, l'inflazione ha continuato a salire, raggiungendo il livello massimo del 10,6 per cento; a tale andamento hanno contribuito l'aumento delle quotazioni mondiali delle materie prime, le misure di armonizzazione fiscale e lo sfasamento temporale con cui i salari si sono adeguati alle mutate condizioni economiche. Con l'inasprirsi della recessione economica, il tasso di inflazione sui 12 mesi è calato rapidamente, assumendo valori negativi per alcuni mesi, e si è collocato in media allo 0,2 per cento nel 2009. Nella seconda metà del 2010 l'inflazione al consumo è di nuovo aumentata significativamente, per effetto del rialzo delle quotazioni delle materie prime nei mercati mondiali, dell'aumento dei prezzi amministrati e delle accise, nonché della ripresa dell'attività economica. Nel complesso del 2010, l'inflazione misurata sullo IAPC è stata del 2,7 per cento.

A seguito della brusca correzione economica degli ultimi anni, attualmente la disoccupazione in Estonia è elevata, con un tasso medio del 13,6 per cento nel quarto trimestre del 2010. Se da un lato il mercato del lavoro estone è relativamente flessibile, dall'altro continuano a sussistere differenze a livello regionale fra

occupazione e disoccupazione, nonché squilibri fra qualifiche richieste e offerte. Fra il 2005 e il 2008 questi fattori avevano contribuito a una forte crescita salariale. Questa poi ha bruscamente decelerato, sia nel settore pubblico che privato, per via della debole attività economica e dell'aumento della disoccupazione. Tale correzione è necessaria per evitare che l'attuale elevato livello di disoccupazione del paese diventi permanente.

Nel periodo tra il 2000 e il 2009, l'Estonia ha perseguito in generale un'adeguata disciplina di bilancio, conseguendo così posizioni prossime al pareggio o in avanzo fino al 2007. Il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche, tuttavia, si è deteriorato nel 2008 parallelamente al marcato rallentamento economico. Il disavanzo pubblico è aumentato al 2,8 per cento del PIL nel 2008, per poi scendere all'1,7 nel 2009; la riduzione è ascrivibile alle rilevanti misure di risanamento adottate dal governo, per un ammontare pari a circa il 9 per cento del PIL (di cui circa un terzo, si stima, ha carattere temporaneo). Nel 2009 pertanto il disavanzo estone è risultato fra i più bassi dell'area dell'euro e l'Estonia è uno dei pochi paesi membri dell'UE che attualmente non sia soggetto a una procedura per disavanzo eccessivo. Il rapporto fra debito pubblico e PIL è stato del 7,2 per cento nel 2009. Secondo la Commissione europea, nel 2010 il disavanzo pubblico estone dovrebbe scendere all'1,0 per cento del PIL, mentre il debito pubblico è previsto all'8,0 per cento del PIL. In prospettiva, andrebbero specificate misure di risanamento aggiuntive al fine di ritornare a un saldo positivo, in linea con l'obiettivo di medio termine fissato per il 2013, e permettere così all'Estonia di mantenere finanze pubbliche sostenibili.

Le scelte di politica economica e monetaria hanno svolto un ruolo importante nel definire il processo di convergenza dell'Estonia nell'ultimo decennio. Con l'adozione di un sistema di *currency board* nel 1992, la corona è stata ancorata dapprima al marco tedesco e quindi, dopo il 1999, all'euro. Inoltre,

l'orientamento della politica monetaria a favore del conseguimento della stabilità dei prezzi come obiettivo primario è stato iscritto nello statuto della Banca centrale nel 2003. Nel periodo fra il 2005 e il 2008, tuttavia, le condizioni di politica monetaria nel quadro del sistema di *currency board* sono divenute, nel complesso, troppo espansive. Nonostante una posizione di bilancio pubblico relativamente solida, l'orientamento complessivo di politica economica del paese non è stato sufficientemente restrittivo per contenere le pressioni dal lato della domanda e per sostenere la stabilità dei prezzi. Ciò ha determinato un'espansione del credito eccessiva e l'aumento dei prezzi delle attività, in particolare nel mercato degli immobili residenziali, i cui conseguenti squilibri sono stati riassorbiti in un contesto di grave recessione.

Nel quadro di riferimento adottato dalla Eesti Pank, le decisioni riguardanti i tassi di interesse della BCE influivano direttamente sui tassi di interesse dell'economia estone. Per molti anni, in Estonia i tassi di interesse del mercato monetario hanno seguito in larga misura i tassi corrispondenti dell'area dell'euro. Tuttavia, con l'intensificarsi della crisi finanziaria nell'autunno del 2008, i premi al rischio sono aumentati, gli andamenti dei tassi di mercato si sono andati sempre più differenziando da quelli dell'area e i differenziali si sono ampliati. Da novembre 2009 i differenziali di interesse del mercato monetario hanno iniziato a ridursi significativamente, riflettendo l'azione di risanamento dei conti pubblici, la diminuita

avversione al rischio a livello mondiale e il mutare delle aspettative di mercato riguardo alle prospettive dell'Estonia di adottare l'euro. Nonostante alcune oscillazioni, la riduzione dei differenziali ha condotto gradatamente a una convergenza fra i tassi del mercato monetario estoni e quelli dell'area dell'euro.

Per poter cogliere appieno i vantaggi offerti dall'euro e favorire un funzionamento efficiente dei meccanismi di aggiustamento all'interno dell'area valutaria ampliata, è necessario che l'Estonia conduca delle politiche economiche interamente orientate a garantire la sostenibilità del processo di convergenza. A tale riguardo, è fondamentale assicurare un contesto di bassa inflazione. È imperativo che le politiche attuate nelle aree diverse dalla politica monetaria forniscano all'economia estone i mezzi per affrontare gli shock specifici del paese e prevenire il riemergere di squilibri macroeconomici. È importante notare che le autorità estoni hanno dichiarato pubblicamente che il loro obiettivo generale è assicurare un contesto economico favorevole a una crescita sostenibile del prodotto e dell'occupazione nel medio termine, nel contesto di condizioni macroeconomiche equilibrate, e alla stabilità dei prezzi. A tal fine, le autorità estoni devono assumere un fermo impegno nei confronti di un quadro di riferimento fondato su: un ulteriore risanamento delle finanze pubbliche, il proseguimento delle riforme strutturali e un ulteriore rafforzamento delle politiche del settore finanziario per assicurare la stabilità finanziaria ed evitare l'accumulo di potenziali rischi.

Riquadro 9

LE IMPLICAZIONI STATISTICHE DELL'ALLARGAMENTO DELL'AREA DELL'EURO ALL'ESTONIA

Con l'ingresso dell'Estonia nell'area dell'euro dal 1° gennaio 2011 si è presentata per la quinta volta la necessità di modificare le serie statistiche relative all'area dell'euro al fine di tenere conto del nuovo paese membro (la Grecia aderì nel 2001, la Slovenia nel 2007, Cipro e Malta nel 2008 e la Slovacchia nel 2009). La predisposizione delle statistiche per l'area dell'euro così allargata è stata effettuata, ove necessario, in collaborazione con la Commissione europea.

L'ingresso dell'Estonia nell'area dell'euro implica che sia le persone fisiche, sia quelle giuridiche residenti nel paese sono diventate residenti dell'area dell'euro. Ciò influisce sulle statistiche che rilevano le transazioni (flussi) e le posizioni fra residenti dell'area e fra questi e i non residenti, comprese le statistiche monetarie, di bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale nei confronti dell'estero, nonché i conti finanziari. In questi casi, le transazioni e le posizioni fra i residenti estoni e gli altri residenti dell'area dell'euro devono ora essere "consolidate", per assicurare un'adeguata definizione dei residenti dell'area in tutte le statistiche interessate.

Dal gennaio 2011 quindi l'Estonia deve ottemperare a tutti gli obblighi statistici della BCE, fornendo dati nazionali pienamente armonizzati e comparabili¹. Considerati i tempi necessari per la predisposizione delle nuove statistiche, la Eesti Pank e la BCE hanno avviato i lavori preparatori con largo anticipo rispetto all'adesione del paese all'UE. Dopo essere entrata a far parte del SEBC nel 2004, la Eesti Pank ha intensificato le attività preparatorie volte a soddisfare i requisiti della BCE nell'ambito delle statistiche monetarie, finanziarie, sull'estero, delle finanze pubbliche e dei conti finanziari. Inoltre, la Banca centrale estone ha dovuto effettuare i preparativi necessari per l'integrazione delle istituzioni creditizie estoni nel regime di riserva obbligatoria della BCE e per il soddisfacimento dei necessari requisiti statistici in questo campo.

Per quanto riguarda i soggetti segnalanti e le BCN degli altri paesi dell'area, l'allargamento ha implicato che da gennaio 2011 essi devono riportare le transazioni (o flussi) e le posizioni nei confronti dei residenti estoni fra quelle relative all'area dell'euro, e non più come transazioni e posizioni nei confronti di residenti esterni all'area dell'euro.

Inoltre, l'Estonia e gli altri paesi dell'area dell'euro hanno fornito dati storici con una disaggregazione geografica e settoriale sufficientemente dettagliata, risalenti fino al 2004, anno di adesione dell'Estonia all'UE. Tali dati storici consentiranno la compilazione di aggregati relativi all'area dell'euro nella sua nuova composizione per alcuni anni antecedenti l'allargamento.

Per quanto concerne la pubblicazione delle statistiche dell'area dell'euro, la BCE offre agli utenti l'accesso *online* a due banche dati di serie storiche, una contenente tutti i dati disponibili relativi all'area dell'euro nella sua composizione attuale (e cioè inclusa l'Estonia), l'altra contenente i dati relativi all'area dell'euro nelle sue diverse composizioni, a partire dall'aggregato a undici paesi del 1999.

1 I requisiti statistici della BCE sono sintetizzati nel documento *ECB statistics: an overview*, aprile 2010.

2 ASPETTI LEGALI DELL'INTEGRAZIONE DELLA EESTI PANK NELL'EUROSISTEMA

In applicazione dell'articolo 140 del Trattato, la BCE ha esaminato lo statuto della Eesti Pank e la connessa legislazione estone per verificarne la conformità con l'articolo 131 del Trattato. Come dichiarato nel Rapporto sulla convergenza del maggio 2010, la BCE ha espresso una valutazione favorevole sulla compatibilità della legislazione estone con il Trattato e con lo Statuto del SEBC, previa adozione ed entrata in vigore di alcune modifiche aggiuntive alla legislazione estone. La BCE ha preso atto dell'adozione di tali modifiche legislative da parte del Parlamento il 22 aprile 2010.

La BCE e la Eesti Pank hanno predisposto una serie di provvedimenti finalizzati ad assicurare l'integrazione della banca centrale estone nell'Eurosistema dal 1° gennaio 2011. Il quadro giuridico dell'Eurosistema è stato adeguato a seguito della decisione di abrogare la deroga nei confronti dell'Estonia, adottata il 13 luglio 2010 dal Consiglio Ecofin¹. La BCE ha adottato i provvedimenti necessari a consentire il versamento del capitale residuo e il trasferimento delle riserve in valuta estera alla BCE²; ha inoltre definito lo schema di allocazione delle banconote applicabile dal 1° gennaio 2011³. Ai sensi dell'articolo 27.1 dello Statuto del SEBC, il Consiglio direttivo ha adottato una raccomandazione concernente i revisori esterni dei conti annuali della Eesti Pank a partire dall'esercizio finanziario 2011⁴. La BCE ha inoltre rivisto il proprio quadro giuridico introducendo, ove necessario, le modifiche risultanti dall'integrazione della Eesti Pank nell'Eurosistema. Ciò ha comportato un esame delle norme estoni di recepimento della regolamentazione dell'Eurosistema concernente la politica monetaria e Target2, che ha consentito alle controparti estoni di partecipare alle operazioni di mercato aperto dell'Eurosistema dal 3 gennaio 2011. La BCE ha altresì adottato una decisione in merito alle disposizioni transitorie per l'applicazione delle riserve minime della BCE in seguito all'introduzione dell'euro in Estonia⁵. Infine, l'accordo sugli AEC II⁶ è cessato con riguardo alla Eesti Pank.

L'introduzione dell'euro in Estonia e l'integrazione della banca centrale nell'Eurosistema hanno inoltre richiesto la modifica di alcune norme estoni. La BCE è stata peraltro consultata in merito alla normativa nazionale che definisce il quadro giuridico per l'adozione dell'euro, le regole di arrotondamento, la circolazione della moneta in Estonia e il sistema di riserva obbligatoria⁷.

Alla fine del 2010 la legge e lo statuto della Eesti Pank sono stati allineati con le raccomandazioni contenute nei Rapporti sulla convergenza pubblicati dalla BCE nel 2004, 2006, 2008 e 2010. Il 10 febbraio 2010 la Eesti Pank ha consultato la BCE riguardo alle proposte di modifica della sua legge e del suo statuto; nel relativo parere adottato dalla BCE, questa proponeva alcuni cambiamenti che sono stati integrati nella versione definitiva della legge e dello statuto⁸.

1 Decisione del Consiglio, del 13 luglio 2010, a norma dell'articolo 140, paragrafo 2, del trattato, relativa all'adozione dell'euro da parte dell'Estonia il 1° gennaio 2011 (2010/416/UE), GU L 196 del 28.7.2010, pag. 24.

2 Decisione della Banca centrale europea del 31 dicembre 2010 relativa al versamento del capitale, al trasferimento di attività di riserva in valuta e al contributo alle riserve e agli accantonamenti della BCE da parte della Eesti Pank (BCE/2010/34), GU L 11 del 15.1.2011, pag. 58.

3 Decisione della Banca centrale europea del 13 dicembre 2010 relativa all'emissione delle banconote in euro (rifusione) (BCE/2010/29), GU L 35 del 9.2.2011, pag. 26.

4 Raccomandazione della Banca centrale europea, dell'8 ottobre 2010 al Consiglio dell'Unione europea relativamente ai revisori esterni della Eesti Pank (BCE/2010/16), GU C 282 del 19.10.2010, pag. 1.

5 Decisione BCE/2010/18 del 26 ottobre 2010 in merito alle disposizioni transitorie per l'applicazione delle riserve minime da parte della Banca centrale europea in seguito all'introduzione dell'euro in Estonia, GU L 285 del 30.10.2010, pag. 37.

6 Accordo del 13 dicembre 2010 tra la Banca centrale europea e le banche centrali nazionali degli Stati membri non appartenenti all'area dell'euro che modifica l'accordo del 16 marzo 2006 tra la Banca centrale europea e le banche centrali nazionali degli Stati membri non appartenenti all'area dell'euro che stabilisce le procedure operative di un meccanismo di cambio per la terza fase dell'Unione economica e monetaria, GU C 5 dell'8.1.2011, pag. 3.

7 CON/2010/16 e CON/2010/60.

8 CON/2010/20.

Il Consiglio Ecofin ha consultato la BCE riguardo alle sue proposte di modificare i regolamenti del Consiglio⁹ che consentivano l'introduzione dell'euro in Estonia e fissavano il tasso di conversione irrevocabile tra l'euro e la corona estone¹⁰. La BCE ha accolto con favore i regolamenti proposti, facendo rimarcare che avrebbero consentito l'adozione dell'euro come moneta dell'Estonia, previa abrogazione della deroga per l'Estonia in conformità con la procedura prevista dall'articolo 140, paragrafo 2, del Trattato.

⁹ Regolamento (UE) n. 671/2010 del Consiglio, del 13 luglio 2010, che modifica il regolamento (CE) n. 2866/98 per quanto concerne il tasso di conversione dell'euro in Estonia, GU L 196 del 28.7.2010, pag. 4 e Regolamento (UE) n. 670/2010 del Consiglio, del 13 luglio 2010, che modifica il regolamento (CE) n. 974/98 per quanto concerne l'introduzione dell'euro in Estonia, GU L 196 del 2.7.2010, pag. 1.

¹⁰ CON/2010/52.

3 ASPETTI OPERATIVI DELL'INTEGRAZIONE DELLA EESTI PANK NELL'EUROSISTEMA

A seguito della decisione del Consiglio Ecofin del 13 luglio 2010 relativa all'adozione dell'euro da parte dell'Estonia il 1° gennaio 2011, la BCE ha predisposto misure di carattere tecnico finalizzate a una piena integrazione della Eesti Pank nell'Eurosistema. In linea con le disposizioni del Trattato, la banca centrale estone è entrata a far parte dell'Eurosistema esattamente con gli stessi diritti e doveri delle BCN degli Stati membri dell'UE che avevano già adottato l'euro.

I preparativi tecnici per l'integrazione della Eesti Pank nell'Eurosistema hanno riguardato un ampio insieme di questioni, in particolare nei campi della rilevazione e rendicontazione contabile e finanziaria, delle operazioni di politica monetaria, della gestione delle riserve in valuta estera e delle operazioni in cambi, dei sistemi di pagamento, delle statistiche e della produzione di banconote. Per quanto concerne gli aspetti operativi, i preparativi hanno implicato una verifica approfondita degli strumenti, delle procedure e dei sistemi tecnici per l'attuazione delle operazioni di politica monetaria e in cambi.

LE OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA

L'introduzione dell'euro in Estonia, avvenuta il 1° gennaio 2011, ha comportato l'assoggettamento di 18 istituzioni creditizie estoni, il cui elenco è consultabile nel sito Internet della BCE, agli obblighi di riserva dell'Eurosistema a partire da tale data. L'ingresso dell'Estonia nell'area dell'euro ha modificato solo lievemente le condizioni di liquidità nell'Eurosistema. L'obbligo di riserva per il complesso dell'area è aumentato di meno dello 0,2 per cento (223 milioni di euro). L'impatto netto dei fattori autonomi in Estonia, nel periodo compreso tra il 1° e il 18 gennaio 2011, ha comportato un assorbimento di liquidità, aumentando il fabbisogno di liquidità del settore bancario dell'intera area, in media, di 1,1 miliardi di euro.

Considerato l'eccesso di liquidità, le controparti estoni non hanno presentato richieste nelle operazioni di mercato aperto condotte all'inizio del 2011, a eccezione di un importo

di ammontare limitato nell'operazione con regolamento 19 gennaio.

Al momento dell'ingresso nell'area dell'euro la Eesti Pank ha inoltre adottato il sistema di garanzie dell'Eurosistema, ma non ha segnalato attività idonee a essere utilizzate nelle operazioni di finanziamento dell'Eurosistema dal 1° gennaio 2011.

IL CONTRIBUTO AL CAPITALE, ALLE RISERVE E ALLE RISERVE IN VALUTA DELLA BCE

La quota complessiva sottoscritta dalla Eesti Pank ammonta a 19,3 milioni di euro, equivalenti allo 0,1790 per cento del capitale sottoscritto della BCE, pari a 10,761 miliardi di euro al 1° gennaio 2011. Al momento dell'adesione al SEBC, il 1° maggio 2004, la Eesti Pank ha versato il 7 per cento della quota sottoscritta del capitale della BCE, come contributo ai costi operativi di quest'ultima; in connessione all'aumento di capitale della BCE del 29 dicembre 2010 tale contributo è stato ridotto al 3,75 per cento. Ai sensi dell'articolo 48.1 dello Statuto del SEBC, alla Eesti Pank è stato richiesto di versare la parte restante della quota sottoscritta, equivalente a 18,5 milioni di euro. Il 1° gennaio 2011 la Eesti Pank ha versato la prima rata della quota sottoscritta, di ammontare pari a 12,6 milioni di euro; la restante parte del capitale sottoscritto sarà versata con ulteriori due rate.

Agli inizi del 2011, in conformità con gli articoli 30 e 48.1 dello Statuto del SEBC, la Eesti Pank, in base alla propria quota di capitale sottoscritto della BCE, ha trasferito a quest'ultima riserve in valuta per un totale di 145,9 milioni di euro (l'85 per cento in attività denominate in yen giapponesi e il 15 per cento in oro). La Eesti Pank ha optato per condurre le attività operative connesse alla gestione della propria quota delle riserve della BCE in yen giapponesi sulla base di un accordo di gestione congiunta con Suomen Pankki – Finlands Bank. A seguito del trasferimento di attività di riserva alla BCE, alla Eesti Pank è stato riconosciuto un credito denominato in euro nei confronti della BCE ai sensi dell'articolo 30.3 dello Statuto del SEBC.

4 IL CAMBIO DEL SEGNO MONETARIO IN ESTONIA

GLI ASPETTI LOGISTICI DEL CAMBIO DEL SEGNO MONETARIO

A seguito dell'abrogazione da parte del Consiglio Ecofin della deroga per l'Estonia, il 13 luglio 2010, l'euro è stato adottato come valuta nazionale del paese il 1° gennaio 2011. La sostituzione del contante è avvenuta in maniera ordinata e, dopo un periodo di due settimane durante il quale la corona estone e il contante in euro hanno circolato in parallelo, le banconote e le monete in euro sono divenute le uniche aventi corso legale in Estonia. Pressoché tutti i distributori automatici di contante (*automated teller machines*, ATM) hanno erogato unicamente banconote in euro dal 1° gennaio 2011. Le modalità delle operazioni di sostituzione del contante erano state definite in un piano predisposto insieme alle parti interessate.

La Suomen Pankki – Finlands Bank, che ha operato come controparte logistica, ha fornito 44,9 milioni di banconote per un valore di 1,47 miliardi di euro. La Eesti Pank rimborserà tale prestito sotto forma di banconote nel 2012. Le banconote prodotte per conto della Eesti Pank recheranno la lettera "D" nel numero di serie. La Eesti Pank ha commissionato 194 milioni di monete in euro per un valore di 58,4 milioni di euro alla zecca finlandese.

In termini di valore, il 13 per cento delle banconote prese in prestito e circa la metà delle monete commissionate sono state distribuite in anticipo al settore bancario affinché questo potesse procedere al caricamento degli ATM e alla consegna anticipata di seconda istanza. Inoltre, 700.000 kit di avvio contenenti monete in euro per un valore di 12,79 euro sono stati prodotti e distribuiti al pubblico, così da ridurre il volume di monete che gli esercenti avrebbero dovuto avere nei primi giorni di gennaio.

A seguito dell'introduzione della moneta unica in Estonia, le BCN hanno effettuato a titolo gratuito il servizio di cambio delle corone estoni al valore di parità con l'euro dal primo giorno lavorativo del 2011 fino al 28 febbraio 2011¹¹. L'ammontare giornaliero massimo previsto era pari a 1.000 euro per ciascun soggetto o

operazione. Inoltre, a dicembre del 2010 alle persone fisiche è stata data la possibilità di cambiare corone contro euro al tasso di conversione irrevocabile a titolo gratuito. Nei primi 15 giorni di gennaio le banche sono state affiancate dagli uffici postali nelle operazioni di *changeover*, in modo da assicurare la distribuzione del contante nelle aree rurali.

Dal 1° gennaio 2011, per un periodo di sei mesi, le corone possono essere cambiate in euro al valore di parità e a titolo gratuito presso tutte le filiali bancarie che offrono servizi di cassa e successivamente, da luglio a dicembre del 2011, presso una rete ristretta di sportelli.

La Eesti Pank continuerà a rimborsare le banconote e le monete in corone estoni per un periodo di tempo indeterminato.

LA CAMPAGNA INFORMATIVA SULL'INTRODUZIONE DELL'EURO

La BCE ha collaborato da vicino con la Eesti Pank al fine di predisporre una vasta campagna informativa in preparazione dell'introduzione dell'euro. Gli strumenti di comunicazione utilizzati nella campagna hanno tenuto conto dell'esperienza acquisita in occasione dei precedenti cambi di segno monetario e hanno incluso sondaggi di opinione, diverse tipologie di materiale stampato e pagine Internet dedicate. Per la prima volta dalla *Campagna di informazione euro 2002* si è fatto ricorso alla pubblicità su emittenti televisive (quattro annunci sono stati diffusi tra novembre 2010 e metà gennaio 2011). La campagna informativa organizzata dalla BCE e dalla Eesti Pank aveva l'obiettivo di aiutare i gestori del contante e il grande pubblico ad acquisire dimestichezza con l'aspetto visivo e le caratteristiche di sicurezza delle banconote e delle monete in euro, nonché con le procedure di sostituzione del contante.

¹¹ L'articolo 52 dello Statuto del SEBC stabilisce che il Consiglio direttivo della BCE adotti tutte le misure necessarie ad assicurare che le banconote denominate in valute con tassi di cambio con l'euro irrevocabilmente fissati siano cambiate dalle BCN dell'area dell'euro al loro rispettivo valore di parità. A tale riguardo, il 24 luglio 2006 il Consiglio direttivo della BCE ha adottato un indirizzo relativo al cambio di queste banconote.

I partecipanti alla campagna (principalmente banche e autorità pubbliche) hanno avuto accesso ai *file* per la stampa ad alta qualità delle pubblicazioni della BCE, che hanno potuto adattare e utilizzare nelle proprie attività di comunicazione.

A seguito di contatti con varie associazioni dei non vedenti, fra cui quella nazionale, la BCE ha predisposto una *talking card* per i cittadini con handicap visivo (si tratta di un dispositivo contenente un file MP3 che “legge” ad alta voce le informazioni necessarie sul cambio di segno e sul contante in euro).

Per sancire l'avvio della campagna di informazione sull'euro in Estonia, il 19 settembre 2010 il Presidente Trichet ha consegnato una stella simbolica contenente le banconote in euro al Governatore Lipstok.



Veduta dall'interno della facciata a griglia in cemento della Grossmarkthalle. Il restauro della Grossmarkthalle è un aspetto importante dei lavori di costruzione. Le caratteristiche estetiche dell'edificio rimarranno inalterate; le facciate e le superfici saranno restaurate in linea con l'ordinanza di tutela.

CAPITOLO 4

**LA STABILITÀ
FINANZIARIA E
L'INTEGRAZIONE**

I LA STABILITÀ FINANZIARIA

L'Eurosistema 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 sulla portata e l'applicazione della legislazione dell'UE in materia. Dopo l'istituzione del Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS) il 16 dicembre 2010, la creazione di tre autorità europee di vigilanza (AEV) – competenti rispettivamente per banche, strumenti finanziari e assicurazioni e fondi pensione – il 1° gennaio 2011 ha segnato la nascita del nuovo quadro di vigilanza europeo. Esso vedrà notevolmente rafforzata la struttura europea di vigilanza a livello sia microprudenziale sia, per la prima volta, macroprudenziale: il CERS è stato, infatti, incaricato di individuare e classificare i rischi sistemici per il settore finanziario dell'UE, emettere segnalazioni e, ove opportuno, raccomandare l'adozione di misure correttive intese a contenerli. La BCE "assicura un segretariato, fornendo in tal modo assistenza analitica, statistica, logistica e amministrativa al CERS" (cfr. capitolo 6)¹.

1.1 IL MONITORAGGIO DELLA STABILITÀ FINANZIARIA

1.1.1 IL SETTORE BANCARIO DELL'AREA DELL'EURO

Le attività principali svolte dalla BCE di concerto con il Comitato per la vigilanza bancaria (*Banking Supervision Committee*, BSC) del SEBC consistono nel monitoraggio dei rischi per la stabilità finanziaria e nella valutazione della capacità del sistema finanziario di far fronte agli shock². Particolare attenzione è dedicata alle banche, poiché ancora oggi esse sono i più importanti intermediari di fondi in Europa. Tuttavia, la crescente rilevanza dei mercati, delle infrastrutture e delle altre istituzioni finanziarie e i collegamenti esistenti tra questi e le banche richiedono che anche le vulnerabilità di tali componenti del sistema finanziario siano oggetto di monitoraggio da parte del SEBC.

Nel 2010 le continue difficoltà nei mercati dei titoli di Stato e nei mercati della liquidità per le banche nell'area dell'euro hanno messo alla prova la fiducia degli operatori nella capacità del settore bancario dell'area dell'euro di gestire i rischi futuri. Ciò nonostante, l'impegno dei paesi dell'area ad avviare programmi di risanamento delle finanze pubbliche o ad accelerarne l'attuazione, l'istituzione del Meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria e di uno strumento europeo per la stabilità finanziaria (*European Financial Stability Facility*, EFSF), il varo – in maggio – del Programma della BCE per il mercato dei titoli finanziari, nel cui ambito vengono realizzati interventi nei mercati del debito pubblico e privato dell'area dell'euro, e i risultati complessivamente positivi delle prove di stress a livello europeo annunciati in luglio hanno tutti fornito un contributo importante alla stabilizzazione dei mercati durante l'estate³. Inoltre, la conclusione di un accordo sulla revisione degli assetti regolamentari per le banche con operatività internazionale (le regole di Basilea III), da attuare gradualmente nel tempo per far sì che le banche possano continuare ad erogare credito all'economia, ha ridotto le incertezze circa il fabbisogno futuro di capitale e liquidità delle banche. Nonostante tali sviluppi, la situazione economica e finanziaria complessiva dell'area dell'euro è rimasta carica di rischi per la stabilità finanziaria

1 Regolamento del Consiglio (UE) n. 1096/2010 del 17 novembre 2010, GU L 331, 15.12.2010, pag. 162.

2 Dalla fine del 2004 la BCE pubblica un rapporto semestrale sulla stabilità del sistema finanziario dell'area dell'euro intitolato *Financial Stability Review*. Nel 2010 essa ha anche pubblicato gli indicatori strutturali per il settore bancario dell'UE, il rapporto annuale sulla stabilità del settore bancario dell'UE e il rapporto annuale sulle strutture bancarie dell'UE (che ha incluso un'appendice specificamente dedicata alla redditività delle banche, dal titolo *Beyond RoE: How to measure bank performance*. Le pubblicazioni citate presentano i risultati principali dell'attività di sorveglianza sulla struttura e la stabilità del settore bancario svolta dal BSC e sono disponibili sul sito internet della BCE.

3 Le prove di stress condotte a livello di UE sono state coordinate dal Comitato delle autorità europee di vigilanza bancaria (*Committee of European Banking Supervisors*, CEBS), in stretta collaborazione con la BCE e la Commissione europea. Una descrizione dettagliata della metodologia utilizzata è disponibile sui siti internet del CEBS e della BCE, mentre i risultati sono disponibili sui siti internet del CEBS e delle autorità nazionali partecipanti.

e nella seconda metà dell'anno sono riemersi timori per l'interazione tra i problemi del debito sovrano e le vulnerabilità del settore bancario in alcuni paesi dell'area⁴. Inoltre, il riemergere di squilibri globali nel corso del 2010 ha rappresentato un'altra importante fonte di rischi, insieme alla connessa elevata volatilità dei cambi e alla possibilità di un riassorbimento disordinato degli squilibri.

In particolare, gli andamenti del settore finanziario dell'area dell'euro nel 2010 hanno evidenziato differenze significative tra i paesi partecipanti, prodotte in larga misura dal processo di correzione dei precedenti squilibri in atto in alcuni paesi. In tale contesto, i tempi e il ritmo del ritiro delle misure di sostegno pubblico ancora esistenti hanno posto il sistema finanziario dell'area di fronte a particolari sfide. Tali misure dovranno, tuttavia, essere ritirate nel medio periodo, per evitare il protrarsi di disparità competitive tra banche e paesi diversi. Nel frattempo, tra i rischi principali continuano a figurare la possibilità di persistenti – se non accresciuti – timori per la sostenibilità delle finanze pubbliche, con potenziali effetti di ritorno negativi tra queste ultime e il settore finanziario. Benché l'interazione sfavorevole tra vulnerabilità connesse alla crescita economica, squilibri fiscali e condizioni del finanziamento bancario sia stata particolarmente forte in un numero solo limitato di paesi dell'area, i rischi della diffusione del contagio ad altre economie dell'area continuano a sussistere.

Ciò nonostante, in prospettiva, lo scenario centrale per la stabilità finanziaria dell'area dell'euro è generalmente positivo. Lo sorreggono in parte il contesto macroeconomico più favorevole, la maggiore trasparenza circa le esposizioni delle istituzioni finanziarie e i meccanismi di sostegno finanziario aggiuntivo introdotti dai governi e dalle banche centrali dell'area dell'euro. Tali prospettive restano tuttavia soggette a un elevato grado di incertezza.

Gli utili dei grandi gruppi bancari (*Large and Complex Banking Groups*, LCBG) dell'area

dell'euro hanno iniziato a mostrare segnali di ripresa nei primi tre trimestri del 2010, sorretti principalmente dalla vivace dinamica del reddito netto da interessi, dal livello mediamente più basso (benché ancora elevato) degli accantonamenti per perdite su crediti e dalla tenuta dei proventi da commissioni e provvigioni. Il reddito netto da interessi ha continuato a beneficiare della forte inclinazione della curva dei rendimenti e dei margini ancora relativamente ampi applicati dalle banche ai nuovi prestiti. Sono inoltre emerse indicazioni del fatto che la crescita del credito bancario per l'acquisto di abitazioni potrebbe avere superato un punto di svolta alla metà del 2010, pur con differenze sostanziali tra paesi partecipanti, mentre i prestiti alle imprese non finanziarie hanno evidenziato una ripresa molto più lenta. Infine, i LCBG hanno tratto beneficio da un calo significativo del costo del rischio, riconducibile sia all'evoluzione positiva del ciclo del credito sia alla ripresa economica (ad esempio, alla stabilizzazione dei tassi di insolvenza e al ridimensionamento delle sofferenze). Tuttavia, nel secondo trimestre del 2010 si è osservata una notevole caduta dei ricavi da negoziazione, riassorbita solo in parte nel terzo trimestre. Ciò va ricondotto ai minori volumi di scambi, in un contesto in cui molte istituzioni hanno continuato a registrare perdite su alcuni attivi. I coefficienti di solvibilità dei LCBG hanno registrato un ulteriore miglioramento generalizzato nei primi tre trimestri del 2010, sorretti dagli utili non distribuiti e dalla raccolta di capitali da parte delle banche. Un peggioramento della redditività dei LCBG rispetto alla recente ripresa influirebbe negativamente sull'offerta di credito all'economia reale. Inoltre, il miglioramento della qualità delle esposizioni delle banche al rischio di credito resta fragile in diversi paesi.

1.1.2 LE ALTRE ISTITUZIONI FINANZIARIE

Per quanto concerne le altre istituzioni finanziarie, nel settore assicurativo dell'area dell'euro le condizioni nel 2010 si sono stabilizzate. Le singole imprese hanno,

⁴ Tale interazione è culminata il 21 novembre nella richiesta, da parte dell'Irlanda, di un programma di sostegno finanziario UE/FMI.

tuttavia, registrato andamenti diversi e il ritmo moderato dell'attività economica ha continuato a pesare sull'attività di sottoscrizione. I risultati finanziari hanno tuttavia tratto vantaggio dal livello relativamente contenuto delle perdite e dalla stabilità del reddito da investimenti. Nell'insieme, la redditività delle grandi imprese di assicurazione si è mantenuta stabile per tutto il 2010. Anche le posizioni patrimoniali hanno evidenziato una tenuta stabile e sono parse indicare che queste imprese dispongono in media di una ragionevole capacità di assorbimento degli shock.

Guardando al futuro, permane un certo numero di rischi e sfide che contribuisce a rendere piuttosto incerte le prospettive per il settore. In particolare, i bassi rendimenti dei titoli di Stato con un *rating* di tripla A continuano a rappresentare una sfida per le imprese di assicurazione (e i fondi pensione) che hanno ampie consistenze di contratti a rendimento garantito con tassi di interesse garantiti prossimi o superiori al livello corrente di quelli a lungo termine esenti da rischio. Nel contempo, la ripresa moderata dell'attività economica e l'incertezza che la circonda continuano a pesare sull'attività di sottoscrizione delle imprese di assicurazione dell'area dell'euro.

Il settore degli *hedge fund* ha recuperato ancora nel 2010. I rendimenti medi degli investimenti sono stati meno rimarchevoli che nel 2009, ma gli investitori hanno continuato a riaffacciarsi sul settore e i flussi netti annui sono tornati positivi. Tuttavia, sono stati di norma preferiti i fondi di dimensioni maggiori, la cui crescita potrebbe anche comportare maggiori rischi concomitanti per la stabilità finanziaria. Inoltre, in presenza di tassi di interesse nominali bassi e di una crescente tolleranza del rischio di credito di controparte tra le banche operanti come *prime broker*, le statistiche limitate disponibili sulla leva finanziaria degli *hedge fund* segnalano un graduale incremento della stessa (*releveraging*) e un connesso aumento della vulnerabilità ai vari rischi connessi al grado di leva.

1.2 MECCANISMI A GARANZIA DELLA STABILITÀ FINANZIARIA

Nel 2010 l'UE ha avviato un ampio riesame del suo quadro per la prevenzione, la gestione e la risoluzione delle crisi. Tale esercizio – che, come stabilito nelle conclusioni del Consiglio Ecofin del 18 maggio 2010, copre un orizzonte di alcuni anni – si concentra su tre ambiti principali di lavoro: attuazione di un quadro per il coordinamento delle politiche dell'UE, miglioramento dell'assetto regolamentare dell'UE e introduzione di meccanismi atti a garantire che i costi netti delle crisi finanziarie siano sostenuti dal settore finanziario. La BCE ha partecipato in modo attivo a tutti e tre gli ambiti di lavoro nel corso dell'anno.

In particolare, la BCE ha sostenuto l'introduzione di un quadro olistico di coordinamento delle politiche dell'UE per la prevenzione, la gestione e la risoluzione delle crisi che affida al Consiglio Ecofin un maggior ruolo di coordinamento delle politiche intese ad assicurare la stabilità finanziaria, nonché la definizione di disposizioni di coordinamento per la chiara articolazione di ruoli e responsabilità tra i vari organismi nazionali e dell'UE. In tale contesto, l'istituzione entro la metà del 2011 dei Gruppi per la stabilità transfrontaliera (*Cross-Border Stability Groups*, CBSG) – come definiti nel Protocollo d'intesa del 2008 sulla stabilità finanziaria transfrontaliera⁵ – per tutti i grandi gruppi finanziari dell'UE aventi operatività internazionale, assieme alla firma degli accordi di cooperazione transfrontaliera (*Voluntary Specific Cooperation Agreements*), è stata considerata un utile contributo al coordinamento delle politiche su base bilaterale/multilaterale⁶.

5 Cfr. *Memorandum of Understanding on Cooperation between the Financial Supervisory Authorities, Central Banks and Finance Ministries of the European Union on Cross-Border Financial Stability* (ECFIN/CEFCPE(2008)REP/53106), Bruxelles, 1° giugno 2008.

6 Il primo CBSG, denominato *Nordic-Baltic Cross-Border Stability Group*, è stato costituito il 17 agosto 2010 con la firma di un accordo tra le autorità di Danimarca, Estonia, Finlandia, Islanda, Lettonia, Lituania, Norvegia e Svezia.

In materia di regolamentazione, a febbraio 2010 l'Eurosistema ha contribuito alla consultazione pubblica della Commissione europea concernente un quadro dell'UE per la gestione transfrontaliera delle crisi nel settore bancario⁷. L'Eurosistema ha sostenuto l'obiettivo della Commissione di sviluppare un tale quadro e affrontare gli ostacoli che si frappongono a una gestione efficace delle crisi che colpiscono le istituzioni finanziarie dell'UE operanti a livello transfrontaliero. Esso ha altresì suggerito diversi modi per affrontare i problemi in materia di strumenti di intervento precoce, trasferimenti di attivi infragruppo, interventi di risoluzione nel settore bancario⁸ e insolvenza.

A maggio 2010 la Commissione ha pubblicato una Comunicazione sui fondi per gli interventi di risoluzione nel settore bancario, nella quale suggerisce che l'istituzione di una rete europea di schemi prefinanziati rappresenta il miglior modo di utilizzare i prelievi finanziari per evitare che eventuali fallimenti bancari futuri gravino sui contribuenti o destabilizzino il sistema finanziario. Nella stessa ottica, in giugno il Consiglio europeo ha riconosciuto l'opportunità di introdurre sistemi nazionali di prelievi e imposte sulle istituzioni finanziarie per assicurare un'equa ripartizione degli oneri e creare incentivi al contenimento del rischio sistemico⁹. In tale contesto, la BCE ha riconosciuto l'esigenza di garantire il coordinamento delle varie iniziative già adottate dai singoli paesi per mitigare il rischio di distorsioni della concorrenza tra i mercati bancari nazionali e di ostacoli alla cooperazione transfrontaliera durante le crisi. A questo scopo, la BCE ha contribuito attivamente alle attività del gruppo di lavoro *ad hoc* del Comitato economico e finanziario (CEF) sulla gestione delle crisi, monitorando i diversi sistemi di prelievi esistenti nell'UE e formulando raccomandazioni sui possibili approcci a questioni di breve periodo quali la doppia imposizione e la parità di condizioni concorrenziali.

A ottobre 2010 la Commissione ha pubblicato una comunicazione dal titolo *Un quadro dell'UE*

per la gestione delle crisi nel settore finanziario, in cui sono definiti gli elementi principali della riforma che sarà oggetto di proposte legislative dell'UE nel 2011. Oltre a segnalare la priorità immediata di introdurre disposizioni per una gestione efficiente delle crisi in tutti gli Stati membri, la comunicazione include una "tabella di marcia" con una visione di più lungo periodo di alcune delle sfide principali che dovranno essere affrontate per garantire l'ordinata gestione delle crisi. L'Eurosistema sostiene la proposta della Commissione intesa a migliorare l'assetto regolamentare dell'UE per la gestione e la risoluzione delle crisi. Un quadro articolato per la gestione delle crisi renderebbe, tra l'altro, la risoluzione un'opzione in ultima analisi credibile anche nel caso delle istituzioni transfrontaliere di importanza sistemica. Il conseguimento di questo obiettivo presuppone non soltanto strumenti più efficaci per le autorità, ma anche disposizioni che promuovano la cooperazione tra gli Stati membri in caso di crisi. Una consultazione pubblica sui dettagli tecnici della proposta è stata avviata dalla Commissione il 6 gennaio 2011¹⁰. Nelle sue conclusioni sulla prevenzione, gestione e risoluzione delle crisi di dicembre 2010, il Consiglio Ecofin ha sostenuto la Commissione nel suo impegno legislativo futuro e ha invitato il CEF a proseguire la sua attività di monitoraggio dei sistemi nazionali di prelievi e imposte, soprattutto in relazione alla parità di condizioni concorrenziali e al coordinamento¹¹.

7 Il 20 ottobre 2009 la Commissione europea ha avviato una consultazione pubblica sulla comunicazione dal titolo *Un quadro europeo per la gestione transfrontaliera delle crisi nel settore bancario*, che affronta una serie di questioni in tre ambiti principali: intervento precoce, interventi di risoluzione nel settore bancario e insolvenza.

8 Per "interventi di risoluzione nel settore bancario" (*bank resolution*) si intende il complesso delle misure adottate dalle autorità nazionali competenti per gestire una crisi di un istituto bancario, contenerne l'impatto sulla stabilità finanziaria e, se del caso, facilitare l'ordinata liquidazione dell'intero istituto o di sue parti.

9 Costituisce un'eccezione la Repubblica Ceca, che si è riservata il diritto di non introdurre tali misure.

10 Per ulteriori dettagli, cfr. il sito internet della Commissione europea (<http://ec.europa.eu>).

11 *Council conclusions on crisis prevention, management and resolution*, 3054^a sessione del Consiglio Ecofin, Bruxelles, 7 dicembre 2010

2 LA REGOLAMENTAZIONE E LA VIGILANZA FINANZIARIA

2.1 IL SETTORE BANCARIO

Nel 2010 l'attività di regolamentazione in ambito bancario ha seguito il programma definito ai vertici del G20 tenutisi a Londra e Pittsburgh nel 2009, con l'obiettivo ultimo di costruire un sistema finanziario più resiliente a sostegno di una crescita vigorosa e stabile. A questo scopo, il Gruppo dei Governatori delle banche centrali e dei Capi della vigilanza (l'organo direttivo del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria) ha approvato un sostanziale rafforzamento dei requisiti patrimoniali e l'introduzione di regole su scala mondiale in materia di rischio di liquidità¹². Tale pacchetto di riforme, noto come "Basilea 3", costituisce un cardine del nuovo assetto prudenziale internazionale.

Basilea 3 comprende una nuova definizione del concetto di patrimonio di vigilanza che si concentra sulle componenti di capitale con la maggiore capacità di assorbire le perdite, quali le azioni ordinarie e gli strumenti equivalenti emessi da banche costituite non in forma di società per azioni, e le riserve di utili. A questo miglioramento qualitativo si è aggiunto un significativo innalzamento dei requisiti patrimoniali. Il nuovo coefficiente minimo per la componente di qualità primaria del patrimonio (*Common Equity Tier 1*) è stato fissato al 4,5 per cento delle attività ponderate per il rischio, con l'introduzione di un cuscinetto di capitale aggiuntivo (*capital conservation buffer*) pari al 2,5 per cento per fronteggiare futuri periodi di tensione. Assieme alle altre componenti di Tier 1 e a quelle di Tier 2, il coefficiente patrimoniale complessivo passerà dall'attuale 8 al 10,5 per cento delle attività ponderate per il rischio. Un'ulteriore riserva di capitale anticiclica – da attivare in circostanze di crescita eccessiva del credito – potrebbe arrivare fino al 2,5 per cento delle attività ponderate per il rischio, a seconda degli andamenti nazionali del ciclo del credito. In risposta alla consultazione avviata dalla Commissione sulla sua proposta di riserve di capitale anticicliche (*counter-cyclical capital buffer*, CCB), l'Eurosistema ha supportato i lavori a livello internazionale e dell'UE per

sviluppare un meccanismo di CCB e ha sottolineato l'esigenza di un'attuazione coerente su scala internazionale e comunitaria. Pur garantendo parità di condizioni concorrenziali a livello internazionale attraverso la definizione di requisiti per la costituzione del CCB più dettagliati possibile all'interno della stessa direttiva sui requisiti patrimoniali (*Capital Requirements Directive*, CRD), il CERS e l'Autorità bancaria europea (*European Banking Association*, EBA) – nei loro rispettivi ruoli nell'ambito del quadro europeo per la vigilanza – potrebbero pubblicare principi guida e standard tecnici per specificare i requisiti aggiuntivi che garantirebbero al quadro la necessaria reattività all'evoluzione del sistema finanziario e ai diversi shock cui è esposto¹³.

Inoltre, coerentemente con il mandato del G20, i requisiti basati sul rischio sarebbero integrati da un coefficiente di leva finanziaria non basato sul rischio che integri caratteristiche di trasparenza e confrontabilità a livello internazionale.

La regolamentazione del rischio di liquidità si fonda su due standard quantitativi principali, intesi a limitare i disallineamenti in termini di fabbisogno di liquidità di breve periodo e imporre un requisito di liquidità strutturale a più lungo termine avente lo scopo di ridurre la dipendenza delle banche dal finanziamento all'ingrosso e da altre fonti volatili di fondi e promuovere la stabilità dei finanziamenti di più lungo periodo. Per agevolare la sorveglianza sui rischi di liquidità e lo scambio di informazioni tra le autorità di vigilanza, le misure quantitative sono affiancate da una serie di strumenti di monitoraggio.

In linea con questi sviluppi del quadro regolamentare, la Commissione europea

¹² Per ulteriori informazioni, cfr. *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems* e *Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring*, entrambi pubblicati il 16 dicembre 2010 sul sito internet della Banca dei regolamenti internazionali (<http://www.bis.org>).

¹³ Cfr. *Countercyclical capital buffer – position of the Eurosystem on the Commission's consultation document* sul sito internet della BCE.

ha avviato due consultazioni. La prima, nel febbraio del 2010, ha riguardato la proposta di emendamenti alla direttiva sui requisiti patrimoniali per quanto riguarda gli standard di liquidità, la definizione di capitale, il coefficiente di leva finanziaria, il trattamento del rischio di credito di controparte, le misure anticicliche (compresi gli accantonamenti basati su una stima delle perdite attese su crediti lungo l'intero arco del ciclo economico), la realizzazione di un *corpus* di regole comuni (*single rulebook*) e gli istituti finanziari di importanza sistemica (*Systemically Important Financial Institutions*, SIFI). La seconda consultazione, varata a ottobre 2010, concerne l'introduzione di una riserva di capitale anticiclica.

La BCE sostiene pienamente l'accordo del Gruppo dei Governatori delle banche centrali e dei Capi della vigilanza e lo considera un passo fondamentale verso l'adempimento del mandato del G20. La crisi ha chiaramente dimostrato che le misure intese ad accrescere la tenuta del sistema finanziario dovrebbero costituire una priorità essenziale. Nonostante i costi della riforma, in parte di natura transitoria, il nuovo quadro regolamentare influirà in senso favorevole sull'economia mondiale riducendo sostanzialmente i rischi connessi alle crisi finanziarie future.

Ciò nonostante, la BCE ritiene che resti fondamentale un'attuazione graduale del pacchetto nel periodo 2013-2019 e che eventuali ulteriori sviluppi debbano essere valutati a fronte della serie di provvedimenti già adottati. Durante la fase di transizione le misure patrimoniali, i coefficienti di liquidità e l'indice di leva finanziaria richiederanno un attento esame inteso a individuarne l'impatto su modelli operativi particolari, settori bancari specifici, mercati finanziari e crescita economica. Al tempo stesso, occorrerà adoperarsi per assicurare un'applicazione uniforme delle nuove regole nelle diverse giurisdizioni.

Coerentemente con il mandato del G20, nel 2010 l'FSB si è concentrato su un altro filone di attività consistente nello sviluppo di un

quadro integrato per la riduzione dei rischi e delle esternalità connessi alle SIFI. Il nuovo quadro sarà composto dai seguenti elementi: strumenti per una risoluzione efficace delle SIFI; vigilanza e sorveglianza più rigorose ed efficaci; infrastrutture fondamentali del mercato finanziario robuste, con lo scopo di ridurre il rischio di contagio; ulteriori requisiti prudenziali e di altra natura per migliorare l'assorbimento delle perdite. A settembre 2010, in un comunicato stampa che ha fatto seguito all'accordo sulla calibrazione del nuovo regime prudenziale, il Gruppo dei Governatori delle banche centrali e dei Capi della vigilanza ha rilevato che le SIFI dovrebbero disporre di una capacità di assorbimento delle perdite superiore a quella concordata nell'ambito di Basilea III.

La BCE apprezza e sostiene il lavoro dell'FSB in questo importante settore. Per la portata mondiale delle attività svolte dalle SIFI, resta essenziale che gli organi di regolamentazione cooperino strettamente sotto l'egida dell'FSB in modo da garantire un elevato grado di uniformità a livello internazionale in questo ambito, limitando così i possibili scostamenti dalla parità di condizioni concorrenziali e riducendo al minimo i rischi di arbitraggio regolamentare.

2.2 IL SETTORE DEI VALORI MOBILIARI

Nel 2010 sono proseguiti i lavori in materia di *hedge fund*, agenzie di *rating* e disciplina delle vendite allo scoperto. Il G20 ha ribadito il suo impegno a migliorare la vigilanza sugli *hedge fund* e le agenzie di *rating*¹⁴. A livello europeo, il Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (*Committee of European Securities Regulators*, CESR)¹⁵ ha preso in considerazione le preoccupazioni circa i possibili effetti negativi delle vendite allo scoperto.

¹⁴ *The G-20 Toronto Summit Declaration*, G20, 26-27 giugno 2010.

¹⁵ *Proposal for a Pan-European Short Selling Disclosure Regime*, CESR, marzo 2010.

Per quanto concerne gli *hedge fund*, in ottobre è stato raggiunto un accordo¹⁶ in merito alla Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi (*Alternative Investment Fund Managers*, AIFM) e l'11 novembre il Parlamento europeo ha votato a favore della proposta. La Direttiva si propone, fra l'altro, di: assoggettare tutti i gestori di fondi di investimento alternativi che superano determinate dimensioni a opportuni obblighi di autorizzazione e registrazione; migliorare i presidi in materia di gestione dei rischi e di *governance*; accrescere la tutela degli investitori; definire un quadro per il monitoraggio dei rischi macroprudenziali. Gli AIFM che soddisfano tali requisiti otterranno un passaporto che li autorizza a commercializzare i loro fondi presso investitori professionali in tutto il mercato unico. Nel suo contributo alla consultazione della Commissione europea sugli *hedge fund*, l'Eurosistema ha accolto con grande favore l'aumento della trasparenza e della vigilanza macroprudenziale nel settore degli *hedge fund* e ha sottolineato come l'introduzione di un quadro regolamentare articolato e armonizzato per gli AIFM dell'UE possa costituire un primo passo verso il raggiungimento di un accordo su scala mondiale. Ha inoltre ribadito l'importanza di proseguire il dialogo internazionale per garantire un assetto coordinato a livello globale¹⁷.

Con riferimento alle agenzie di *rating*, la Commissione europea ha formulato una proposta di modifica del regolamento attualmente vigente¹⁸. Nel suo parere sulla proposta¹⁹, la BCE si è espressa complessivamente a favore delle misure volte a rafforzare il quadro regolamentare, in particolare di quelle che attribuiscono ampi poteri all'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (*European Securities and Markets Authority*, ESMA) in merito alla registrazione delle agenzie di *rating* e alla vigilanza sulle stesse nonché di quelle riguardanti l'introduzione di un maggior grado di trasparenza e concorrenza nel mercato del *rating* di strumenti finanziari strutturati.

Come risposta ai timori per l'impatto delle vendite allo scoperto nelle condizioni estreme di

mercato create dalla crisi finanziaria, le autorità di regolamentazione di tutto il mondo hanno adottato una serie di misure. In Europa, il CESR ha proposto un regime di trasparenza paneuropeo nel marzo del 2010 e la Commissione europea ha pubblicato un documento di consultazione il 14 giugno. La risposta dell'Eurosistema del 5 agosto ha accolto positivamente il regime di trasparenza proposto per le azioni dell'UE. È stato sottolineato che l'ESMA, assieme alle altre autorità competenti, deve svolgere un ruolo centrale nelle situazioni di emergenza e che la durata e la portata dei divieti o delle restrizioni riguardanti le vendite allo scoperto deve essere temporanea e limitata a circostanze eccezionali. L'Eurosistema ha in generale sostenuto l'idea di sanzionare i casi di mancato regolamento di operazioni di vendita allo scoperto non assistite dalla disponibilità dei titoli (*uncovered*) nonché l'attribuzione alle autorità competenti dei poteri necessari a limitare temporaneamente le vendite allo scoperto. La successiva proposta di regolamento della Commissione è stata volta ad accrescere l'armonizzazione, il coordinamento e la trasparenza, oltre che a ridurre i rischi sistemici, di integrità dei mercati e di regolamento²⁰.

2.3 I PRINCIPI CONTABILI

I principali sviluppi nel 2010 hanno riguardato i lavori in corso presso il Financial Accounting Standards Board (FASB) e l'International Accounting Standards Board (IASB) in risposta alla richiesta del G20 di affrontare i punti di debolezza individuati a seguito della

16 Tra il Consiglio, la Commissione europea e la Commissione per gli affari economici e monetari del Parlamento europeo.

17 *European Commission's consultation on hedge funds – Eurosystem contribution*, BCE, 25 febbraio 2009.

18 Regolamento (CE) n. 1060/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 settembre 2009, sulle agenzie di *rating*.

19 Parere della Banca centrale europea del 19 novembre 2010 su una proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio recante modifica del Regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di *rating* (CON/2010/82).

20 *Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo alle vendite allo scoperto e ai credit default swap*, Commissione europea, 15 settembre 2010.

crisi finanziaria e conseguire un maggiore allineamento tra i rispettivi standard.

Dando seguito alla richiesta del G20 di migliorare il coinvolgimento delle parti interessate nel processo di definizione degli standard, lo IASB ha ulteriormente potenziato le sue attività di comunicazione a questo fine.

Nel suddetto contesto, in numerose occasioni la BCE ha fornito pareri allo IASB su diversi progetti importanti in materia contabile (in particolare, sulla contabilizzazione degli strumenti finanziari) e, più in generale, sugli sforzi di convergenza del FASB e dello IASB.

Ad aprile 2010 la BCE ha formulato delle osservazioni sulla proposta dello IASB di rispondere ai timori di natura regolamentare con l'introduzione di un "conto economico a fini regolamentari" (*regulatory income statement*). La BCE ha sottolineato l'importanza di mantenere una buona collaborazione tra lo IASB e le autorità di regolamentazione in materia di misurazione del *fair value* e di svalutazioni operate in chiave prospettica (*forward-looking provisioning*) nel contesto dell'assetto contabile. Non ha invece sostenuto l'idea del *regulatory income statement*, poiché i requisiti di trasparenza del nuovo schema patrimoniale (Basilea 3) già affrontano i problemi di trasparenza sollevati nella proposta dello IASB e l'introduzione di un tale conto potrebbe avere l'effetto indesiderato di accrescere la complessità e l'incertezza e di creare confusione nel mercato.

Sia il FASB sia lo IASB hanno intensificato gli sforzi intesi a ridurre la complessità del sistema contabile oggi applicato agli strumenti finanziari, sviluppando nuovi standard per la classificazione e la misurazione di questi ultimi.

Nel 2010 i due organismi hanno continuato ad adoperarsi per rafforzare la rilevazione contabile degli accantonamenti per perdite su crediti (*impairment*). A questo proposito, la BCE ha ripetutamente espresso il suo chiaro sostegno al passaggio a un modello fondato sulla perdita attesa. Ha inoltre continuato a

contribuire all'attività in ambito contabile svolta dal Comitato di Basilea, che ha tra l'altro lo scopo di affrontare le sfide operative poste dall'introduzione di un approccio basato sulla perdita attesa.

3 L'INTEGRAZIONE FINANZIARIA

L'Eurosistema contribuisce a potenziare l'integrazione finanziaria europea mediante: a) l'azione di sensibilizzazione e monitoraggio di tale processo; b) il ruolo di catalizzatore delle attività del settore privato, attraverso il sostegno a iniziative collettive; c) la consulenza sull'assetto normativo e regolamentare del sistema finanziario e l'attività di regolamentazione diretta; d) l'offerta di servizi di banca centrale che promuovono l'integrazione finanziaria.

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

Nell'aprile del 2010 la BCE ha pubblicato la quarta edizione del rapporto annuale *Financial Integration in Europe*²¹. 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 *policy* finalizzate a promuovere ulteriormente l'integrazione finanziaria. Il rapporto valuta in primo luogo lo stato dell'integrazione finanziaria in base a una serie di indicatori disponibili con cadenza semestrale anche sul sito internet della BCE. Nel 2010 questi sono stati ulteriormente sviluppati per includere, ad esempio, alcuni indicatori di rischio relativi al mercato obbligazionario. Il rapporto presenta inoltre un'analisi approfondita di alcune tematiche specifiche: l'integrazione e la vigilanza bancaria nell'Unione europea, i *covered bond* europei, l'armonizzazione del settore del *post-trading*, le implicazioni dell'integrazione e dello sviluppo dei mercati finanziari per la stabilità. 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 nel 2009.

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, responsabili delle politiche ed esponenti delle banche centrali. La tredicesima conferenza del *network*, dal titolo *Macro-prudential Regulation as an Approach to Contain Systemic Risk: Economic Foundations, Diagnostic Tools and Policy Instruments*, è stata ospitata dalla BCE a Francoforte il 27-28 settembre 2010. Come già negli anni precedenti, la BCE ha assegnato, nell'ambito del *network*, cinque borse di studio (*Lamfalussy Fellowship*) 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

SEPA

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.

A ottobre 2010 l'Eurosistema ha pubblicato il settimo rapporto sullo stato di avanzamento della SEPA²², che valuta i progressi compiuti nell'attuazione dell'Area unica dei pagamenti in euro rispetto al precedente rapporto pubblicato nel novembre 2008, evidenziando i successi e segnalando le carenze. In un allegato al rapporto è stato riportato un elenco (non esaustivo) delle

²¹ *Financial integration in Europe*, BCE, aprile 2010.

²² *Single Euro Payments Area: Seventh Progress Report – Beyond theory into practice*, BCE, ottobre 2010, disponibile sul sito Internet della BCE.

tappe che l'Eurosistema ritiene vadano raggiunte tra il quarto trimestre del 2010 e la fine del 2013 per agevolare il completamento dell'attuazione della SEPA e la conseguente migrazione. Le principali conclusioni del rapporto riguardano il passaggio ai bonifici e agli addebiti diretti SEPA, le carte di pagamento, l'innovazione e la sicurezza dei pagamenti al dettaglio. Per quanto riguarda questi ultimi, tra l'altro, l'Eurosistema ha costituito un *forum* volto a monitorare gli sviluppi del mercato e promuovere l'armonizzazione degli obiettivi in materia di sicurezza in Europa. L'Eurosistema ha inoltre accolto con favore l'iniziativa della Commissione europea di imporre all'interno di un regolamento dell'UE un termine ultimo per la migrazione²³.

I bonifici SEPA hanno rappresentato il 13,9 per cento del totale dei pagamenti in euro effettuati mediante bonifico a dicembre 2010. Gli indicatori nazionali sui bonifici SEPA, che si aggiungono a quello relativo all'area dell'euro, segnalano che il grado di diffusione di tali strumenti varia ancora notevolmente da un paese all'altro²⁴. Per quanto concerne gli addebiti diretti SEPA, introdotti a novembre 2009, il loro utilizzo è rimasto piuttosto modesto e ben inferiore all'1 per cento del totale dei pagamenti in euro effettuati mediante addebito diretto a dicembre 2010.

L'introduzione del bonifico e dell'addebito diretto SEPA ha posto le premesse per ulteriori innovazioni in ambiti quali la fatturazione elettronica, i pagamenti via cellulare e le soluzioni di pagamento *online* a livello paneuropeo. Nel 2010 l'Eurosistema ha discusso con gli operatori di mercato lo stato di avanzamento delle varie iniziative in materia di pagamenti innovativi. A questo scopo, la BCE ha condotto un'indagine *online* eSEPA in collaborazione con le BCN per meglio conoscere le varie soluzioni disponibili nei diversi paesi.

Si rendono necessari ulteriori progressi, soprattutto nell'ambito della SEPA per le carte di pagamento. Un elemento essenziale è costituito dal completamento della migrazione verso lo standard EMV²⁵ per le carte munite

di *chip*, i distributori automatici di contante e i terminali dei punti vendita, per cui il mercato ha fissato autonomamente una scadenza alla fine del 2010. Gli indicatori relativi alle carte SEPA segnalano che un gran numero di paesi ha già completato la migrazione verso EMV. Nel 2010 è stata organizzata una seconda riunione con i soggetti coinvolti su un quadro di riferimento per la certificazione SEPA per carte e terminali, allo scopo di realizzare un processo unico di valutazione e certificazione. L'Eurosistema ha inoltre fatto ulteriore chiarezza sul principio di separazione tra i circuiti di carte e i servizi di *processing*. Esso si attende che almeno un altro circuito europeo di carte arrivi a soddisfare i requisiti dell'Eurosistema stesso e degli altri soggetti coinvolti, in modo da realizzare un mercato concorrenziale delle carte di pagamento all'interno della SEPA; varie iniziative di mercato sono già in fase di sviluppo e continueranno a essere seguite nel tempo.

A marzo 2010 l'Eurosistema e la Commissione europea hanno deciso di costituire il Consiglio SEPA, che dovrà assicurare un'adeguata *governance* del progetto SEPA e un maggiore coinvolgimento degli utenti finali. Il nuovo organismo di coordinamento, copresieduto dalla BCE e dalla Commissione europea, riunisce rappresentanti ad alto livello dal lato dell'offerta e della domanda del mercato dei pagamenti²⁶.

I MERCATI DEI TITOLI DI DEBITO

In Europa il mercato dei titoli a breve termine ha natura per lo più nazionale. L'iniziativa STEP (Short-Term European Paper), portata avanti dagli operatori di mercato sotto gli auspici

23 Per ulteriori dettagli, cfr. *La consulenza sull'assetto normativo e regolamentare del sistema finanziario e l'attività di regolamentazione diretta* nel presente capitolo.

24 Una massa critica, vale a dire una quota di mercato superiore al 50 per cento, è stata raggiunta soltanto nel Lussemburgo e a Cipro. In altri tre paesi (Slovenia, Belgio e Spagna) la quota di mercato ha raggiunto livelli a due cifre.

25 Per "standard EMV" si intende una serie di specifiche sviluppate dal consorzio EMVCo, che promuove la standardizzazione internazionale delle operazioni finanziarie svolte per via elettronica e in particolare l'interoperabilità mondiale delle carte munite di *chip*. "EMV" sta per "Europay, MasterCard e Visa".

26 Per ulteriori dettagli, cfr. il sito Internet del Consiglio SEPA (<http://www.sepacouncil.eu>).

della Federazione Bancaria Europea e dell'ACI-Financial Markets Association, e sotto la guida dello STEP Market Committee, promuove dal 2001 l'integrazione del mercato dei titoli a breve termine attraverso l'elaborazione di una serie di standard e prassi di mercato applicabili su base volontaria ai programmi di emissione nei mercati della carta commerciale, ad esempio in quelli per gli ECP (Euro Commercial Paper) o i TCN (Titres de Créance Négociable) francesi.

L'Eurosistema ha appoggiato l'iniziativa STEP in due modi. In primo luogo, fino a giugno 2010 e sulla base di accordi temporanei, ha assistito il Segretariato STEP per quanto riguarda il marchio STEP. La responsabilità ultima per l'attribuzione e la revoca del marchio ha tuttavia continuato a competere interamente al Segretariato, che da luglio 2010 è passato a gestire autonomamente il processo. In secondo luogo, la BCE produce statistiche sul mercato STEP (cfr. la sezione 4 del capitolo 2).

I titoli di debito STEP sono passati relativamente indenni attraverso le turbolenze del mercato finanziario e le loro consistenze totali a dicembre 2010 erano pari a 411 miliardi di euro, leggermente superiori al livello di un anno prima. Questa costante evoluzione del mercato è dovuta al fatto che i criteri STEP possono essere applicati anche agli altri programmi di mercato esistenti e che STEP è accettato dall'Eurosistema come mercato non regolamentato ai fini della costituzione delle garanzie. La decisione adottata dal Consiglio direttivo della BCE nell'ottobre 2008 di ampliare provvisoriamente la lista di attività stanziabili in garanzia nelle operazioni di credito dell'Eurosistema anche ai titoli STEP emessi dalle banche (vale a dire, ai certificati di deposito) è stata sospesa a decorrere dal 1° gennaio del 2011.

Successivamente all'introduzione del marchio STEP nel 2006, erano operativi 173 programmi STEP nel dicembre 2010.

Nel 2010, per aumentare la trasparenza in materia di attività cartolarizzate (*asset-backed*

securities, ABS), l'Eurosistema ha avviato una consultazione pubblica sull'introduzione di un requisito di ammissibilità per gli *originator* di ABS a fornire dati a livello di singole attività sottostanti a tali strumenti. La risposta alla consultazione è stata generalmente positiva e la BCE ha continuato a impegnarsi per l'attuazione di tale requisito. A dicembre 2010, il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di introdurre obblighi di informativa sui singoli prestiti per le ABS nel sistema delle garanzie dell'Eurosistema. Un mercato delle cartolarizzazioni che operi correttamente, sorretto dalla standardizzazione e da una maggiore trasparenza, contribuisce alla completezza del sistema finanziario europeo e favorisce l'integrazione poiché accresce la comparabilità degli strumenti oltre i confini nazionali.

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

La BCE ha continuato a prendere parte sia al *Clearing and Settlement Advisory Monitoring Expert Group II* (CESAME II) della Commissione europea sia all'*Expert Group on Market Infrastructures* (EGMI) che lo ha sostituito. L'EGMI ha il mandato di contribuire allo sviluppo di un mercato del *post-trading* efficiente, sicuro e solido all'interno dell'UE fornendo la propria consulenza alla Commissione europea su varie questioni connesse ai servizi di *post-trading* e alle infrastrutture di mercato nell'UE. Questi lavori sono strettamente connessi all'attuazione di *Target2-Securities* (T2S, la futura piattaforma dell'Eurosistema che offrirà servizi essenziali, neutrali e senza barriere nazionali per il regolamento delle operazioni in titoli) e si propongono di favorire l'armonizzazione nel 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. Esso ha ripetutamente richiamato l'attenzione sulla necessità di stabilire una scadenza finale realistica seppur ambiziosa per la migrazione verso i bonifici e gli addebiti diretti SEPA in modo da

poter fruire dei vantaggi offerti da quest'ultima e ha sostenuto la proposta della Commissione intesa a fissare tale scadenza attraverso un regolamento dell'UE²⁷. L'Eurosistema si attende che i bonifici e gli addebiti diretti SEPA diventino gli schemi utilizzati per i pagamenti in euro all'interno dell'UE. Dopo il termine ultimo per la migrazione, essi sostituiranno i preesistenti schemi nazionali di bonifico e addebito diretto per i pagamenti in euro.

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

Target2, la seconda generazione del sistema dei pagamenti all'ingrosso dell'Eurosistema, è la prima infrastruttura di mercato completamente integrata e armonizzata a livello europeo. L'Eurosistema ha continuato ad apportarvi dei miglioramenti e a novembre 2010 ne ha introdotto una nuova versione (cfr. sezione 2.1 del capitolo 2).

T2S avrà un impatto significativo sull'armonizzazione e l'integrazione del settore del *post-trading* in Europa. T2S rimuoverà molte delle "barriere Giovannini"²⁸ presenti nella compensazione e nel regolamento a livello transfrontaliero, tra l'altro 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 2010 vari gruppi di lavoro dell'*Advisory Group* di T2S, composti da esperti dell'Eurosistema e del settore, hanno continuato a impegnarsi nello sviluppo e nell'introduzione di standard e prassi di mercato per l'armonizzazione delle istruzioni e dei processi nel quadro di T2S. Con il progredire dei lavori per la realizzazione di T2S, sono stati di volta in volta individuati nuovi ambiti che necessitano di armonizzazione; essi sono stati affrontati direttamente nel contesto del progetto oppure riferiti al CESAME II o al suo successore, l'EGMI (cfr. sezione 2.2 del capitolo 2), ovvero ad altri organismi competenti.

Infine, nel settore della gestione delle garanzie, sono proseguiti nel 2010 i lavori finalizzati alla realizzazione di una piattaforma unica, il Sistema per la gestione delle garanzie delle banche centrali (*Collateral Central Bank Management*, CCBM2) per le BCN dell'area dell'euro, allo scopo di consolidare e accrescere l'efficienza dei sistemi interni dell'Eurosistema e migliorare la gestione della liquidità e delle garanzie da parte delle controparti (cfr. sezione 2.3 del capitolo 2).

27 Cfr. la proposta di regolamento del Parlamento e del Consiglio che fissa i requisiti tecnici per i bonifici e gli addebiti in euro e che modifica il regolamento (CE) n. 924/2009 (COM(2010) 775 definitivo), presentata dalla Commissione europea e disponibile sul sito Internet di quest'ultima (<http://ec.europa.eu>).

28 Per "barriere Giovannini" si intende una serie di ostacoli all'integrazione dell'infrastruttura dell'UE per la compensazione e il regolamento individuati dal Gruppo Giovannini, un forum di esperti finanziari con funzioni consultive per la Commissione europea. Le barriere specificamente individuate sono descritte in due rapporti del Gruppo: *Cross-border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*, novembre 2001, e *Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements*, aprile 2003. Cfr. anche il sito Internet della Commissione europea (<http://ec.europa.eu>).

4 LA SORVEGLIANZA SULLE INFRASTRUTTURE 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'efficienza dei flussi di pagamento 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, delle controparti centrali operanti in euro e degli strumenti di pagamento sottoponendoli a sorveglianza, valutandoli e, ove necessario, inducendo cambiamenti.

A settembre 2010 la BCE ha pubblicato il libro *The payment system – payments, securities and derivatives and the role of the Eurosystem*, che descrive in modo esauriente i concetti fondamentali relativi alle infrastrutture di mercato, la situazione dell'area dell'euro e il ruolo dell'Eurosistema compresa – fra l'altro – la sua attività di sorveglianza.

4.1 I SISTEMI DI PAGAMENTO ALL'INGROSSO E I FORNITORI DI SERVIZI DI INFRASTRUTTURE

I sistemi di pagamento all'ingrosso costituiscono la colonna portante dell'infrastruttura di mercato dell'area dell'euro e svolgono un ruolo considerevole 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 all'ingrosso che trattano operazioni in euro, sia propri sia gestiti da privati. Tale assetto si fonda sui Principi

fondamentali per i sistemi di pagamento di importanza sistemica (*Core Principles for Systemically Important Payment Systems*, CPSIPS) elaborati dal Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento (*Committee on Payment and Settlement Systems*, CPSS), adottati dal Consiglio direttivo nel 2001 e accettati a livello mondiale. I CPSIPS sono integrati dalle Aspettative in materia di sorveglianza sulla continuità operativa (*Business Continuity Oversight Expectations*, BCOE) dei sistemi di pagamento di importanza sistemica adottate dal Consiglio direttivo nel 2006 fissando il termine ultimo per la loro attuazione entro giugno 2009.

I risultati operativi complessivi e l'erogazione di servizi da parte delle principali infrastrutture di pagamento che regolano operazioni in euro (Target2, Euro1 e il sistema *Continuous Linked Settlement*, CLS) e dei fornitori di servizi di infrastruttura (come SWIFT) sono stati stabili e hanno mostrato capacità di tenuta nel 2010.

TARGET2

Nel 2010 le autorità dell'Eurosistema responsabili della sorveglianza su Target2 si sono concentrate sugli aspetti di rischio operativo che, secondo lo strumento per la definizione delle priorità sulla base dei rischi (*Risk-Based Prioritisation Tool*)²⁹, richiedevano la massima attenzione. Una delle principali attività svolte è pertanto consistita nel completamento della valutazione alla luce delle BCOE. Essa conferma come il quadro di riferimento per la continuità operativa di Target2 sia complessivamente ben consolidato e tale da garantire un livello di tenuta sufficientemente elevato e costante nel tempo, ma raccomanda il miglioramento di alcune sue parti. Le autorità hanno inoltre discusso con l'operatore il seguito da dare alla valutazione esaustiva svolta nel 2009 e, in particolare, alle raccomandazioni connesse al quadro di riferimento per la continuità operativa. In aggiunta, nel contesto delle regolari attività di sorveglianza, è stata rivista la metodologia per il monitoraggio degli incidenti.

²⁹ Il *Risk-Based Prioritisation Tool*, che consente alle autorità di sorveglianza di concentrare l'attenzione sulle componenti e le aree esposte ai rischi maggiori, viene applicato a Target2 dal 2009.

Il 22 novembre 2010 è altresì entrata in vigore una nuova versione del software di Target2, dopo il completamento – da parte delle autorità di sorveglianza – dell’esame delle funzionalità aggiuntive (e, in particolare, dell’offerta di accesso al sistema mediante Internet) alla luce dei CPSIPS applicabili. Le autorità hanno concluso che, nell’insieme, la nuova versione non influirà in senso negativo sulla conformità di Target2 ai CPSIPS e che diverse modifiche apportate eliminano talune debolezze del sistema e si tradurranno in servizi migliori per gli utenti.

Il Simulatore di Target2, uno strumento analitico basato sui dati relativi ai singoli pagamenti, è stato gradualmente introdotto presso le banche centrali dell’Eurosistema a partire dal 1° luglio 2010. Nello specifico, una volta perfezionato, esso consentirà alle autorità di sorveglianza di replicare fedelmente e sottoporre a prove di stress il processo di regolamento di Target2 utilizzando dati paneuropei relativi all’operatività del sistema, comprese tutte le transazioni e le informazioni sulla liquidità e sugli operatori.

EURO1

Euro1 è un sistema di pagamento per le operazioni nazionali e transfrontaliere all’ingrosso in euro fra banche operanti nell’UE. Gestito da EBA CLEARING, la società di compensazione dell’Associazione bancaria per l’euro, Euro1 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.

Nel 2010 sono state svolte tre attività di sorveglianza principali connesse a Euro1. In primo luogo è stata completata la verifica di conformità del sistema alle BCOE e sono state di conseguenza formulate alcune raccomandazioni di rilevanza modesta all’indirizzo di EBA CLEARING per interventi atti a garantire un allineamento completo. In secondo luogo la BCE – in stretta cooperazione con Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France, Banca d’Italia e De Nederlandsche

Bank – ha avviato una valutazione esauriente della conformità di Euro1 ai CPSIPS. Infine la BCE e la Banca d’Italia hanno analizzato un’importante modifica apportata a Euro1 nel 2010, consistente nella migrazione del regolamento delle posizioni di fine giornata dalla *Participant Interface* basata su FIN verso l’*Ancillary System Interface* (ASI) basata su XML in Target2. Dalla valutazione è emerso che la migrazione non avrebbe influito negativamente sulla conformità di Euro1 ai CPSIPS. Euro1 regola le proprie attività giornaliere in Target2 attraverso l’ASI dal 7 giugno del 2010 senza evidenziare alcuna criticità e ha, nel complesso, funzionato ordinatamente per tutto il 2010.

IL SISTEMA CONTINUOUS LINKED SETTLEMENT

Il sistema *Continuous Linked Settlement*, 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 il rischio di capitale associato al regolamento delle operazioni valutarie. Attualmente CLS effettua regolamenti in 17 divise 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 sorveglianza cooperativa cui partecipano anche le banche centrali del G10 e quelle di emissione delle valute trattate dal sistema. Nell’ambito di questo accordo, alla BCE (in stretta cooperazione con le BCN dell’area dell’euro) spetta la responsabilità primaria per la sorveglianza sul regolamento delle operazioni in euro effettuato da CLS.

Nel 2010 l’attività di sorveglianza cooperativa su CLS è stata dedicata principalmente a migliorare la capacità operativa del sistema (come reazione

ai picchi di transazioni giornaliere raggiunti in maggio) e a monitorare le nuove iniziative e i nuovi sviluppi nell'attività di CLS.

SWIFT

SWIFT è importante in una prospettiva di stabilità finanziaria, poiché 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 su SWIFT operante nel quadro del G10 e contribuisce a varie attività di sorveglianza svolte dal gruppo di sorveglianza cooperativa, nel quale la Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique riveste il ruolo di principale autorità competente. Nel 2010 il gruppo si è concentrato sulla fase attuativa del *Distributed Architecture Programme* – inteso a ridefinire l'architettura tecnica di SWIFT in un'ottica distribuita – soprattutto attraverso l'introduzione di due zone di messaggistica (europea e transatlantica), la costruzione di una sede operativa aggiuntiva in Europa e la costituzione di un nuovo centro di comando e controllo in Asia. Fra le altre attività di rilievo svolte nel 2010 figurano: il riesame dell'operatività e della disponibilità dei servizi di SWIFT; il monitoraggio dei nuovi progetti che potrebbero avere impatti sulla riservatezza, l'integrità e la disponibilità dei servizi critici di SWIFT; il riesame dei possibili effetti sulla tenuta e la disponibilità dei servizi di messaggistica prodotti da un programma di ottimizzazione dei costi varato da SWIFT. Il livello di disponibilità della rete SWIFTNet FIN nel 2010 è stato pari al 99,99 per cento.

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.

STEP2 è un sistema di pagamento al dettaglio per i pagamenti transfrontalieri in euro gestito

da EBA CLEARING, nei confronti del quale la BCE svolge il ruolo di principale autorità di sorveglianza. Nel 2010 la BCE ha continuato a monitorare i servizi offerti da tale sistema, assicurandone la disponibilità e il regolare funzionamento. Un importante sviluppo nell'anno è rappresentato dall'introduzione di una nuova funzionalità multi-ciclo per i bonifici SEPA, che consente alle banche che utilizzano STEP2 di scambiare e regolare tali operazioni più volte al giorno.

Nel 2010 l'Eurosistema ha proseguito la valutazione dei singoli schemi delle carte di pagamento esistenti nell'area dell'euro in base agli standard di sorveglianza adottati per tali circuiti nel gennaio del 2008. Successivamente all'effettuazione di una revisione incrociata (*peer review*), nel 2011 dovrebbe essere pubblicato un rapporto contenente i risultati complessivi della valutazione.

L'Eurosistema ha pubblicato la versione finale degli assetti della sorveglianza sugli schemi di bonifico e di addebito diretto, che si applicherà ai bonifici e agli addebiti diretti SEPA. Anche le singole BCN possono, se lo ritengono opportuno, applicare tali criteri alla sorveglianza sugli strumenti di pagamento nazionali (non SEPA).

4.3 LA COMPENSAZIONE E IL REGOLAMENTO DELLE TRANSAZIONI IN TITOLI E 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 e custodia degli strumenti stanziati in garanzia nelle operazioni di credito con l'Eurosistema potrebbero pregiudicare l'attuazione della politica monetaria, l'ordinato funzionamento dei sistemi di pagamento e il mantenimento della stabilità finanziaria.

INFRASTRUTTURE DI MERCATO PER I DERIVATI NEGOZIATI FUORI BORSA

Nel 2010 sono state svolte numerose attività intese a dare un seguito agli annunci con i quali il G20 riunitosi a Pittsburgh e Toronto si impegnava a garantire progressi effettivi verso la contrattazione elettronica, il ricorso alle controparti centrali per i derivati standardizzati negoziati fuori dai mercati regolamentati (*over-the-counter*, OTC) e la segnalazione di tutti i contratti OTC ai *trade repository*. Tra le attività realizzate figurano iniziative legislative in giurisdizioni importanti – quali, in particolare, l'UE e gli Stati Uniti – aventi l'obiettivo di stabilire obblighi vincolanti di compensazione centralizzata per tutti i derivati OTC idonei, assicurare l'effettiva segnalazione di tutti i contratti ai *trade repository* e introdurre requisiti intesi a garantire la sicurezza e la solidità finanziaria delle infrastrutture per i derivati OTC. Nell'UE, dove il quadro comune per le controparti centrali era stato precedentemente basato sulle raccomandazioni non vincolanti del SEBC e del Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (*Committee of European Securities Regulators*, CESR), le iniziative legislative concernenti le infrastrutture per i derivati OTC sono state affiancate da proposte concernenti una serie più ampia di regole comuni per le controparti centrali dell'UE applicabili a tutte le tipologie di prodotti finanziari. Il 15 settembre 2010 la Commissione europea ha pubblicato una proposta di regolamento sui derivati OTC, le controparti centrali e i *trade repository* elaborata con lo stretto coinvolgimento della BCE. Un contributo dell'Eurosistema alla consultazione della Commissione sulla materia è stato pubblicato a luglio 2010.

Al fine di sostenere la convergenza degli approcci normativi nelle varie giurisdizioni, gli organismi internazionali competenti per la fissazione degli standard si sono fortemente impegnati nello sviluppo di orientamenti comuni in materia di infrastrutture per i derivati OTC. A maggio 2010 il CPSS e l'Organizzazione internazionale delle Commissioni di controllo sui valori mobiliari (*International Organization*

of Securities Commissions, IOSCO) hanno diffuso due documenti per la consultazione pubblica, dal titolo *Guidance on the application of the 2004 CPSS-IOSCO Recommendations for Central Counterparties to OTC derivatives CCPs* e *Considerations for trade repositories in OTC derivatives markets*. I risultati di questo lavoro, copresieduto dalla BCE, saranno introdotti nel riesame generale degli standard internazionali per le infrastrutture del mercato finanziario svolto dal CPSS e dallo IOSCO e una bozza degli standard rivisti dovrebbe essere pubblicata a fini di consultazione agli inizi del 2011. Per la natura globale dei mercati dei derivati OTC e la conseguente esigenza di evitare qualunque possibilità di arbitraggio normativo, è essenziale fare in modo che tutte le norme nazionali e regionali siano attuate in modo tale da assicurare un grado elevato di congruenza con gli standard CPSS-IOSCO.

Allo stesso scopo, il Consiglio per la stabilità finanziaria (*Financial Stability Board*, FSB) ha formulato delle proposte che intendono garantire un approccio comune delle autorità verso l'attuazione delle raccomandazioni del G20 intese a promuovere la standardizzazione, la compensazione centralizzata, la negoziazione su piattaforme organizzate e la segnalazione dei contratti OTC ai *trade repository*. La BCE ha partecipato al gruppo di lavoro dell'FSB che ha elaborato tali proposte, rese pubbliche il 25 ottobre 2010.

TARGET2-SECURITIES

Target2-Securities (T2S) è un'infrastruttura intesa a fornire un unico *pool* di titoli, nonché un processo di regolamento centrale e neutrale.

Informazioni più dettagliate riguardanti sia la concezione sia l'assetto operativo e giuridico di T2S sono state pubblicate nel corso del 2010 e l'Eurosistema ha organizzato dei seminari, con la partecipazione di rappresentanti di banche centrali e autorità di vigilanza, aventi lo scopo di vagliare le criticità che potrebbero derivare per le infrastrutture di pagamento e gli SDA dall'utilizzo dei servizi di T2S. Inoltre, dal momento che questa piattaforma offrirà

servizi transfrontalieri per SDA e infrastrutture di pagamento sia all'interno sia all'esterno dell'area dell'euro, un numero elevato di autorità di vigilanza e sorveglianza competenti – assieme alle banche centrali di emissione delle valute ammesse al regolamento in T2S – sarà interessato a ricevere informazioni da T2S per poter assolvere gli obblighi previsti dai rispettivi statuti. Finora, tutte le autorità competenti hanno sostenuto l'idea di creare un quadro di cooperazione per la sorveglianza e la vigilanza sui 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 hanno avviato un riesame preliminare del progetto di T2S durante la fase di sviluppo.

4.4 ALTRE ATTIVITÀ

A settembre 2010 la BCE ha pubblicato un rapporto che riassume i risultati di un'articolata valutazione dell'utilizzo delle BCOE da parte di infrastrutture di pagamento di importanza sistemica operanti nei paesi dell'area dell'euro. Oltre a Target2 ed Euro1, la valutazione ha riguardato le infrastrutture di pagamento al dettaglio di importanza sistemica. I risultati hanno confermato che le disposizioni in materia di continuità operativa e comunicazione in caso di crisi poste in essere dalle infrastrutture esaminate sono conformi a standard elevati. Sono state formulate delle raccomandazioni intese ad affrontare una serie di carenze che non pongono rischi significativi.



La Grossmarkthalle ospiterà il centro visitatori, la mensa per il personale, il bar e le sale conferenze. Questi spazi saranno integrati nella hall come singoli edifici, con una soluzione di “casa nella casa”. Per sostenere tali edifici è necessario realizzare una nuova struttura all’interno della Grossmarkthalle, pertanto il pavimento originale e le relative sottostrutture sono state demolite nel 2010.

CAPITOLO 5

**LE TEMATICHE
EUROPEE**

I LE TEMATICHE RELATIVE ALLE POLITICHE ECONOMICHE

Nel 2010 la BCE ha continuato a tenere contatti regolari con istituzioni e consessi europei, in particolare il Parlamento europeo, 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 ogni qualvolta venivano discusse tematiche inerenti agli obiettivi e ai compiti del SEBC. È stato inoltre invitato a presenziare alle riunioni del Consiglio europeo, nonché agli incontri informali a livello di capi di Stato o di governo quando venivano affrontate questioni connesse alla risposta di *policy* dell'UE 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 nei casi in cui lo hanno ritenuto opportuno.

LA RISPOSTA DELLE POLITICHE ECONOMICHE DELL'UE ALLA CRISI FINANZIARIA

La crisi economica e finanziaria è entrata in una nuova fase agli inizi del 2010, quando gli squilibri di bilancio in alcuni paesi dell'area dell'euro hanno cominciato a riflettersi in crescenti tensioni nei mercati del debito sovrano. In particolare, l'incremento dei rendimenti sulle obbligazioni sovrane della Grecia ha generato il rischio di effetti negativi di contagio che hanno minacciato di mettere a repentaglio la stabilità più ampia dell'area dell'euro. In risposta a tale situazione, il 2 maggio i paesi dell'area dell'euro hanno deciso di attivare, congiuntamente con l'FMI, un programma di sostegno finanziario triennale per la Grecia¹. Il piano finanziario ha messo a disposizione prestiti bilaterali concessi dai paesi dell'area dell'euro per 80 miliardi di euro e un accordo *stand-by* con l'FMI fino a 30 miliardi di euro. L'erogazione dei fondi è stata subordinata all'attuazione, da parte delle autorità greche, dell'ambizioso programma di risanamento dei conti pubblici e di profonde riforme strutturali negoziato dalla Commissione europea, in raccordo con la BCE, e dall'FMI². La BCE ha preso parte alle relative missioni di valutazione in Grecia insieme alla Commissione europea e all'FMI.

Nonostante questi provvedimenti, le tensioni nei mercati finanziari hanno continuato ad acuirsi registrando una brusca impennata il 6 e 7 maggio. In risposta alla situazione creatasi, il 7 maggio i capi di Stato o di governo dell'area dell'euro hanno incaricato il Consiglio Ecofin di creare un meccanismo di stabilizzazione a tutela della stabilità finanziaria in Europa. Il 9 maggio gli Stati membri hanno deciso di istituire due strumenti generali intesi a offrire sostegno finanziario ai paesi dell'UE colpiti da gravi turbolenze economiche o finanziarie. Innanzitutto, il Consiglio Ecofin ha adottato un regolamento che istituisce un Meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria (MESF), il quale consente alla Commissione europea di raccogliere fino a 60 miliardi di euro per conto dell'UE allo scopo di offrire sostegno finanziario agli Stati membri che versano o rischiano di versare in gravi difficoltà a causa di circostanze eccezionali al di fuori del loro controllo. In secondo luogo, i paesi dell'area dell'euro hanno istituito, su base intergovernativa, uno strumento europeo per la stabilità finanziaria (European Financial Stability Facility, EFSF), che si configura come una società a responsabilità limitata autorizzata a emettere titoli di debito, garantiti *pro quota* dai paesi dell'area dell'euro fino a un importo complessivo di 440 miliardi di euro, per finanziare prestiti ai paesi dell'area dell'euro. Il credito erogato nell'ambito del MESF e dell'EFSF è vincolato al rispetto di condizioni rigorose e rientra nel contesto di programmi congiunti con l'FMI, che dovrebbe fornire un finanziamento pari almeno al 50 per cento del contributo dell'UE/area dell'euro a ciascun programma.

Il 21 novembre l'Irlanda ha chiesto assistenza finanziaria all'FMI, all'UE e ai paesi dell'area dell'euro. La BCE ha accolto favorevolmente la richiesta e ha convenuto con la Commissione

¹ La Slovacchia ha deciso di non partecipare al programma.

² Per l'importo dei prestiti in essere erogati alla Grecia, cfr. capitolo 2 Sezione 6.3.

europea, il Consiglio Ecofin e l'Eurogruppo che era necessario offrire sostegno all'Irlanda per preservare la stabilità finanziaria nell'UE e nell'area dell'euro. Il programma è stato concordato con le autorità irlandesi dalla Commissione e dall'FMI, in raccordo con la BCE, ed è vincolato al rispetto di condizioni rigorose.

Il 16 e 17 dicembre il Consiglio europeo ha deciso di introdurre un Meccanismo europeo di stabilità (MES) in sostituzione dell'EFSF e del MESF con decorrenza dal giugno 2013. Ha invitato i ministri delle finanze dell'area dell'euro e la Commissione a ultimare entro marzo 2011 i lavori sull'accordo intergovernativo inteso a istituire il MES. I paesi esterni all'area dell'euro potranno, se lo desiderano, partecipare ai lavori. Essi potranno prendere parte alle operazioni effettuate dal Meccanismo sulla base di decisioni *ad hoc*. Il Consiglio europeo, per dar seguito a tale decisione, ha approvato il testo di una modifica limitata del Trattato che sarà adottata mediante la procedura di revisione semplificata.

IL PATTO DI STABILITÀ E CRESCITA

Il 16 febbraio il Consiglio Ecofin ha assunto alcune decisioni nell'ambito del quadro di riferimento per la sorveglianza dei conti pubblici nei confronti di due paesi dell'area dell'euro (Grecia e Malta) e cinque paesi esterni all'area (Lettonia, Lituania, Ungheria, Polonia e Romania). Il Consiglio ha prorogato la scadenza per la correzione dei disavanzi eccessivi dal 2010 al 2011 per quanto concerne Malta e dal 2011 al 2012 per Lituania e Romania, a causa di un deterioramento delle rispettive economie più grave delle attese. Quanto a questi ultimi due paesi, il 19 ottobre il Consiglio ha verificato l'adeguatezza delle azioni intraprese e ha ritenuto non necessario intraprendere ulteriori provvedimenti nell'ambito delle procedure per i disavanzi eccessivi (PDE). Inoltre, il Consiglio ha valutato le azioni intraprese da Lettonia, Ungheria e Polonia e ha deciso che tutti e tre i paesi fino a quel momento avevano agito in conformità alle raccomandazioni formulate nel quadro delle PDE e che non erano necessari

nuovi provvedimenti. Alla Grecia il Consiglio ha rivolto una raccomandazione, che ha reso pubblica, in riferimento agli indirizzi di massima per le politiche economiche. Ha individuato inoltre una serie di misure strutturali e di bilancio che questo paese dovrà adottare per correggere il disavanzo eccessivo entro il 2012. La Grecia è stata poi invitata a presentare al Consiglio e alla Commissione europea un rapporto in cui si descrivono in maggiore dettaglio gli interventi con la relativa tempistica di attuazione per conseguire gli obiettivi di bilancio per il 2010. Infine, la Grecia deve riferire periodicamente e in forma pubblica sulle misure adottate³.

In maggio, dopo una notevole volatilità dei mercati del debito sovrano, gli Stati membri hanno espresso la loro ferma determinazione politica a risanare le finanze pubbliche. Nella dichiarazione resa il 7 maggio, i capi di Stato o di governo dell'area dell'euro hanno evidenziato il loro impegno ad assicurare la stabilità, l'unità e l'integrità dell'area e hanno deciso di adottare tutte le misure necessarie a conseguire obiettivi di bilancio in linea con le raccomandazioni formulate nel quadro delle PDE. Nelle conclusioni del Consiglio Ecofin del 9 maggio gli Stati membri hanno ribadito il forte impegno ad accelerare il risanamento dei conti pubblici, ove necessario.

Il 13 luglio il Consiglio ha constatato l'esistenza di disavanzi eccessivi in altri due paesi dell'area dell'euro (Cipro e Finlandia) nonché in due paesi che non ne fanno parte (Bulgaria e Danimarca) e ha fissato il termine (2011 per Bulgaria e Finlandia, 2012 per Cipro e 2013 per la Danimarca) entro il quale riportare il rispettivo disavanzo pubblico al di sotto del valore di riferimento del 3 per cento del PIL. Il Consiglio ha altresì valutato le azioni intraprese da 11 paesi dell'area dell'euro (Belgio, Germania, Irlanda, Spagna, Francia, Italia, Paesi Bassi, Austria, Portogallo, Slovenia e Slovacchia) e da due paesi non appartenenti all'area (Repubblica Ceca e Regno Unito) sottoposti a

³ Il 10 maggio 2010 il Consiglio ha posticipato il termine per la correzione del disavanzo eccessivo al 2014.

PDE. Ha stabilito che tutti i paesi fino a quel momento avevano agito in conformità alle raccomandazioni formulate nel quadro delle PDE e che in tale fase non fossero necessari nuovi provvedimenti nell'ambito delle stesse. Ciò nonostante nel caso dell'Irlanda il Consiglio ha deciso il 7 dicembre di prorogare di un anno, al 2015, il termine per la correzione del disavanzo eccessivo, in considerazione degli imprevisti eventi economici sfavorevoli con importanti conseguenze negative per le finanze pubbliche.

In seguito a queste decisioni, tutti gli Stati membri, ad eccezione di Estonia, Lussemburgo e Svezia, sono stati sottoposti a PDE, con scadenze per la correzione comprese tra il 2011 e il 2015.

La BCE accoglie con favore le decisioni relative alle nuove PDE. Quanto alla valutazione dell'efficacia delle azioni, l'aggiustamento strutturale nel 2010 per taluni paesi è stato in qualche misura inferiore a quanto richiesto nelle raccomandazioni del Consiglio, così come lo sono stati gli sforzi strutturali programmati.

LA STRATEGIA EUROPA 2020

Il 17 giugno il Consiglio europeo ha adottato "Europa 2020", una strategia per l'occupazione e una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva che si propone di innalzare la crescita potenziale e offrire agli Stati membri un quadro di riferimento coerente per l'attuazione delle riforme strutturali e la mobilitazione delle politiche e degli strumenti dell'UE. Prendendo le mosse dall'esperienza acquisita con la precedente strategia di Lisbona, ne affronta alcuni punti deboli, rafforzando in particolare il ruolo del Consiglio europeo e facendo maggiore affidamento sulle iniziative di *policy* a livello dell'UE, specie in relazione ai temi delle sette "iniziative faro". Per orientare la definizione delle politiche, il Consiglio europeo ha fissato una serie di obiettivi quantitativi da conseguire nell'orizzonte della strategia per quanto concerne occupazione, ricerca e sviluppo, cambiamento climatico e risorse energetiche,

istruzione e povertà. La strategia Europa 2020 sarà attuata a partire dagli inizi del 2011. La BCE è soddisfatta dei cambiamenti relativi alla *governance*, soprattutto per il ruolo di maggiore rilievo del Consiglio europeo e per l'introduzione del "semestre europeo". Durante tale periodo (che corrisponde ai primi sei mesi dell'anno) il Consiglio europeo individuerà le principali sfide economiche e fornirà una consulenza strategica sulle azioni da intraprendere, che gli Stati membri dovrebbero integrare nelle proprie politiche. Inoltre, la BCE accoglie con soddisfazione l'introduzione di nuovi strumenti quali il pilastro tematico a livello dell'UE, che si incentrerà sulle riforme strutturali nei settori dell'innovazione, della ricerca e dello sviluppo, delle risorse energetiche e del cambiamento climatico, dell'occupazione, dell'istruzione e dell'inclusione sociale. Il pilastro si avvale del contributo di sette iniziative faro proposte dalla Commissione, intese a sostenere gli sforzi di riforma degli Stati membri in questi settori, e dovrebbe rafforzare il quadro di riferimento per la sorveglianza degli Stati membri e favorire così il conseguimento degli obiettivi strategici. Tuttavia, non tutti gli elementi evidenziati nelle precedenti discussioni, come la necessità di una migliore comunicazione della strategia, sono stati altrettanto sviluppati in ogni loro aspetto. Come in precedenza, il successo della strategia dipenderà in ultima analisi dalla ferma attuazione da parte degli Stati membri di incisive strategie di riforma.

IL RILANCIO DEL MERCATO UNICO

Nel 2010 gli sforzi per completare il mercato unico all'interno dell'UE hanno ricevuto nuovo slancio. Mario Monti, già membro della Commissione europea incaricato, fra l'altro, di mercato interno, servizi finanziari e fiscalità, è stato invitato dal Presidente della Commissione, José Manuel Barroso, a predisporre un rapporto sul futuro del mercato unico. In tale documento, presentato nel maggio 2010, si invitano gli Stati membri dell'UE a superare la "stanchezza da integrazione" e a promuovere l'integrazione economica a livello dell'UE. A tal fine, il rapporto avanza una serie di proposte, fra cui

il completamento del mercato unico dei servizi e il rafforzamento del sostegno dei cittadini al mercato unico.

Facendo seguito al rapporto di Monti, la Commissione ha proposto in ottobre una serie di misure volte al rilancio del mercato unico sotto forma di “Atto per il mercato unico”. In linea con la strategia Europa 2020, l’obiettivo ultimo dell’iniziativa è di stimolare la crescita e promuovere l’occupazione negli Stati membri. Dopo una consultazione pubblica, la Commissione dovrebbe presentare proposte legislative nella primavera 2011. Fra le priorità avanzate rientrano la creazione di un brevetto europeo, l’accesso delle piccole e medie imprese ai mercati dei capitali e il reciproco riconoscimento delle qualifiche professionali. Inoltre, vi sono varie iniziative tese a ridurre le barriere al commercio elettronico e a promuovere la crescita dell’economia digitale. Unitamente all’applicazione della direttiva sui servizi in atto negli Stati membri, queste iniziative costituiscono tappe importanti verso un’unione economica più profonda e godono del pieno sostegno della BCE.

2 LE PROBLEMATICHE ISTITUZIONALI

Nel novembre 2010 il Parlamento europeo e il Consiglio hanno adottato la riforma dell'architettura della vigilanza nell'UE. Sono state istituite tre nuove autorità europee di vigilanza per rafforzare la vigilanza microprudenziale nel settore bancario (Autorità bancaria europea), in quello delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali) nonché in quello degli strumenti finanziari e dei mercati (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati), mentre il Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS) appena insediato potenzierà la vigilanza a livello macroprudenziale. Alla BCE è conferito l'incarico specifico di assolvere la funzione di segretariato del CERS. Ulteriori informazioni in proposito sono riportate nel capitolo 6.

3 IL RAFFORZAMENTO DELLA GOVERNANCE ECONOMICA NELL'UE

La crisi economica e finanziaria e le turbolenze nei mercati del debito sovrano hanno messo in evidenza anche le sfide per la *governance* economica dell'area dell'euro e dell'UE. Reagendo a questa situazione, nella riunione di marzo il Consiglio europeo ha conferito il mandato al suo Presidente, Herman Van Rompuy, di istituire, in collaborazione con la Commissione europea, una *task force* con rappresentanti degli Stati membri, della Presidenza a rotazione del Consiglio e della BCE al fine di formulare proposte volte a rafforzare il quadro di riferimento per la sorveglianza nell'UE, in particolare per quanto concerne i bilanci, e a migliorare il quadro di riferimento per la soluzione delle crisi. In giugno la BCE ha presentato una serie di proposte finalizzate al deciso rafforzamento delle strutture di *governance* e dei meccanismi attuativi nel contesto delle politiche economiche dell'area dell'euro.

Il rapporto della *task force* ha avanzato proposte in cinque ambiti: una maggiore disciplina in materia di bilancio, un ampliamento della sorveglianza economica per comprendere squilibri macroeconomici e competitività, un coordinamento più ampio e approfondito (in particolare durante il semestre europeo), un solido quadro per la gestione delle crisi, nonché istituzioni più forti per una maggiore efficacia della *governance* economica. In ottobre il Consiglio europeo ha approvato il rapporto della *task force* e ha invitato a riservare una "corsia preferenziale" all'adozione della normativa secondaria necessaria per l'attuazione delle relative raccomandazioni.

In questo contesto, già in settembre la Commissione ha avanzato alcune proposte riguardanti la riforma del quadro di riferimento per la sorveglianza dei conti pubblici e l'istituzione di un nuovo meccanismo di sorveglianza per individuare e correggere gli squilibri macroeconomici emergenti all'interno dell'UE e dell'area dell'euro. Inoltre, i capi di Stato o di governo hanno convenuto, il 28 e 29 ottobre, sulla necessità che gli Stati membri istituiscano un meccanismo permanente di

gestione delle crisi. Si prevede una modifica limitata del Trattato.

Pur rappresentando un rafforzamento del quadro di riferimento esistente per la sorveglianza macroeconomica e dei conti pubblici nell'UE, le proposte avanzate dalla Commissione non bastano ad assicurare quel "salto di qualità" invocato dall'Eurosistema verso una maggiore solidità dei fondamenti istituzionali dell'UEM e, quindi, verso un'unione economica più profonda, commisurata al grado di integrazione economica e interdipendenza già conseguito attraverso l'unione monetaria⁴. L'Eurosistema esprime particolare preoccupazione per il fatto che nell'attuazione delle procedure non vi sia sufficiente automaticità e chiede l'introduzione di misure politiche e reputazionali, oltre a sanzioni finanziarie per promuovere un'osservanza più tempestiva del quadro di sorveglianza. Inoltre, la qualità e l'indipendenza della sorveglianza dovrebbero essere valutate da un organo consultivo indipendente a livello dell'UE. Con riguardo alla sorveglianza dei conti pubblici, lo spazio discrezionale lasciato al Consiglio nella valutazione dell'esistenza di un disavanzo eccessivo o del criterio del debito dovrebbe essere ridotto e si dovrebbe valutare l'eventualità di revocare le modifiche al Patto di stabilità e crescita introdotte nel 2005, che concedono agli Stati membri un maggiore margine di azione nell'ambito del Patto. Inoltre, i vincoli fissati da ciascun paese per conseguire l'obiettivo di bilancio di medio termine dovrebbero essere rigorosi, in particolare per gli Stati membri con un alto debito pubblico. Per facilitare il rispetto degli obblighi previsti dal Trattato, i paesi dell'area dell'euro dovrebbero adottare quadri di bilancio nazionali forti e migliorare la qualità delle statistiche del settore pubblico.

Con riguardo alla procedura per la sorveglianza macroeconomica, il nuovo sistema di sorveglianza reciproca dovrebbe concentrare con risolutezza l'attenzione su quei paesi dell'area dell'euro che sperimentano ampi

⁴ Cfr. Parere della BCE del 16 febbraio 2011 sulla riforma della *governance* economica nell'UE (CON/2011/13).

disavanzi di conto corrente, significative perdite di competitività e alti livelli di debito pubblico e privato, nonché altre vulnerabilità che minacciano la stabilità dell'area dell'euro. La sorveglianza reciproca dovrebbe prevedere meccanismi di attivazione trasparenti ed efficaci. Sarebbe fondamentale che le valutazioni degli squilibri macroeconomici e le raccomandazioni in merito agli interventi correttivi fossero divulgate ampiamente in tutte le fasi del processo di sorveglianza. E' necessaria un'applicazione più tempestiva e graduale delle sanzioni finanziarie per offrire chiari incentivi a favore di politiche macroeconomiche appropriate.

4 GLI ANDAMENTI NEI PAESI CANDIDATI ALL'ADESIONE ALL'UE E RELAZIONI CON GLI STESSI

La BCE ha proseguito il dialogo di politica economica con le banche centrali dei paesi candidati all'adesione all'UE in incontri bilaterali e nel quadro istituzionale complessivo del processo di allargamento definito dall'UE.

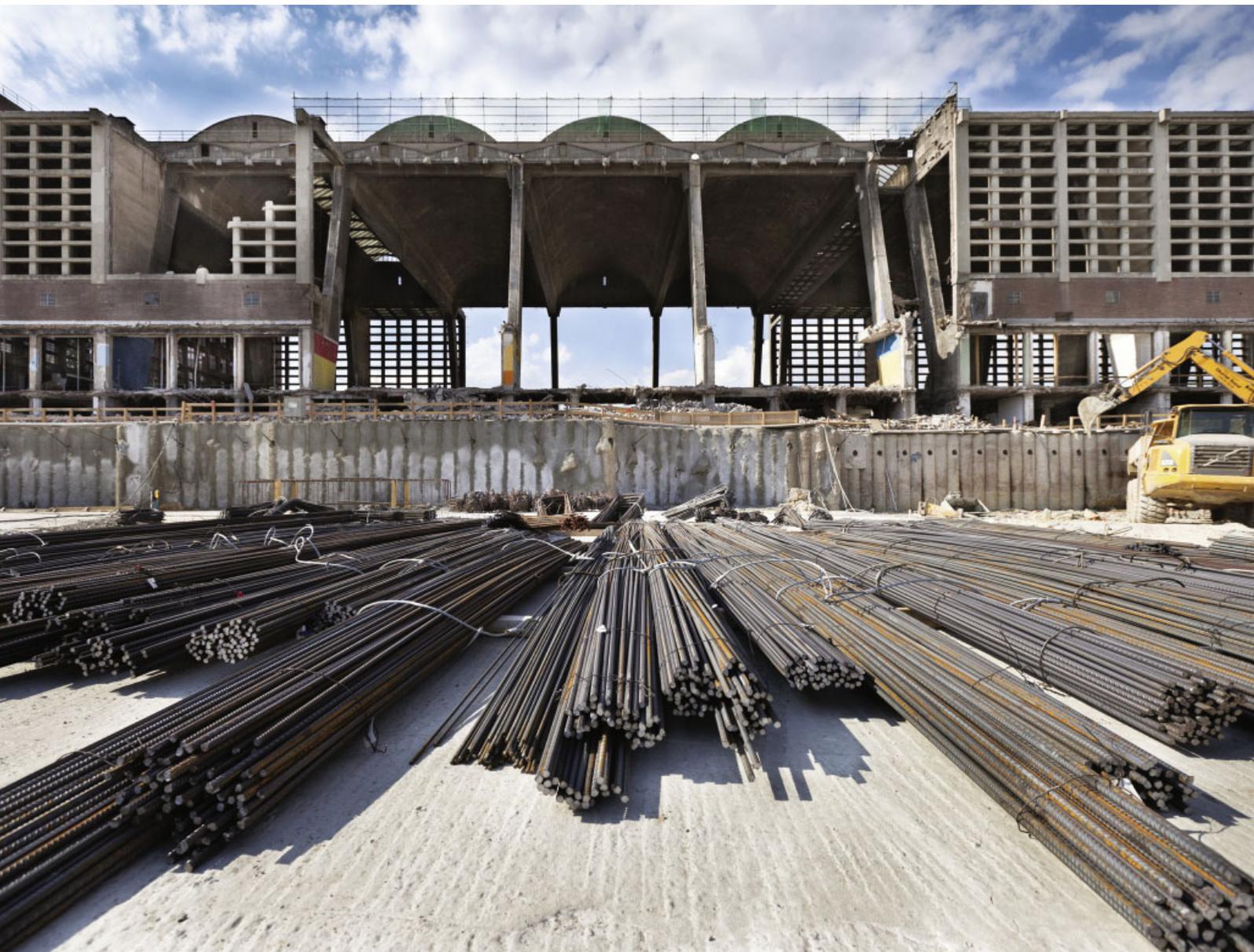
I negoziati per l'adesione della Croazia sono stati avviati nell'ottobre 2005. I negoziati relativi ai 35 singoli capitoli dell'*acquis communautaire* hanno avuto inizio nel giugno 2006 e hanno continuato a procedere verso le fasi conclusive; a fine 2010 ne erano stati chiusi temporaneamente 28. La BCE ha mantenuto relazioni proficue con la Banca nazionale croata, nel contesto delle visite bilaterali di esponenti di entrambe le istituzioni e del dialogo annuale 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, chiudendo temporaneamente un capitolo nello stesso mese. Nel dicembre 2006 il Consiglio europeo aveva deciso di sospendere i negoziati di 8 dei 35 capitoli per l'assenza di progressi nell'estensione dell'unione doganale agli Stati membri dell'UE e di sospendere la chiusura temporanea di altri capitoli. A fine 2010 erano stati aperti negoziati su 13 capitoli e ne era stato chiuso temporaneamente uno. La BCE ha continuato il dialogo ad alto livello 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. Nell'ottobre 2009 la Commissione europea ha raccomandato l'avvio dei negoziati per l'adesione. Resta tuttavia da definire la data di inizio dei negoziati formali per l'adesione, poiché il Consiglio europeo ha rinviato la decisione due volte, nel dicembre 2009 e nel giugno 2010. I contatti a livello di esperti fra la BCE e la Banca nazionale della Repubblica di Macedonia rimangono intensi.

L'Islanda ha acquisito lo status di paese candidato il 17 giugno 2010. I negoziati per l'adesione sono stati aperti formalmente il 27 luglio 2010 e il processo di disamina della legislazione è iniziato in novembre. Facendo parte dello Spazio economico europeo, l'Islanda dispone già di una legislazione in linea con quella dell'UE in diversi settori importanti.

Il 17 dicembre 2010 il Consiglio europeo ha deciso di accordare al Montenegro lo status di paese candidato, come raccomandato dalla Commissione nel parere del 9 novembre 2010. Non è stata ancora assunta una decisione in merito alla data di avvio dei negoziati per l'adesione.



La piastra di fondazione della doppia torre di uffici è spessa circa tre metri. Per la struttura di rinforzo del cemento sono state utilizzate circa 4.200 tonnellate di acciaio.

**COMPITI RIGUARDANTI
IL FUNZIONAMENTO DEL
COMITATO EUROPEO PER
IL RISCHIO SISTEMICO
(CERS)**

I ASSETTO ISTITUZIONALE

ASSETTO GIURIDICO E MANDATO

Il Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS) è stato creato in virtù del Regolamento (UE) n. 1092/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio relativo alla vigilanza macroprudenziale del sistema finanziario nell'Unione europea e che istituisce il Comitato europeo per il rischio sistemico¹ e del Regolamento (UE) n. 1096/2010 del Consiglio che conferisce alla Banca centrale europea compiti specifici riguardanti il funzionamento del Comitato europeo per il rischio sistemico². I due regolamenti sono entrati in vigore il 16 dicembre 2010, giorno successivo alla loro pubblicazione nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea.

Unitamente alle autorità europee di vigilanza (AEV), istituite il 1° gennaio 2011, al Comitato congiunto delle AEV e alle autorità di vigilanza nazionali che formano le AEV, il CERS è parte del Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF), che ha lo scopo di assicurare la sorveglianza del sistema finanziario dell'UE.

All'interno del SEVIF, il CERS è un organo indipendente responsabile della vigilanza macroprudenziale del sistema finanziario dell'UE. Esso contribuisce a prevenire o ad attenuare i rischi sistemici alla stabilità finanziaria derivanti da sviluppi interni al sistema finanziario, in modo da evitare periodi di turbolenze finanziarie diffuse.

Il CERS è incaricato di raccogliere e analizzare tutte le informazioni rilevanti e necessarie, di identificare e classificare i rischi sistemici in base a un ordine di priorità e di emettere segnalazioni e raccomandazioni per l'adozione di misure correttive in risposta ai rischi identificati. Tali segnalazioni e raccomandazioni possono essere rese pubbliche o mantenute confidenziali. Esse possono inoltre essere di natura sia generale che specifica e sono indirizzate all'intera Unione o a uno o più Stati membri, oppure a una o più AEV, o a una o più autorità nazionali di vigilanza. Le raccomandazioni possono essere altresì indirizzate alla Commissione in merito alla normativa pertinente dell'Unione.

I destinatari delle raccomandazioni sono tenuti a comunicare al CERS e al Consiglio le azioni intraprese in risposta alle raccomandazioni stesse e a fornire adeguate giustificazioni in caso di inazione (*act or explain*). Qualora reputi che non sia stato dato seguito alla propria raccomandazione, il CERS ne informa, in base a rigorose norme di riservatezza, i destinatari, il Consiglio e, ove opportuno, l'AEV interessata.

STRUTTURA DEL CERS

Durante i primi cinque anni di esistenza il CERS sarà presieduto dal Presidente della BCE. Il primo Vicepresidente del CERS è invece Mervyn King, Governatore della Bank of England, anche in questo caso con un mandato di cinque anni. Il secondo Vicepresidente del CERS è il Presidente del Comitato congiunto delle autorità europee di vigilanza, ossia attualmente Andrea Enria, Presidente dell'Autorità bancaria europea (*European Banking Authority*, EBA), conformemente con il sistema di rotazione annua previsto dalla normativa.

La struttura del CERS comprende un Consiglio generale, un Comitato direttivo, un Comitato scientifico consultivo (CSC), un Comitato tecnico consultivo (CTC) e un Segretariato.

Il Consiglio generale è l'unico organo decisionale del CERS. Esso ha tenuto il suo incontro inaugurale il 20 gennaio 2011. Hanno inoltre iniziato a operare il Comitato direttivo, che prepara in particolare le riunioni del Consiglio generale, e il CTC, che riunisce le medesime istituzioni rappresentate in seno al Consiglio generale e fornisce consulenza e assistenza su questioni rilevanti per l'attività del CERS, in particolare mediante una rassegna periodica delle condizioni della stabilità finanziaria nell'UE. Per quanto riguarda l'altro comitato consultivo, il CSC, che integrerà l'analisi degli accademici nell'attività di *policy*

1 Regolamento (UE) n. 1092/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio del 24 novembre 2010, GU L 331 del 15.12.2010, pag. 1.

2 Regolamento (UE) n. 1096/2010 del Consiglio del 17 novembre 2010, GU L 331 del 15.12.2010, pag. 162.

del CERS, la selezione dei membri ha avuto luogo nel primo trimestre del 2011 a seguito della pubblicazione nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea di un invito a manifestare interesse. Il Segretariato è responsabile della gestione corrente del CERS e fornisce al CERS assistenza analitica, statistica, logistica e amministrativa di elevata qualità. Esso ha rilevato il personale e i lavori intrapresi dal Segretariato preparatorio del CERS, istituito nel marzo del 2010 (cfr. inoltre le sezioni 2 e 3 di questo Capitolo).

Il CERS riferirà inoltre al Consiglio secondo varie modalità in merito alle segnalazioni e alle raccomandazioni e al loro seguito.

RESPONSABILITÀ DEL CERS PER IL PROPRIO OPERATO

Il Regolamento n. 1092/2010 prevede vari canali atti a garantire che il CERS, in qualità di organo indipendente, risponda del proprio operato.

Ogni anno il Presidente del CERS è invitato a un'audizione dinanzi al Parlamento europeo in occasione della pubblicazione della relazione annuale del CERS al Parlamento europeo e al Consiglio. In caso di tensioni finanziarie diffuse esiste inoltre la possibilità di effettuare ulteriori audizioni di questo tipo. Tutte le audizioni sono condotte separatamente dal dialogo in materia monetaria fra il Parlamento europeo e il Presidente della BCE.

Il Presidente del CERS intrattiene almeno due volte l'anno (e più, all'occorrenza) colloqui riservati in merito all'attività in corso del Comitato con il Presidente e i Vicepresidenti della Commissione affari economici e monetari del Parlamento europeo. I due organismi concorderanno le modalità specifiche relative all'organizzazione di tali colloqui al fine di garantire una totale riservatezza.

Il Presidente e i Vicepresidenti del CERS sono tenuti a illustrare al Parlamento europeo, durante un'audizione pubblica, come intendono assolvere ai propri compiti ai sensi del Regolamento n. 1092/2010. Il Presidente del CERS ha preso parte a un'audizione, il 7 febbraio 2011.

2 ATTIVITÀ DEL SEGRETARIATO PREPARATORIO DEL CERS

Il Segretariato preparatorio del CERS è stato istituito il 1° marzo 2010 su decisione del Comitato esecutivo al fine di predisporre la creazione del CERS come previsto dall'accordo di massima raggiunto dal Consiglio Ecofin nel dicembre del 2009. A fine 2010 il suo personale consisteva di 22 unità permanenti (di cui 11 distaccate dalle BCN). I lavori di preparazione sono stati condotti in base a un piano generale che prevedeva tre filoni di attività concernenti rispettivamente le procedure, le politiche e le infrastrutture.

Sono stati stabiliti rapporti di lavoro con i futuri membri del CERS, fra cui oltre 50 autorità nazionali di vigilanza e i tre comitati di terzo livello, precursori delle AEV. Con questi ultimi hanno avuto luogo numerosi scambi a livello di addetti, manager e presidenze. Il Segretario preparatorio ha contribuito a creare e ad avviare i lavori di due gruppi congiunti di alto livello istituiti per la cooperazione fra le AEV e il CERS dalla BCE e dai tre comitati di terzo livello e incaricati di occuparsi rispettivamente dello scambio di dati e di una serie di incombenze relative al rischio sistemico.

Per quanto riguarda le procedure, i lavori si sono incentrati sui preparativi per la creazione delle cinque componenti istituzionali del CERS. Essi hanno contemplato fra l'altro la predisposizione delle bozze di: a) una decisione del Consiglio generale del CERS che definisce il regolamento interno del CERS, b) il mandato del Comitato scientifico consultivo e le modalità di selezione dei suoi membri e c) il mandato del Comitato tecnico consultivo e le modalità di nomina del suo Presidente.

Il Segretariato preparatorio ha inoltre avviato i lavori preliminari per una strategia di attuazione del mandato del CERS per la vigilanza macroprudenziale del sistema finanziario dell'UE. In tale contesto è stato stilato un documento consultivo distribuito ai membri del CERS al fine di promuovere una comune intesa sui concetti fondamentali relativi alle politiche del CERS nella fase cruciale di avvio, sono stati organizzati – in cooperazione con la Direzione

Generale Ricerca economica – seminari con eminenti esponenti accademici ed è stato fornito un contributo alle posizioni della BCE in merito alle bozze di regolamenti dell'UE.

Il terzo filone di lavoro è stato dedicato alla predisposizione delle infrastrutture per fornire il necessario sostegno analitico, statistico, logistico e amministrativo al CERS. Ad esempio, Darwin (il sistema di gestione elettronica dei documenti della BCE) è stato distribuito a tutte le istituzioni membri del CERS per consentire loro di partecipare all'attività del CERS mediante collegamenti Internet sicuri per oltre mille utenti. Analogamente, sono state intraprese le misure necessarie per assicurare che il CERS disponesse, non appena divenuto operativo, del proprio sito web³ e di un logo che potesse essere approvato in occasione del primo incontro del Consiglio generale.

3 <http://www.esrb.europa.eu>

3 SUPPORTO ANALITICO, STATISTICO, LOGISTICO E AMMINISTRATIVO AL CERS

“La BCE assicura un segretariato, fornendo in tal modo supporto analitico, statistico, logistico e amministrativo al CERS”⁴. Tale supporto sarà incentrato in particolare sull’attività di regolare monitoraggio, individuazione e valutazione dei rischi sistemici a livello di UE, che include lo sviluppo e l’affinamento di strumenti e metodologie analitici, nonché iniziative di carattere statistico volte a colmare le lacune individuate in termini di dati utili allo svolgimento di analisi macroprudenziali. In tutte queste aree nel 2010 sono stati intrapresi lavori volti a preparare il terreno per l’istituzione del CERS.

SUPPORTO ANALITICO

Il principale contributo analitico della BCE al CERS consiste nell’attività di regolare monitoraggio e individuazione dei rischi sistemici per il sistema finanziario dell’UE e nella valutazione dell’impatto che potrebbero avere tali rischi nel caso si concretizzassero. Inoltre, su richiesta del CERS, potranno essere condotti dalla BCE studi specifici sul rischio sistemico e su problematiche macroprudenziali.

Questo contributo si fonda sulle competenze della BCE, facendo leva sull’organizzazione e l’infrastruttura adottate per adempiere ai compiti della BCE in materia di stabilità finanziaria. La base informativa su cui poggia l’analisi include altresì le informazioni raccolte mediante iniziative rafforzate di *market intelligence*, in particolare a supporto del processo di individuazione dei rischi sistemici. La regolare attività di sorveglianza e di valutazione del rischio sistemico si basa, traendone beneficio, anche sulle informazioni condivise fra i membri del CERS, nonché sui commenti e la consulenza forniti dalle sottostrutture del CERS stesso (ad esempio, dal Comitato direttivo e dal Comitato tecnico consultivo). I principali elementi del quadro concettuale per la vigilanza

macroprudenziale e i processi su cui poggiano queste attività fondamentali sono stati trattati in vari numeri della *Financial Stability Review* della BCE⁵. Sono stati svolti lavori preparatori per stabilire all’interno della BCE le procedure adeguate ad assicurare un ordinato processo di produzione.

Gli indicatori del rischio sistemico e i sistemi di allerta precoce sono importanti strumenti analitici a sostegno del lavoro di sorveglianza del rischio svolto dal CERS. La valutazione del rischio sistemico si avvale in particolare di strumenti per prove di stress di tipo macroprudenziale e dell’analisi dei canali di contagio volta a determinare la potenziale gravità dei rischi specifici. Per poter fornire al CERS le migliori informazioni possibili, l’analisi condotta e gli strumenti utilizzati devono essere essi stessi della più alta qualità. Nel contesto dei preparativi svolti in quest’ambito è stata effettuata a livello sia di BCE sia di SEBC una rassegna dettagliata degli strumenti analitici a disposizione per l’analisi macroprudenziale. Sono state inoltre predisposte procedure per il coordinamento della revisione periodica degli strumenti disponibili, con l’obiettivo di migliorare costantemente il quadro analitico, sviluppare nuovi strumenti di analisi e colmare le eventuali lacune analitiche emerse. Il *Macro-prudential Research Network* del SEBC svolge un ruolo fondamentale al riguardo (cfr. il riquadro 10).

4 Regolamento (UE) n. 1096/2010 del Consiglio del 17 novembre 2010 che conferisce alla Banca centrale europea compiti specifici riguardanti il funzionamento del Comitato europeo per il rischio sistemico.

5 Cfr., ad esempio, gli articoli intitolati “The concept of systemic risk”, “Towards the European Systemic Risk Board”, “Macro-prudential policy objectives and tools” e “Analytical models and tools for the identification and assessment of systemic risks” nei numeri di dicembre del 2009 e giugno del 2010 della *Financial Stability Review* della BCE.

IL MACRO-PRUDENTIAL RESEARCH NETWORK DEL SEBC

La nuova funzione di vigilanza macroprudenziale assegnata alle banche centrali in conseguenza della crisi finanziaria e l'istituzione del Comitato europeo per il rischio sistemico hanno dato origine a un'impellente esigenza di sostenere questa nuova funzione con un'apposita attività di ricerca. Al fine di rispondere a tale esigenza, il Consiglio generale della BCE ha approvato nel marzo del 2010 l'istituzione del *Macro-prudential Research Network* del SEBC.

L'obiettivo del *network* è quello di svolgere attività di ricerca sugli schemi concettuali, i modelli e gli strumenti a sostegno della vigilanza macroprudenziale nell'UE e di condividerne i risultati. Il suo mandato copre tre ampie aree di ricerca.

La prima concerne i modelli macrofinanziari che mettono in relazione la stabilità finanziaria con l'andamento dell'economia. I modelli macroeconomici standard solitamente non colgono elementi rilevanti di instabilità finanziaria (come i fallimenti bancari, l'illiquidità, gli effetti di retroazione, gli eventi estremi multivariati e le non linearità collegate) e non sono pertanto in grado di fornire una descrizione di tali situazioni, una lacuna divenuta evidente durante la recente crisi finanziaria. I principali modelli utilizzati nelle prove di stress, inoltre, non si fondano su quadri concettuali che colgono entrambi i lati dell'interazione bidirezionale fra l'instabilità finanziaria e l'andamento dell'economia, un elemento importante ai fini di un'adeguata valutazione dei potenziali effetti di retroazione nel rischio sistemico. Di conseguenza, l'elaborazione di modelli che contemplino tali elementi colmerebbe una lacuna della letteratura. Tali modelli potrebbero inoltre formare la base per l'elaborazione di quadri di riferimento per identificare e valutare le regolamentazioni macroprudenziali e gli approcci di vigilanza, per analizzare le interazioni fra la vigilanza/regolamentazione macroprudenziale e altre politiche di stabilizzazione macroeconomica e per rafforzare i modelli utilizzati nelle prove di stress.

La seconda area di ricerca attiene ai sistemi di allerta precoce e agli indicatori di rischio sistemico. Il *network* concorrerà allo sviluppo di strumenti analitici operativi che possano essere direttamente impiegati dai nuovi organi macroprudenziali (come il CERS). Il lavoro in quest'area ha pertanto un orizzonte di breve-medio periodo. Verrà posta particolare enfasi sugli indicatori, i modelli e i sistemi di allerta precoce, tenendo conto delle differenze nelle strutture finanziarie dei vari paesi. L'attività di ricerca effettuata in quest'ambito potrà altresì integrare le iniziative collegate a livello mondiale.

La terza area di ricerca si occupa dei rischi di contagio, cercando di comprendere meglio i rischi di contagio tra paesi in Europa. Tali rischi potrebbero essere significativamente aumentati nell'arco dell'ultimo decennio a causa dell'integrazione finanziaria. Altri obiettivi sono quello di migliorare la comprensione del ruolo delle istituzioni finanziarie non bancarie nei fenomeni di contagio e di *spillover* (ad esempio, in relazione ad alcune attività delle compagnie di assicurazione o dei fondi di mercato monetario) e quello di cogliere meglio gli effetti di retroazione che amplificano la trasmissione dell'instabilità. Tali effetti potrebbero essere stati sottostimati dai metodi esistenti di simulazione dei contagi bancari.

I principali risultati del *network* saranno presentati all'interno di *lavori* di ricerca, seminari e conferenze (anche in collaborazione con ricercatori esterni al SEBC). Una prima conferenza collegata all'attività del *network*, organizzata dalla BCE, dal Centre for Economic Policy Research e dal Center for Financial Studies, è stata ospitata dalla BCE nel settembre 2010. Il *network* riferirà in merito ai propri risultati nel 2012.

La BCE è pronta a fornire supporto tecnico per la preparazione di raccomandazioni del CERS su questioni regolamentari o su iniziative legislative, laddove il CERS lo richieda. Tale supporto potrebbe contemplare il monitoraggio periodico degli sviluppi negli ambiti regolamentari o legislativi di interesse per il CERS. Il CERS può inoltre richiedere occasionalmente alla BCE la preparazione di analisi o studi in merito a questioni regolamentari o legali attinenti al proprio mandato e ai propri compiti. Oltre a ciò, la BCE potrebbe fornire consulenza tecnica in merito alle richieste di esaminare determinate problematiche di rilievo che le istituzioni dell'UE e le autorità nazionali rivolgono al CERS⁶.

SUPPORTO STATISTICO

Secondo l'articolo 2 del Regolamento (UE) n. 1096/2010 del Consiglio che conferisce alla Banca centrale europea compiti specifici riguardanti il funzionamento del Comitato europeo per il rischio sistemico, la BCE fornisce supporto statistico al CERS in conformità con l'articolo 5 dello Statuto del SEBC⁷.

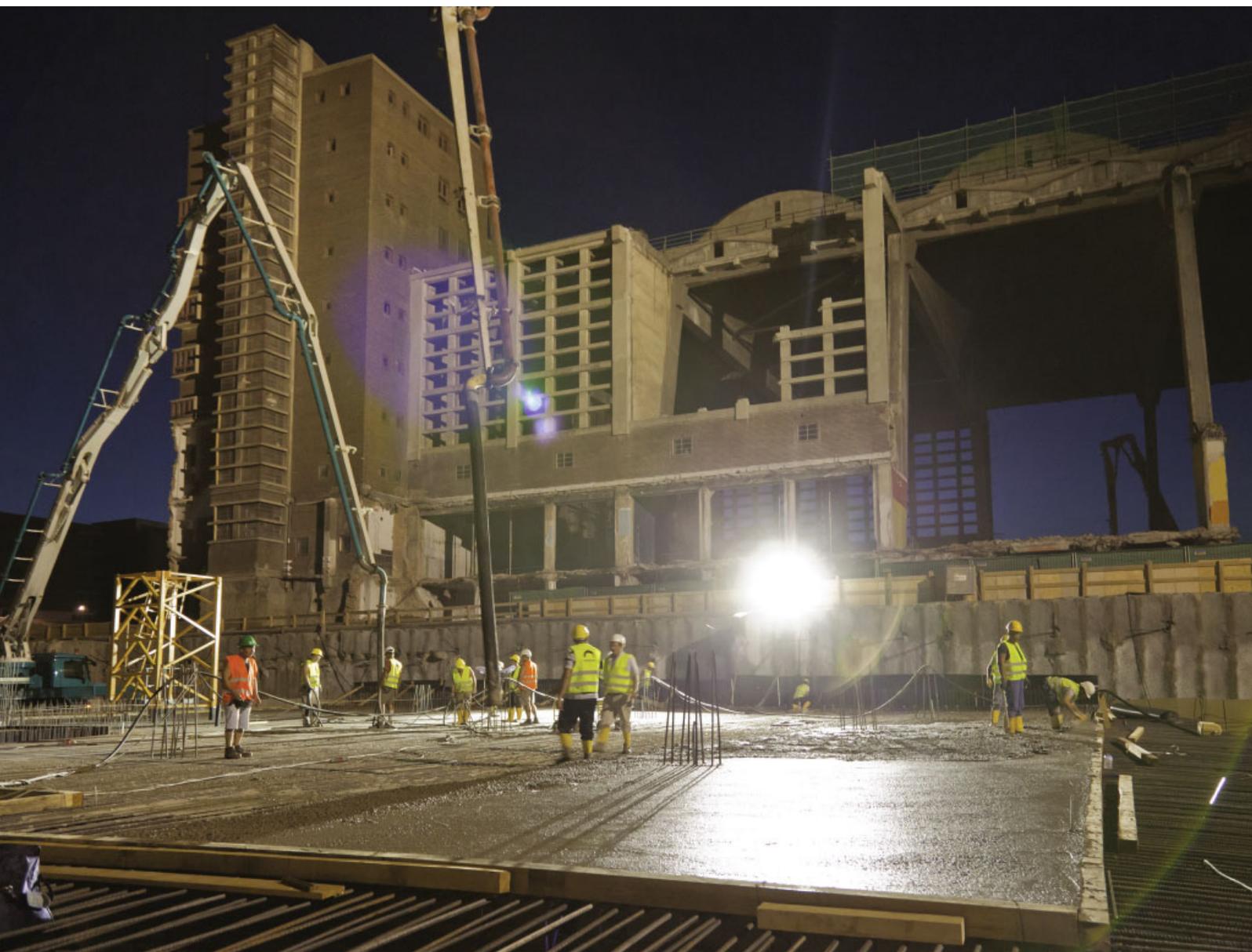
Considerata la lunghezza dei tempi necessari a definire, raccogliere, compilare e disseminare statistiche armonizzate di qualità adeguata a consentire l'assolvimento dei compiti assegnati al CERS, la BCE ha avviato i preparativi già nel 2010. In particolare, ha intrapreso una rassegna che mette a confronto i requisiti statistici derivanti dall'analisi sulla stabilità finanziaria con i dati disponibili al fine di individuare le eventuali lacune e colmarle laddove possibile. Il SEBC ha inoltre elaborato una procedura per condurre indagini *ad hoc* al fine di consentire una risposta tempestiva ai requisiti specifici del CERS in termini di dati.

Questi lavori preparatori hanno avuto due obiettivi: in primo luogo, consentire la predisposizione, sulla base di un insieme fondamentale di statistiche già disponibili, di indicatori di *policy* a uso degli organi decisionali del CERS e dei suoi comitati sin dalla loro creazione agli inizi del 2011; in secondo luogo, muovere verso l'elaborazione di un'ampia gamma di statistiche necessarie in una prospettiva di più lungo periodo.

Al fine di garantire il supporto statistico al CERS è fondamentale una stretta collaborazione fra la BCE e le AEV. Tale collaborazione era già intensa con i comitati di terzo livello, predecessori delle AEV. Essa mira a garantire un efficace flusso informativo bidirezionale fra le AEV e il CERS, che sia inoltre efficiente in termini di oneri di segnalazione, contenuti statistici e infrastrutture informatiche. Uno dei fattori chiave di successo consiste nel consentire lo scambio di informazioni appropriate e affidabili per lo svolgimento dei rispettivi compiti in conformità con la legislazione europea e nel rigoroso rispetto delle regole di protezione dei dati relative alla salvaguardia delle informazioni confidenziali.

6 Cfr. l'articolo 19, paragrafo 3, del Regolamento (UE) n. 1092/2010 relativo alla vigilanza macroprudenziale del sistema finanziario nell'Unione europea e che istituisce il Comitato europeo per il rischio sistemico.

7 L'articolo 5 dello Statuto del SEBC conferisce alla BCE, assistita dalle banche centrali nazionali, la facoltà giuridica di raccogliere le informazioni statistiche necessarie al fine di assolvere i compiti del SEBC.



Durante il 2010 è stata costruita la piastra di fondazione della doppia torre di uffici, mentre accanto è stato realizzato il parcheggio sotterraneo per il personale.

CAPITOLO 7

LE TEMATICHE INTERNAZIONALI

I I PRINCIPALI SVILUPPI NEL SISTEMA MONETARIO INTERNAZIONALE

SORVEGLIANZA DELLE POLITICHE MACROECONOMICHE NELL'ECONOMIA MONDIALE

Considerato l'alto grado di integrazione economica e finanziaria, l'evoluzione del 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 le dinamiche 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); di quest'ultima, il Presidente della BCE è membro del Consiglio di amministrazione e presiede varie riunioni importanti, mentre i membri del Comitato esecutivo e gli esperti della BCE sono coinvolti in molti gruppi di lavoro. La BCE prende anche parte alle riunioni su temi di sua competenza in seno al Fondo monetario internazionale (FMI) e all'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE), come pure a consessi quali gli incontri dei ministri finanziari e dei governatori delle banche centrali del G20 e del G7.

Il contesto economico internazionale nel 2010 è stato caratterizzato da una ripresa economica molto differenziata tra le regioni, tra cui hanno primeggiato i paesi emergenti dell'Asia e dall'America Latina. Il riassorbimento degli squilibri esterni nelle economie in avanzo e in disavanzo, osservato dall'inizio della crisi finanziaria e nel corso del 2009, ha rallentato nel 2010 e in alcuni casi tali squilibri hanno ripreso a crescere, suscitando timori di future tensioni protezionistiche. Negli Stati Uniti il disavanzo di conto corrente è aumentato dal 2,7 per cento del PIL nel 2009 al 3,2 nel 2010, mentre l'avanzo di conto corrente dei paesi esportatori di petrolio è cresciuto dal 5,2 per cento del PIL nel 2009 al 6,6 nel 2010. In Cina l'avanzo corrente ha continuato a scendere rispetto al PIL, passando dal 6 per cento circa nel 2009 al 4,7 circa nel 2010. In termini assoluti, tuttavia, l'avanzo del 2010 si è collocato su livelli prossimi a quelli

registrati prima del fallimento di Lehman Brothers nel settembre 2008. Al pari degli anni recenti, il conto corrente dell'area dell'euro è stato pressoché in equilibrio nel 2010. Infine, l'avanzo del Giappone si è portato al 3,1 per cento del PIL nel 2010, un valore lievemente superiore rispetto al 2009 quando è stato pari al 2,8 per cento del PIL.

La diminuzione degli squilibri internazionali dall'inizio della crisi finanziaria ha in larga parte riflesso, più che fattori strutturali, fattori ciclici e temporanei connessi alla crisi stessa (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). Quanto ai fattori strutturali che favorirebbero una considerevole riduzione degli squilibri mondiali, i paesi in disavanzo dovrebbero limitare i disavanzi di bilancio e completare il programma di riforme strutturali. Analogamente, anche le economie in avanzo potrebbero offrire un notevole contributo aumentando i consumi interni, sviluppando sistemi di sicurezza sociale più ampi, introducendo riforme nei mercati finanziari e aumentando la flessibilità dei tassi di cambio.

In diverse occasioni nel corso del 2010 l'Eurosistema ha posto l'accento sui rischi e sulle distorsioni connessi all'eventuale riemergere degli squilibri internazionali e ha espresso il proprio sostegno a favore di un riequilibrio degli schemi di domanda mondiale. In particolare, ha caldeggiato a più riprese l'adozione di politiche volte ai seguenti fini: aumentare il risparmio del settore 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 e garantire una migliore allocazione del capitale in queste ultime; migliorare la valutazione dei rischi. Nel contesto della riflessione in corso sui miglioramenti da apportare all'architettura finanziaria internazionale (cfr. la sezione seguente), l'Eurosistema ha sottolineato che questi dovrebbero non soltanto promuovere la

disciplina dei mercati finanziari ma comportare altresì una maggiore disciplina delle politiche macroeconomiche. Il rafforzamento del quadro di sorveglianza multilaterale dovrebbe assicurare politiche economiche sostenibili e orientate alla stabilità, soprattutto nei paesi di importanza sistemica. Un sostegno al riequilibrio dell'economia mondiale è venuto anche dal quadro per una crescita robusta, sostenibile ed equilibrata (*Framework for Strong, Sustainable and Balanced Growth*, di seguito *Framework*) promosso dal G20.

Infine, anche l'area dell'euro è soggetta alla sorveglianza internazionale sulle politiche economiche. Nel 2010 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, il Presidente dell'Eurogruppo e la Commissione europea. Su questa base, l'FMI ha predisposto un rapporto valutativo sulle politiche economiche dell'area dell'euro¹. Parimenti, l'OCSE ha condotto la sua periodica indagine economica sull'area dell'euro, al fine di individuare i principali andamenti economici dell'area e analizzare le corrispondenti opzioni di *policy*².

Nel 2010 per la prima volta due paesi dell'area dell'euro hanno ricevuto assistenza dall'FMI. Le principali banche centrali hanno continuato a fornire liquidità alle controparti di altri paesi: il sostegno alla liquidità e al credito ha teso a evitare l'instabilità dei mercati (cfr. capitolo 2).

LE RIFORME DELL'ASSETTO ISTITUZIONALE INTERNAZIONALE

Dall'insorgere della crisi finanziaria mondiale l'assetto e il funzionamento del sistema monetario internazionale sono stati tema di dibattito nella comunità internazionale. Il G20, quale consesso che riunisce le principali economie avanzate ed emergenti (al quale la BCE aderisce in virtù della partecipazione dell'UE), ha continuato a favorire la cooperazione internazionale, allo scopo di rafforzare e tutelare la ripresa economica mondiale

e promuovere una crescita più robusta, sostenibile ed equilibrata. Nel loro quarto vertice tenutosi a Toronto nel giugno 2010, i leader del G20 hanno dato seguito agli impegni assunti nel precedente incontro di Pittsburgh in cui avevano varato il *Framework*. Questo progetto intende agevolare il passaggio dalla gestione della crisi a una fase di crescita robusta, sostenibile ed equilibrata su scala mondiale, oltre ad affrontare gli squilibri internazionali che hanno concorso alla crisi finanziaria. Esso 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 prefissati. Al vertice di Toronto i *leader* hanno ultimato la prima fase di questo processo e hanno convenuto su una serie di impegni concreti, come quello dei paesi avanzati in disavanzo a intraprendere azioni volte a promuovere il risparmio nazionale e quello da parte delle economie in avanzo a introdurre riforme intese a ridurre la dipendenza dalla domanda esterna e a incentrarsi maggiormente sulle fonti di crescita interne. Le economie emergenti in avanzo si sono impegnate a intraprendere azioni volte al rafforzamento dei sistemi di sicurezza sociale per favorire la riduzione del risparmio a fini precauzionali e stimolare la spesa privata, nonché ad accrescere la flessibilità dei tassi di cambio per rispecchiare le variabili economiche di fondo. Inoltre, tutti i membri del G20 si sono impegnati ad avviare riforme strutturali per stimolare la crescita economica. In materia di regolamentazione finanziaria, i membri del G20 hanno individuato vari ambiti prioritari di intervento (cfr. capitolo 4).

Al loro quinto vertice a Seoul nel novembre 2010, i *leader* del G20 hanno approvato il Piano d'azione di Seoul con impegni concreti a compiere progressi verso gli obiettivi del *Framework*. Hanno inoltre approvato i risultati conseguiti in preparazione del vertice di importanti filoni di attività, in particolare la riforma delle quote e della *governance* dell'FMI nonché gli elementi costitutivi fondamentali di una riforma del sistema

1 Cfr. *Euro area policies: 2010 Article IV consultation – staff report*, Country Report dell'FMI, n. 10/221, luglio 2010.

2 Cfr. *OECD Economic Surveys: Euro Area 2010*, OCSE, dicembre 2010.

finanziario che affronti le cause di fondo della crisi (uno di questi è il lavoro svolto dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria). Inoltre, i *leader* del G20 si sono dichiarati consapevoli del fatto che tale consesso deve anche fronteggiare problematiche riguardanti il vasto gruppo di paesi in via di sviluppo e a basso reddito non rappresentato al suo interno.

Facendo seguito all'impegno assunto dai *leader* del G20 al vertice di Londra nell'aprile 2009 ad aumentare le risorse messe a disposizione delle istituzioni finanziarie internazionali, il Consiglio di amministrazione dell'FMI ha approvato il 12 aprile 2010 una riforma e un ampliamento dei *New Arrangements to Borrow* (NAB)³. Questa riforma renderà i NAB più flessibili, estenderà la partecipazione da 26 a 39 paesi e aumenterà l'ammontare complessivo di tali linee di credito del Fondo da 34 miliardi di diritti speciali di prelievo (DSP) a 367,5 miliardi di DSP. Nel corso del 2009 e del 2010 diverse economie avanzate ed emergenti si sono impegnate a stipulare con il Fondo accordi di prestito bilaterali e di acquisto di *note* per un importo di 196 miliardi di DSP. La maggior parte degli accordi bilaterali saranno gradualmente inclusi nei NAB una volta in vigore.

È stato altresì deciso un aumento considerevole delle quote del Fondo, che sono state raddoppiate. Mediante tale misura, che sarà accompagnata da una riduzione dei NAB, si intende far sì che il Fondo rimanga un'istituzione basata sulle quote. L'incremento di queste ultime aiuterà anche a conseguire un ulteriore spostamento di quote relative dai paesi avanzati a favore dei paesi dinamici emergenti e in via di sviluppo, in linea con l'obiettivo di allineare la loro distribuzione al peso relativo e al ruolo dei membri nell'economia mondiale. È stato raggiunto un accordo anche sui primi elementi di una riforma più ampia della *governance*. In tale contesto, lo Statuto del Fondo sarà modificato in modo che tutti i membri del Consiglio di amministrazione debbano essere eletti. Inoltre, i paesi avanzati europei si sono impegnati a rinunciare a due seggi nel Consiglio per

favorire la rappresentanza dei paesi emergenti e in via di sviluppo.

Tra le misure volte a sostenere i paesi durante la crisi finanziaria, l'FMI ha adottato una serie di modifiche significative all'insieme degli strumenti di prestito di cui si avvale. In questo contesto sono stati modificati nell'agosto 2010 l'accesso al programma e la durata della *Flexible Credit Line* (FCL) del Fondo, una linea di credito a scopo precauzionale, introdotta nel 2009 e rivolta a paesi con solidi fondamentali economici e una tradizione di politiche economiche virtuose, che prevede solo condizionalità *ex ante*⁴. La riforma del credito dell'agosto 2010 ha contemplato anche l'introduzione della nuova *Precautionary Credit Line* (PCL), la quale è rivolta ai membri che hanno politiche solide ma non soddisfano i rigorosi criteri previsti dall'FCL ed è pertanto accessibile a un numero maggiore di paesi membri⁵.

3 I NAB sono accordi di prestito tra l'FMI e alcuni paesi membri per fornire ulteriori risorse al Fondo, ossia in aggiunta alle risorse provenienti dalle quote, in circostanze in cui vi è la necessità di risorse supplementari per prevenire o fronteggiare le disfunzioni del sistema monetario internazionale.

4 A seguito delle modifiche, la FCL può essere ora approvata per uno o due anni con una verifica intermedia dei criteri di idoneità dopo un anno (contro i sei mesi o un anno, con riesame dopo sei mesi, previsti in passato). Il massimale in precedenza implicito del 1.000 per cento della quota versata dal paese membro all'FMI è stato eliminato e le decisioni di accesso alla FCL sono prese ora in base alle esigenze di finanziamento dei singoli paesi. Anche le procedure di approvazione delle richieste sono state modificate, anticipando il coinvolgimento del Comitato esecutivo dell'FMI previsto ora per valutare il livello di accesso e l'impatto sulla situazione di liquidità del Fondo. I nove criteri di idoneità impiegati dagli esperti e dal Comitato esecutivo dell'FMI per valutare il merito delle singole richieste di accesso restano invariati, ma sono stati integrati da una serie di importanti indicatori in ciascuna categoria in modo da fornire ulteriori indirizzi sulla conformità (*compliance*).

5 Sarà valutata l'idoneità avendo riguardo a cinque macro aree: a) posizione esterna e accesso ai mercati; b) politica di bilancio; c) politica monetaria; d) solidità e vigilanza sul settore finanziario; e) adeguatezza dei dati. L'accesso alle risorse precauzionali offerte dalla PCL è consentito ai paesi membri che vantano solidi risultati in gran parte delle aree suddette, ma sono ammesse vulnerabilità moderate in una o due di esse. Ulteriori caratteristiche della PCL sono la semplificazione delle condizioni *ex post* (che non devono necessariamente far riferimento ai risultati), in base alla quale i progressi nella riduzione delle vulnerabilità sono soggetti a controlli attraverso riesami semestrali del programma, e l'immediatezza dell'accesso (si metterà a disposizione fino al 500 per cento della quota subito dopo l'approvazione dell'accordo e fino a un totale del 1.000 per cento dopo dodici mesi).

Quale parte della revisione del suo mandato, l’FMI ha assunto ulteriori decisioni sulla modernizzazione e sul rafforzamento della dimensione multilaterale e finanziaria della sorveglianza sui paesi membri. In un progetto pilota saranno esaminate le ripercussioni sull’esterno delle politiche di cinque economie con l’elaborazione di rapporti sugli effetti di propagazione (*spillover report*). L’area dell’euro è una delle economie in esame, insieme a Cina, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti. Ulteriori passi avanti sono stati compiuti nel potenziamento della sorveglianza sul settore finanziario con la decisione di rendere obbligatorio, per paesi con settori finanziari di rilevanza sistemica, l’inserimento nei rapporti annuali di sorveglianza bilaterale (ex articolo IV) delle valutazioni di stabilità contenute nei programmi di valutazione del settore finanziario (*Financial Sector Assessment Program*). Sulla base di questi criteri sono stati individuati 25 paesi, di cui nove dell’area dell’euro (Belgio, Germania, Irlanda, Spagna, Francia, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi e Austria). Dal lato finanziario, inoltre, l’esercizio di *early warning* – un esercizio di individuazione dei rischi lanciato durante la crisi che comporta la collaborazione tra l’FMI e il Consiglio per la stabilità finanziaria (*Financial Stability Board*, FSB) – è diventato un elemento ricorrente delle riunioni annuali e di primavera dell’FMI.

parti coinvolte hanno raggiunto un accordo sui vantaggi di estendere la loro applicabilità al di là dei debitori sovrani dei mercati emergenti e dei loro creditori.

La comunità finanziaria internazionale ha altresì continuato a promuovere meccanismi per la prevenzione e la risoluzione 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 (*Principles for stable capital flows and fair debt restructuring*), 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. Nell’intento di accrescerne ulteriormente l’utilità, nell’autunno 2010 le

2 LA COOPERAZIONE CON I PAESI ESTERNI ALL'UE

Come negli anni precedenti, l'Eurosistema ha organizzato seminari e *workshop* con le banche centrali dei paesi esterni all'Unione europea per promuovere il dialogo sulle politiche economiche. A tal proposito, la BCE ha partecipato attivamente, al fianco della Commissione europea, al dialogo macroeconomico dell'Unione europea con le principali economie di mercato emergenti (ad esempio Brasile, Egitto, India e Russia) e i paesi confinanti con l'UE. L'assistenza tecnica fornita dall'Eurosistema resta inoltre uno strumento importante per rafforzare le competenze amministrative delle banche centrali, soprattutto nelle regioni confinanti con l'UE, e per migliorare il grado di conformità agli standard europei e internazionali.

IL DIALOGO SULLE POLITICHE ECONOMICHE E LA SORVEGLIANZA SULLE POLITICHE MACROECONOMICHE NELL'ECONOMIA GLOBALE

Dal 3 al 5 febbraio 2011 l'Eurosistema e la Banca di Russia hanno tenuto il sesto seminario ad alto livello a Francoforte, ospitato dalla BCE, con l'obiettivo di rafforzare ulteriormente il dialogo e migliorare le relazioni tra le due istituzioni. Le discussioni si sono incentrate sull'economia russa, sul ruolo della moneta e del credito nella conduzione della politica monetaria e sulla nuova architettura per la vigilanza nell'UE e in Russia. Inoltre, il Presidente della BCE ha partecipato in giugno alla conferenza organizzata per il 150° anniversario della Banca di Russia.

Il 27 e 28 ottobre 2010 si è tenuto a Pafos il sesto seminario ad alto livello dell'Eurosistema con le banche centrali dei paesi del Mediterraneo, organizzato dalla BCE di concerto con la Banca centrale di Cipro. I governatori hanno esaminato le sfide per la politica monetaria nei paesi mediterranei in fase di ripresa economica e hanno considerato l'esperienza degli stessi nel quadro dei regimi di cambio fisso, nonché l'impatto delle turbolenze finanziarie mondiali sui settori bancari e sulla stabilità finanziaria.

L'Eurosistema ha tenuto un secondo seminario ad alto livello con le banche centrali e le agenzie monetarie degli Stati membri del Consiglio di

cooperazione del Golfo (CCG)⁶, organizzato congiuntamente dalla BCE e dalla Banca d'Italia il 29 e 30 giugno 2010 a Roma. Gli argomenti del seminario erano incentrati sugli andamenti economici e finanziari nei paesi del CCG e nell'area dell'euro, sugli insegnamenti tratti dalla crisi finanziaria per la stabilità finanziaria e la vigilanza bancaria nonché sulle sfide per la politica monetaria e di cambio nel CCG.

Il quinto seminario ad alto livello dell'Eurosistema e delle banche centrali latino-americane ha avuto luogo il 10 dicembre 2010 a Madrid ed è stato organizzato di concerto dalla BCE e dal Banco de España. I partecipanti hanno discusso le seguenti tematiche: il riequilibrio mondiale, i flussi finanziari e i rischi macroprudenziali a livello internazionale nonché la cooperazione internazionale sul piano delle politiche.

La BCE ha continuato a intensificare la cooperazione con le autorità cinesi. Il Presidente della BCE, il Presidente dell'Eurogruppo e il Commissario per gli affari economici e monetari (la "troika dell'area dell'euro") hanno incontrato per la terza volta le autorità cinesi il 5 ottobre a Bruxelles. Il dibattito si è incentrato principalmente sulle politiche di cambio e su altre questioni di rilevanza mondiale. Le relazioni con la banca centrale della Repubblica popolare cinese si sono ulteriormente rafforzate. Nel 2010 il gruppo di lavoro congiunto della BCE e di detta banca centrale ha discusso un'ampia gamma di tematiche, come il riequilibrio della crescita mondiale, le bolle nei prezzi delle attività e i rischi associati, la riforma del settore finanziario e altre questioni monetarie internazionali. La BCE ha anche preso contatto con la principale agenzia di programmazione della Cina, la Commissione nazionale per lo sviluppo e le riforme, e con l'Accademia cinese delle scienze sociali, che è uno dei più influenti *think tank* del paese.

Infine, il 9 e 10 febbraio si è tenuto a Sidney il quinto seminario ad alto livello delle banche centrali di Asia orientale e Pacifico e dell'area

⁶ Arabia Saudita, Bahrain, Emirati Arabi Uniti, Kuwait, Oman e Qatar.

dell'euro, organizzato dalla BCE e dalla Reserve Bank of Australia. Lo scopo era di esaminare le politiche economiche dopo la crisi finanziaria, comprese le strategie di uscita, la configurazione e la struttura della crescita mondiale, le sfide poste dall'attività bancaria transnazionale e le prospettive di rafforzamento della vigilanza macroprudenziale.

L'ASSISTENZA TECNICA

Con riferimento all'assistenza tecnica, la BCE ha continuato ad approfondire i rapporti con i paesi dei Balcani occidentali e la Turchia. Il 19 gennaio la Commissione europea e la BCE, anche per conto di 14 BCN dell'area dell'euro⁷, hanno sottoscritto un accordo per attuare un programma biennale di assistenza tecnica per i candidati e i potenziali candidati all'adesione all'UE. Tale programma, che si propone di rafforzare la vigilanza a livello macro e microprudenziale nei paesi dei Balcani occidentali e in Turchia, è attuato dalla BCE congiuntamente alle BCN partner e in collaborazione con istituzioni internazionali ed europee quali il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, il Comitato delle autorità europee di vigilanza bancaria, l'Istituto per la stabilità finanziaria, il Fondo monetario internazionale e la Banca mondiale. Durante la prima fase, l'Eurosistema ha organizzato un programma regionale di formazione intensiva sulla vigilanza macro e microprudenziale per circa 150 esperti di vigilanza principale provenienti dalle istituzioni beneficiarie⁸. Il programma sosterrà anche l'attuazione di misure nazionali specifiche, definite in accordo con l'FMI e la Banca mondiale, le BCN partner e i beneficiari. Inoltre, sono previste simulazioni tecniche a livello regionale sulla cooperazione fra autorità del paese di origine e autorità del paese ospitante.

Il 1° aprile 2010 la BCE e sette BCN dell'area dell'euro⁹ hanno avviato un programma di assistenza tecnica alla Banca centrale della Bosnia-Erzegovina della durata di 18 mesi. Il programma, finanziato dall'UE, assiste la Banca centrale della Bosnia-Erzegovina nell'adozione degli standard europei per l'attività di banca centrale e dei requisiti dell'UE

in preparazione della potenziale adesione della Bosnia-Erzegovina. I settori interessati sono i seguenti: statistiche, analisi e ricerca economica, stabilità finanziaria, obblighi giuridici che discendono dall'*acquis communautaire*, tecnologie informatiche e coordinamento dell'integrazione europea.

La BCE e 21 BCN¹⁰ hanno anche iniziato a sostenere la Banca nazionale serba il 1° febbraio 2011 con un programma finanziato dall'UE. Nel corso della sua durata biennale, il programma intende avvicinare le procedure e le prassi di banca centrale agli standard vigenti nell'UE nei seguenti settori: vigilanza finanziaria, armonizzazione giuridica, liberalizzazione dei movimenti di capitale, gestione delle riserve valutarie, operazioni di politica monetaria e di cambio, tutela dei consumatori di servizi finanziari, sostegno all'adesione all'UE, analisi e ricerca economica, statistiche, sistemi di pagamento e stabilità finanziaria.

È proseguito il programma di cooperazione tecnica con la Banca di Russia, finanziato dall'UE. La BCE, in partenariato con otto BCN dell'area dell'euro¹¹ e in collaborazione con l'autorità di vigilanza finanziaria finlandese, offre assistenza tecnica nei settori della vigilanza bancaria e del controllo interno. Lo scopo è di sostenere la graduale applicazione di Basilea 2 in Russia e aiutare i servizi di controllo interno della Banca di Russia con corsi di formazione e informazioni sulle prassi adottate dall'Eurosistema in tale ambito.

7 Le BCN di Belgio, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Cipro, Lussemburgo, Malta, Paesi Bassi, Austria, Portogallo, Slovenia, Slovacchia e Finlandia.

8 Si tratta delle banche centrali e delle autorità di vigilanza di Croazia, ex Repubblica iugoslava di Macedonia, Albania, Bosnia-Erzegovina, Montenegro, Turchia, Serbia e Kosovo (in base alla risoluzione del Consiglio di sicurezza delle Nazioni Unite 1244).

9 Le BCN di Germania, Grecia, Spagna, Italia, Paesi Bassi, Austria e Slovenia.

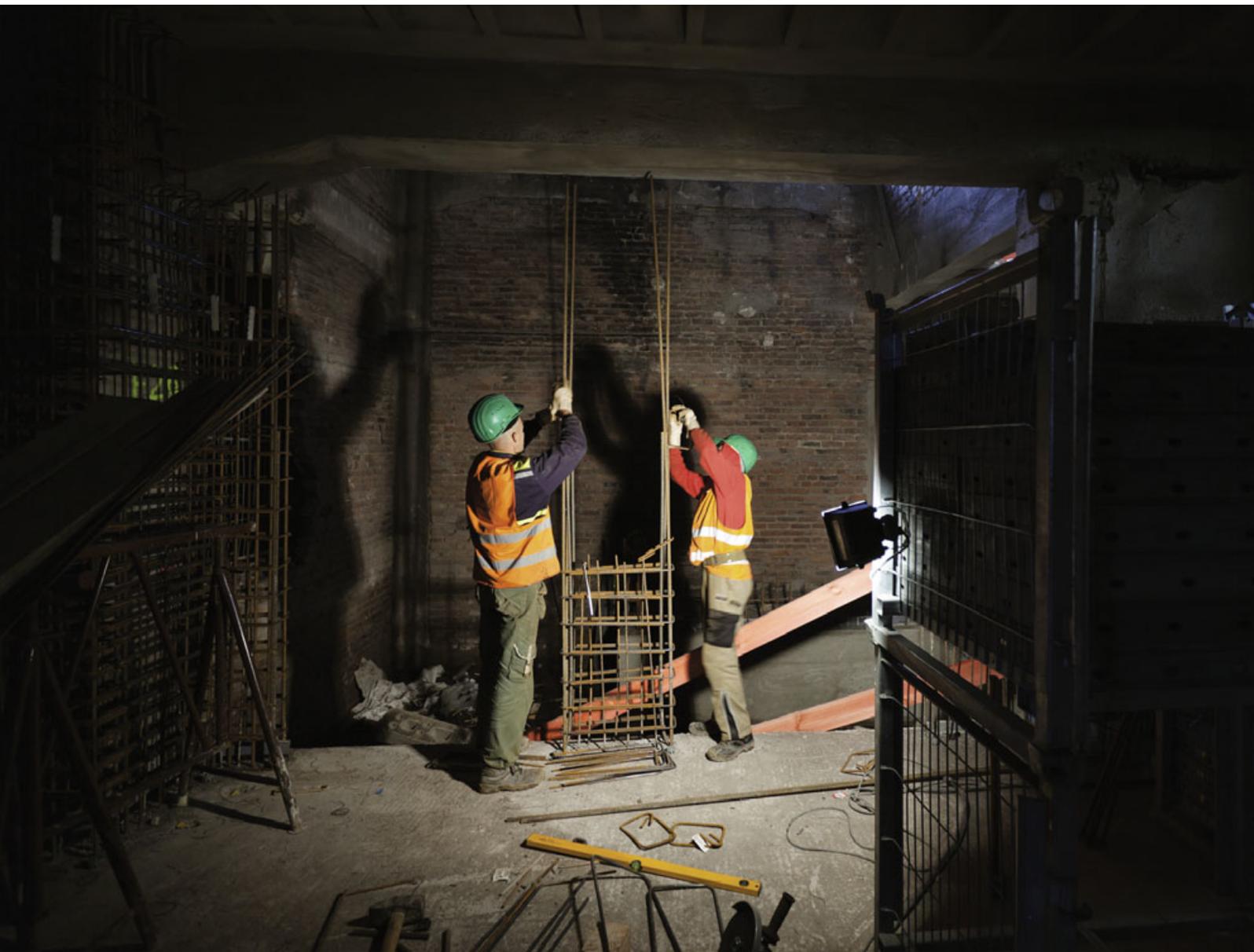
10 Le BCN di Belgio, Bulgaria, Repubblica Ceca, Germania, Estonia, Irlanda, Grecia, Spagna, Francia, Cipro, Lussemburgo, Ungheria, Paesi Bassi, Austria, Polonia, Portogallo, Romania, Slovenia, Slovacchia, Finlandia e Regno Unito.

11 Le BCN di Germania, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Paesi Bassi, Austria e Finlandia.

Il programma sta rispettando il calendario previsto e sarà concluso il 31 marzo 2011.

La cooperazione con la banca centrale egiziana è proseguita per tutto il 2010 in base a un programma finanziato dall'UE inteso a rafforzare la vigilanza bancaria in Egitto per assicurare la conformità con le componenti fondamentali dello schema di regolamentazione di Basilea 2. Il programma coinvolge esperti della BCE e di sette BCN del SEBC¹².

¹² Le BCN di Bulgaria, Repubblica Ceca, Germania, Grecia, Francia, Italia e Romania.



Lavori di costruzione nell'ala orientale della Grossmarkthalle che diventerà una parte integrante della nuova sede della BCE. I lavori di costruzione e di restauro necessari sono iniziati nella primavera 2010.

**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 e di quelle 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, debbano render conto del proprio operato ai cittadini e ai loro rappresentanti eletti. La responsabilità per il proprio operato costituisce quindi un importante contrappeso all'indipendenza della banca centrale.

Il Trattato stabilisce precisi obblighi di rendiconto per la BCE, che comprendono la pubblicazione di un rapporto trimestrale, di una situazione contabile consolidata settimanale e di un rapporto annuale. La BCE va oltre gli obblighi statutari nella sua regolare attività di rendiconto, diffondendo ad esempio bollettini a cadenza mensile (anziché trimestrale come richiesto) e tenendo conferenze stampa su base mensile dopo la prima riunione del Consiglio direttivo. Tali conferenze 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. L'impegno assunto dalla BCE in termini di responsabilità per il proprio operato e di trasparenza è illustrato anche dalle numerose pubblicazioni divulgate nel 2010 nonché dai frequenti interventi tenuti dai membri del Consiglio direttivo, che hanno trattato una vasta gamma di tematiche rilevanti dal punto di vista dei compiti della BCE, spaziando dalle misure straordinarie adottate in maggio alla necessità di risanare i conti pubblici e riformare la *governance* economica.

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 della BCE ha continuato

a riferire, in occasione delle audizioni trimestrali presso la Commissione parlamentare per i problemi economici e monetari (commissione ECON), sulle decisioni adottate dalla BCE in materia di politica monetaria e sugli altri compiti a essa attribuiti. In osservanza delle disposizioni del Trattato, ha presentato presso la sessione plenaria del Parlamento europeo nel novembre 2010 il Rapporto annuale 2009 della BCE.

Anche altri membri del Comitato esecutivo hanno tenuto in diverse occasioni audizioni presso il Parlamento europeo. Il Vicepresidente ha illustrato il Rapporto annuale 2009 alla commissione ECON prima che fosse presentato nella sessione plenaria. Jürgen Stark ha avuto uno scambio di opinioni con i membri di questa stessa commissione e con i rappresentanti dei parlamenti nazionali in merito alla ripresa economica e alle strategie di uscita. Lorenzo Bini Smaghi ha partecipato a un'audizione pubblica organizzata dalla commissione ECON sulla *governance* economica. Anche Gertrude Tumpel-Gugerell ha tenuto un'audizione presso la stessa commissione su tematiche connesse al sistema dei pagamenti. Secondo una prassi consolidata, una delegazione della commissione ECON si è recata in visita alla BCE il 13 dicembre 2010 per uno scambio di opinioni con i membri del Comitato esecutivo. Inoltre, la BCE ha accolto in visita la Commissione speciale sulla crisi finanziaria, economica e sociale e la Commissione per l'occupazione e gli affari sociali. I membri di queste due commissioni hanno così avuto l'opportunità di discutere con i membri del Comitato esecutivo un ampio ventaglio di tematiche, quali i recenti andamenti economici e dei conti pubblici, gli squilibri mondiali e le riforme del mercato del lavoro.

Infine, gli esperti della BCE hanno presentato ai parlamentari europei e nazionali il rapporto sulle questioni strutturali (*Structural Issues Report*) per il 2010 che la BCE ha stilato sui mercati dell'energia e sulla situazione macroeconomica nell'area dell'euro.

2 QUESTIONI SPECIFICHE SOLLEVATE DURANTE GLI INCONTRI CON IL PARLAMENTO EUROPEO

Durante gli scambi di opinioni tra i membri del Parlamento europeo e i rappresentanti della BCE è stata esaminata un'ampia serie di problematiche. Oltre agli andamenti macroeconomici e alla politica monetaria della BCE, i principali temi affrontati hanno interessato la *governance* economica dell'UE e dell'area dell'euro e la legislazione sulla regolamentazione e sulla vigilanza finanziaria.

LA RIFORMA DELLA *GOVERNANCE* ECONOMICA DELL'UE E DELL'AREA DELL'EURO

La riforma del quadro di riferimento per la *governance* economica dell'UE (cfr. capitolo 5) ha trovato ampio spazio nelle discussioni fra la BCE e il Parlamento europeo. Nei rapporti predisposti di propria iniziativa dalla commissione ECON e dalla Commissione speciale sulla crisi finanziaria, economica e sociale, il Parlamento europeo ha formulato raccomandazioni in merito a misure e azioni da intraprendere per migliorare le norme e le procedure esistenti. Tra l'altro, ha sollecitato il rafforzamento delle disposizioni del Patto di stabilità e crescita e ha proposto l'istituzione di un efficace meccanismo di incentivi e penalizzazioni. Il Parlamento europeo ha discusso il pacchetto di sei proposte legislative avanzate dalla Commissione il 29 settembre 2010 e, insieme al Consiglio dell'UE, ha avviato i relativi *iter* legislativi per la loro adozione.

In occasione delle sue audizioni dinanzi al Parlamento europeo, il Presidente della BCE ha sollecitato un salto di qualità nel rafforzamento della *governance* economica dell'UE e, in particolare, dell'area dell'euro. Ha espresso la sua piena fiducia nella capacità e nella volontà del Parlamento europeo di perseguire un approccio fermamente europeo a tale proposito. Inoltre, i rappresentanti della BCE hanno fornito consulenza specialistica al Parlamento europeo su determinati aspetti del pacchetto relativo alla *governance* economica.

LA RIFORMA DEL SETTORE FINANZIARIO DELL'UE

Il Parlamento europeo e la BCE hanno continuato l'intenso dialogo in materia di vigilanza e regolamentazione finanziaria. Il Parlamento europeo e il Consiglio hanno formalmente

adottato i quattro atti legislativi che istituiscono il Comitato europeo per il rischio sistemico e le autorità europee di vigilanza (cfr. capitolo 4)¹.

Il Presidente della BCE ha espresso soddisfazione, durante le audizioni dinanzi al Parlamento europeo, per il ruolo fondamentale svolto da tale istituzione nel perseguimento della riforma della vigilanza finanziaria con una prospettiva realmente europea. Ha altresì messo in evidenza l'importanza di mantenere lo slancio politico per progredire nell'attuazione del programma di regolamentazione finanziaria.

Quanto ad altri atti legislativi nel settore finanziario, il Parlamento europeo ha concentrato l'attività (e le sue discussioni con i rappresentanti della BCE) sulla redazione della direttiva concernente i gestori di fondi di investimento alternativi e sulla terza revisione della direttiva sull'adeguatezza patrimoniale, nonché sulla legislazione riguardante i conglomerati finanziari, i sistemi di garanzia dei depositi, le agenzie di *rating*, le vendite allo scoperto, gli strumenti derivati negoziati fuori borsa e le infrastrutture di mercato. Per tutte queste tematiche, il Presidente della BCE ha messo in evidenza l'importanza di conseguire parità di condizioni concorrenziali e di evitare l'arbitraggio regolamentare. La consulenza giuridica della BCE sulle proposte legislative dell'UE nella sua sfera di competenza, offerta sotto forma di pareri della BCE (cfr. la sezione 6.2 del capitolo 2), è servita anche da fonte di consulenza tecnica ai membri del Parlamento europeo.

¹ Il Consiglio dell'UE ha inoltre adottato il Regolamento n.1096/2010 che conferisce alla Banca centrale europea compiti specifici riguardanti il funzionamento del Comitato europeo per il rischio sistemico.



L'edificio di accesso creerà un raccordo visivo e funzionale fra la Grossmarkthalle e la doppia torre di uffici. Intersecherà la Grossmarkthalle per formare un ingresso chiaramente individuabile dal lato nord della sede sulla Sonnemannstrasse e ospiterà anche l'area per le conferenze stampa.

Per realizzare l'edificio di accesso nell'agosto 2010 si è provveduto a rimuovere tre segmenti del tetto della Grossmarkthalle, d'intesa con le autorità per la tutela dei beni storici. Le tre volte a guscio in cemento che sono state rimosse sono quelle danneggiate durante le incursioni aeree della Seconda guerra mondiale e successivamente ricostruite negli anni '50.

CAPITOLO 9

**L'ATTIVITÀ DI
COMUNICAZIONE
ESTERNA**

I LA POLITICA DI COMUNICAZIONE

L'attività di comunicazione esterna della 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 e degli altri compiti statutari 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 8.

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 vengono pubblicati in tutte le lingue ufficiali dell'UE, così come le decisioni di politica monetaria e le decisioni assunte dal Consiglio direttivo, oltre a quelle che fissano i tassi di interesse, e la situazione contabile consolidata dell'Eurosistema¹. Anche il Rapporto annuale della BCE è disponibile in versione integrale in tutte le lingue ufficiali dell'UE². Il Rapporto sulla Convergenza e i numeri trimestrali del Bollettino mensile della BCE sono pubblicati in versione integrale o sintetica in tutte le lingue ufficiali dell'UE³.

Ai fini della trasparenza e della responsabilità per il proprio operato nei confronti dei cittadini, la BCE pubblica altri documenti oltre a quelli statutari in alcune o in tutte le lingue ufficiali, in particolare i comunicati stampa sulle proiezioni macroeconomiche degli esperti, 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 BCN.

1 A eccezione dell'irlandese, per cui è in vigore una deroga a livello dell'UE.

2 A eccezione dell'irlandese (per deroga 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.

2 L'ATTIVITÀ 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 finanziaria ed economica. 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 cui si rivolgono nonché dei relativi contesti ed esigenze di comunicazione.

Le attività di comunicazione della BCE nel 2010 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 è stata dedicata a questa tematica. L'argomento ha inoltre dominato le domande e le richieste di informazioni ricevute dalla stampa, dal pubblico e dai visitatori della BCE. Fra le attività di comunicazione condotte regolarmente dalla BCE vanno annoverate anche le iniziative volte a istituire il Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS) e definirne gli obiettivi e i compiti, inclusa la disponibilità della BCE a svolgere le funzioni di segretariato per il nuovo organo.

La BCE pubblica con scadenza periodica diversi studi e rapporti, fra cui: il Rapporto annuale, che presenta un resoconto delle attività svolte nell'anno precedente, contribuendo così all'assolvimento del principio di responsabilità per il proprio operato; il Bollettino mensile, che fornisce aggiornamenti regolari sulla valutazione dell'evoluzione economica e monetaria effettuata dalla BCE e spiega in dettaglio i motivi sottostanti alle sue decisioni; la *Financial Stability Review*, che valuta la stabilità del sistema finanziario dell'area dell'euro con riferimento alla sua capacità di assorbire shock avversi. La BCE mette a disposizione anche un ampio volume di dati statistici, principalmente attraverso la *Statistical Data Warehouse* e i grafici interattivi presenti sul proprio sito

Internet, 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 2010 il Presidente e gli altri membri del Comitato esecutivo della BCE sono apparsi otto volte dinanzi al Parlamento europeo (per maggiori dettagli, cfr. il capitolo 8). Essi inoltre hanno tenuto circa 200 discorsi, rilasciato 260 interviste ai mezzi di informazione e pubblicato numerosi 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 ai vari destinatari sia a livello nazionale che regionale, utilizzando le rispettive lingue e tenendo conto dei diversi contesti.

Nel 2010 la BCE ha organizzato – in via esclusiva o in collaborazione con le BCN, la Commissione europea, lo European Journalism Centre e altre fondazioni e autorità pubbliche – 15 seminari per giornalisti volti ad approfondire le conoscenze e la comprensione da parte dei mezzi di informazione nazionali e internazionali per quanto concerne il mandato, i compiti e le attività della BCE.

Nel 2010 la BCE ha accolto presso la propria sede a Francoforte circa 13.000 visitatori, che hanno ricevuto informazioni dirette sotto forma di presentazioni tenute da esperti e dirigenti della BCE.

Tutti i documenti pubblicati dalla BCE e le altre informazioni sulle varie attività svolte sono disponibili sul sito Internet, che nel 2010 ha ricevuto 29 milioni di visite (il 16 per

cento in più rispetto all'anno precedente), con 231 milioni di pagine visualizzate e 68 milioni di documenti scaricati. Nel dicembre 2010 la BCE ha lanciato, di concerto con le BCN, due strumenti didattici dedicati alle funzioni di banca centrale e all'economia: "€CONOMIA: il gioco della politica monetaria" e "Inflation Island". In "€CONOMIA" i giocatori devono controllare l'inflazione indirizzando il tasso di interesse di riferimento e al contempo tenere conto degli altri parametri economici, come la crescita della produzione, la disoccupazione e la crescita della moneta. "Inflation Island" ricostruisce un'economia immaginaria dove i giocatori possono confrontare i vantaggi della stabilità dei prezzi con gli effetti deleteri della deflazione, dell'inflazione elevata e dell'iperinflazione. I giochi sono rivolti a persone di 18-25 anni di età con scarsa o nessuna conoscenza di economia e possono essere scaricati dal sito Internet della BCE e dai siti Internet di gran parte delle BCN in tutte le lingue ufficiali dell'UE.

Nel 2010 la BCE ha risposto a circa 100.000 richieste di informazioni da parte del pubblico su varie questioni relative ad attività, politiche e decisioni della BCE.

Nel 2010 sono state organizzate diverse conferenze internazionali di alto livello, fra cui *The great financial crisis: lessons for financial stability and monetary policy – a colloquium in honour of Lucas Papademos* e la *Sesta Central Banking Conference* della BCE su *Approaches to monetary policy revisited – lessons from the crisis*.

In preparazione dell'ingresso dell'Estonia nell'area dell'euro dal 1° gennaio 2011, la BCE e la Eesti Pank hanno organizzato nel 2010 una campagna informativa per far conoscere ai cittadini estoni l'aspetto visivo e le caratteristiche di sicurezza delle banconote e delle monete in euro. Gli strumenti di comunicazione utilizzati per la campagna – indagini di opinione, ben 20 diverse pubblicazioni a stampa (1,6 milioni di copie in totale) e pagine Internet dedicate – sono stati scelti alla luce dell'esperienza acquisita nei precedenti cambiamenti di segno

monetario. Per la prima volta dalla Campagna di informazione euro 2002 si è fatto ricorso alla pubblicità televisiva (quattro pubblicità televisive trasmesse tra novembre 2010 e metà gennaio 2011). Sono stati organizzati numerosi eventi di comunicazione e relazioni pubbliche, tra cui un seminario della BCE con gli operatori dei mezzi di comunicazione a Francoforte, oltre a una mostra dedicata alle banconote e monete in euro e una conferenza sull'euro a Tallinn. Il 19 settembre 2010 a Tallinn, in occasione del lancio della campagna di informazione sull'euro in Estonia, il Presidente Trichet ha consegnato al Governatore Lipstok una stella simbolica contenente banconote in euro. Inoltre, nel quadro delle attività di comunicazione sulle banconote, si è tenuta a Berlino, Francoforte, Lussemburgo, Varsavia e Tallinn una mostra caratterizzata da una serie di elementi e giochi interattivi, in collaborazione con le BCN e altri istituti, come i musei.

Nel 2010 il programma *Cultural Days* della BCE è stato dedicato ai Paesi Bassi e organizzato di concerto con De Nederlandsche Bank. Per testimoniare la diversità culturale dei Paesi Bassi, fra il 20 ottobre e il 15 novembre si sono tenuti 22 eventi presso importanti centri culturali di Francoforte. Il programma è stato varato nel 2003 con l'obiettivo di stimolare la consapevolezza culturale e offrire ai residenti di Francoforte e ai visitatori la possibilità di avvicinarsi ogni anno alla cultura di un paese membro dell'UE.



Il 19 maggio 2010 la BCE ha celebrato l'inizio ufficiale dei lavori di costruzione con la posa della prima pietra della nuova sede presso il sito della Grossmarkthalle, a Francoforte sul Meno.

Insieme al Presidente della BCE, Jean-Claude Trichet, i membri del Comitato esecutivo, del Consiglio direttivo e del Consiglio generale della BCE, nonché il sindaco di Francoforte, Petra Roth, e l'architetto Wolf D. Prix di COOP HIMME(L)AU, hanno riempito la pietra di fondazione con un insieme di progetti dell'edificio, con i giornali di tutti i 27 Stati membri dell'Unione europea, i set di monete in euro dei 16 paesi dell'area dell'euro, la serie di banconote in euro e una moneta della Città di Francoforte. La prima pietra è stata poi sigillata e trasferita nello scavo di fondazione, dove sarà eretta la doppia torre di uffici.

CAPITOLO 10

**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 (17 dal 1° gennaio 2011). Il termine "Eurosistema", ora incorporato nel Trattato di Lisbona, era stato in precedenza adottato dal Consiglio direttivo 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.

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. Il Trattato di Lisbona ha attribuito alla BCE lo status di istituzione dell'UE. Tuttavia, le caratteristiche istituzionali della BCE restano invariate.

Ciascuna BCN gode di personalità giuridica in base alla legislazione del rispettivo paese.

In quanto parte integrante dell'Eurosistema, le BCN dell'area dell'euro svolgono i compiti a esso conferiti in conformità con le regole fissate dagli organi decisionali della BCE. Contribuiscono inoltre ai lavori dell'Eurosistema e del SEBC attraverso la partecipazione dei propri rappresentanti ai diversi Comitati dell'Eurosistema/SEBC (cfr. la sezione 1.5 di questo capitolo). Possono espletare, sotto la propria responsabilità, funzioni estranee all'ambito dell'Eurosistema, sempre che il Consiglio direttivo non reputi che tali funzioni interferiscano con gli obiettivi e i compiti dell'Eurosistema.

L'Eurosistema e il SEBC sono retti dagli organi decisionali della BCE: il Consiglio direttivo e il Comitato esecutivo. È stato istituito un terzo organo decisionale della BCE, il Consiglio generale, che rimarrà in essere fino a quando esisteranno Stati membri che non abbiano ancora adottato l'euro. Il funzionamento dei suddetti organi è regolato dal Trattato che istituisce la Comunità europea, dallo Statuto del SEBC e dai relativi regolamenti interni¹. Il processo decisionale all'interno dell'Eurosistema e del SEBC è centralizzato, ma la BCE e le BCN dell'area dell'euro contribuiscono congiuntamente, sul piano sia strategico che operativo, a conseguire gli obiettivi comuni dell'Eurosistema, nel dovuto rispetto del principio di decentramento, secondo quanto stabilito nello Statuto del SEBC.

1.2 IL CONSIGLIO DIRETTIVO

Il Consiglio direttivo comprende i membri del Comitato esecutivo e i governatori delle BCN degli Stati membri che hanno adottato l'euro. In base al Trattato le sue principali responsabilità sono le seguenti:

- adottare gli indirizzi e prendere le decisioni necessari ad assicurare lo svolgimento dei compiti affidati all'Eurosistema;

- formulare la politica monetaria dell'area dell'euro, ivi comprese, ove opportuno, le decisioni relative agli obiettivi monetari intermedi, ai tassi di interesse di riferimento e all'offerta di riserve nell'Eurosistema, nonché fissare i necessari indirizzi per la loro attuazione.

Il Consiglio direttivo si riunisce di norma due volte al mese presso la sede della BCE a Francoforte sul Meno, in Germania. Nel corso della prima riunione esso si occupa, fra le altre cose, di condurre una valutazione approfondita degli andamenti monetari ed economici e di 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 2010 una riunione è stata tenuta in una sede diversa da Francoforte, a Lisbona presso il Banco de Portugal. In aggiunta a tali riunioni, il Consiglio direttivo può tenere riunioni anche tramite teleconferenza o prendere decisioni con procedura scritta.

Nel prendere decisioni sulla politica monetaria e su altri compiti della BCE e dell'Eurosistema, i membri del Consiglio direttivo non agiscono in veste di rappresentanti nazionali, ma a titolo personale e con piena indipendenza. Ciò è riassunto nel principio "un membro, un voto" applicato in seno al Consiglio direttivo. Nel 2008 il Consiglio direttivo ha deciso di mantenere l'attuale sistema di voto – ai sensi dell'articolo 10.2 dello Statuto del SEBC – e di introdurre un meccanismo di rotazione solo quando il numero dei governatori dell'area dell'euro risulterà superiore a 18. Nel marzo

¹ Per il Regolamento interno della BCE, cfr. la Decisione BCE/2004/2 del 19 febbraio 2004 relativa all'adozione del Regolamento interno della Banca centrale europea, GU L 80, 18.3.2004, pag. 33, 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.

2009 il Consiglio direttivo ha adottato una decisione relativa a tutti gli aspetti dell'attuazione del sistema di rotazione². Tale decisione entrerà in vigore quando il sistema di rotazione verrà adottato.

2 Decisione BCE/2009/5 del 19 marzo 2009 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, quali l'ordine, il periodo e il tasso 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



Prima fila (da sinistra):
Erkki Liikanen, Marko Kranjec,
Athanasios Orphanides,
Vitor Constâncio, Jean-Claude Trichet,
Gertrude Tumpel-Gugerell,
Michael C. Bonello, Ewald Nowotny

Seconda fila (da sinistra):
Nout Wellink, Miguel Fernández
Ordóñez, Lorenzo Bini Smaghi,
Yves Mersch

Terza fila (da sinistra):
Christian Noyer, Carlos Costa,
Guy Quaden, Patrick Honohan,
Georgios Provopoulos, José Manuel
González-Páramo, Axel A. Weber,
Jürgen Stark

Nota: Mario Draghi, Andres Lipstok
and Jozef Makúch non erano presenti
quando è stata scattata la foto.

Jean-Claude Trichet

Presidente della BCE

Vitor Constâncio

Vicepresidente della BCE

(dal 1° giugno 2010)

Governatore del Banco de Portugal

(fino al 31 maggio 2010)

Lucas D. Papademos

Vicepresidente della BCE

(fino al 31 maggio 2010)

Lorenzo Bini Smaghi

Membro del Comitato esecutivo della BCE

Michael C. Bonello

Governatore della Bank Ċentrali ta' Malta /

Central Bank of Malta

Carlos Costa

Governatore del Banco de Portugal

(dal 7 giugno 2010)

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 of Ireland

Marko Kranjec

Governatore della Banka Slovenije

Erkki Liikanen

Governatore della Suomen Pankki –

Finlands Bank

Andres Lipstok

Governatore della Eesti Pank

(dal 1° gennaio 2011)

Jozef Makúch

Governatore della Národná banka Slovenska

(dal 12 gennaio 2010)

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

(fino all'11 gennaio 2010)

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

I.3 IL COMITATO ESECUTIVO

Il Comitato esecutivo comprende il Presidente e il Vicepresidente della BCE e altri quattro membri nominati dal Consiglio europeo, con delibera a maggioranza qualificata previa consultazione del Parlamento europeo e della BCE. Le principali responsabilità del Comitato esecutivo, che di regola si riunisce una volta la settimana, sono:

- preparare le riunioni del Consiglio direttivo;
- attuare la politica monetaria dell'area dell'euro in conformità con gli indirizzi e le decisioni adottati dal Consiglio direttivo,

impartendo le necessarie istruzioni alle BCN dell'area dell'euro;

- gestire gli affari correnti della BCE;
- esercitare determinati poteri a esso delegati dal Consiglio direttivo, inclusi quelli di natura regolamentare.

Un Comitato di gestione fornisce assistenza al Comitato esecutivo in materia di gestione della BCE, pianificazione delle attività e predisposizione del bilancio annuale. Il Comitato di gestione è composto da un membro del Comitato esecutivo, che agisce in veste di presidente, e da diversi dirigenti di livello elevato.

Prima fila (da sinistra):
Gertrude Tumpel-Gugerell,
Jean-Claude Trichet,
Vítor Constâncio

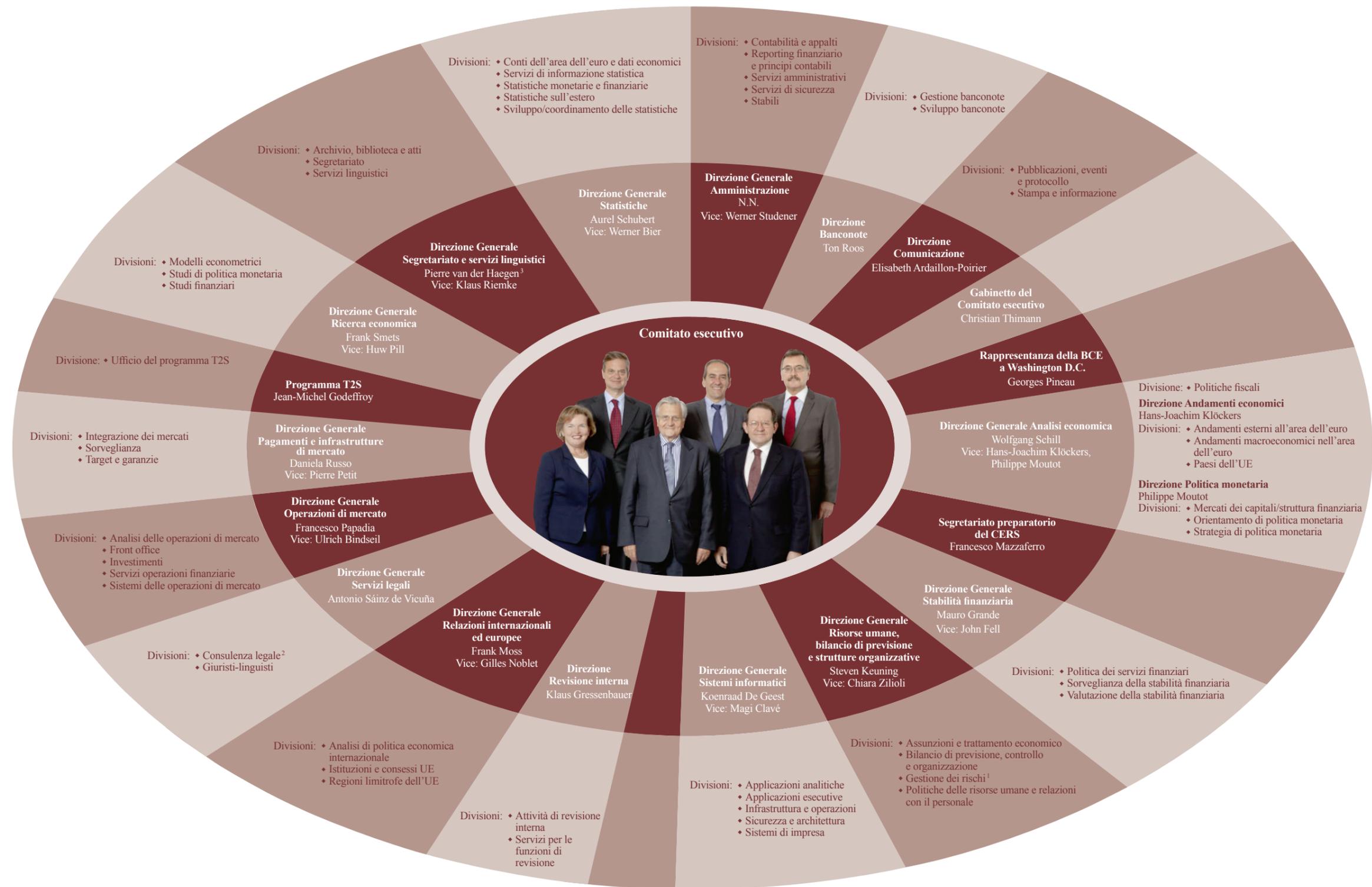
Seconda fila (da sinistra):
Lorenzo Bini Smaghi,
José Manuel González-Páramo,
Jürgen Stark



Jean-Claude Trichet
Presidente della BCE
Vítor Constâncio
Vicepresidente della BCE
(dal 1° giugno 2010)
Lucas D. Papademos
Vicepresidente della BCE
(fino al 31 maggio 2010)

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

ORGANIGRAMMA DELLA BCE
(al 31 dicembre 2010)



¹ Risponde direttamente al Comitato esecutivo.
² Include la funzione di protezione dei dati.
³ Segretario del Comitato esecutivo, del Consiglio direttivo e del Consiglio generale.

Comitato esecutivo
Prima fila (da sinistra): Gertrude Tumpel-Gugerell, Jean-Claude Trichet (Presidente), Vítor Constâncio (Vicepresidente)
Seconda fila (da sinistra): Lorenzo Bini Smaghi, José Manuel González-Páramo, Jürgen Stark

1.4 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 2010 il Consiglio generale si è riunito in occasione delle quattro riunioni trimestrali normativamente previste; una riunione *ad hoc* è stata inoltre tenuta per l'adozione del Rapporto di Convergenza della BCE.



Prima fila (da sinistra):

Ewald Nowotny, Erkki Liikanen,
Marko Kranjec, Patrick Honohan,
Vitor Constâncio, Jean-Claude Trichet,
Miguel Fernández Ordóñez,
Yves Mersch, Stefan Ingves

Seconda fila (da sinistra)

Nout Wellink, Ilmārs Rimšēvičs,
Carlos Costa, Ivan Iskrov,
Athanasios Orphanides,
Miroslav Singer, Marek Belka,
Michael C. Bonello

Terza fila (da sinistra):

András Simor, Guy Quaden,
Axel A. Weber, Christian Noyer,
Nils Bernstein, Georgios Provopoulos,
Reinoldijus Šarkinas, Andres Lipstok,
Mugur Constantin Isărescu

Nota: Mario Draghi, Mervyn King
and Jozef Makúch non erano presenti
quando è stata scattata la foto.

Jean-Claude Trichet

Presidente della BCE

Vitor Constâncio

Vicepresidente della BCE

(dal 1° giugno 2010)

Governatore del Banco de Portugal

(fino al 31 maggio 2010)

Lucas D. Papademos

Vicepresidente della BCE

(fino al 31 maggio 2010)

Marek Belka

Presidente della Narodowy Bank Polski

(dall'11 giugno 2010)

Nils Bernstein

Governatore della Danmarks Nationalbank

Michael C. Bonello

Governatore della Bank Ċentrali ta' Malta /
Central Bank of Malta

Carlos Costa

Governatore del Banco de Portugal

(dal 7 giugno 2010)

Mario Draghi

Governatore della Banca d'Italia

Miguel Fernández Ordóñez

Governatore del Banco de España

Patrick Honohan

Governatore della Central Bank of Ireland

Stefan Ingves

Governatore della Sveriges Riksbank

Mugur Constantin Isărescu

Governatore della Banca Națională a României

Ivan Iskrov

Governatore della Българска народна банка
(Banca nazionale di Bulgaria)

Mervyn King

Governatore della Bank of England

Marko Kranjec

Governatore della Banka Slovenije

Erkki Liikanen

Governatore della Suomen Pankki –
Finlands Bank

Andres Lipstok

Governatore della Eesti Pank

Jozef Makúch

Governatore della Národná banka Slovenska
(dal 12 gennaio 2010)

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

Miroslav Singer

Governatore della Česká národní banka (dal 1° luglio 2010)

Sławomir Skrzypek †

Presidente della Narodowy Bank Polski (fino al 10 aprile 2010)

Ivan Šramko

Governatore della Národná banka Slovenska (fino all'11 gennaio 2010)

Zdeněk Tůma

Governatore della Česká národní banka (fino al 30 giugno 2010)

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 ogni qualvolta 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. Il 16 settembre 2010 è stato istituito il Comitato per la gestione dei rischi al fine di assistere il Consiglio direttivo nell'assicurare l'appropriato livello di protezione per l'Eurosistema tramite la gestione e il controllo dei rischi derivanti dalle operazioni di mercato. Il 16 dicembre 2010 il Comitato per la vigilanza bancaria è stato sciolto a seguito dell'istituzione del Comitato europeo per il rischio sistemico (cfr. capitolo 6). Al 31 dicembre 2010 risultavano istituiti 13 Comitati dell'Eurosistema/SEBC ai sensi dell'articolo 9.1 del Regolamento interno della BCE. Ai sensi dello stesso articolo, il 13 gennaio 2011 è stato istituito il Comitato per la stabilità finanziaria per assistere il Consiglio direttivo nell'adempimento dei compiti della BCE in materia di stabilità finanziaria.

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 (*Eurosystem IT Steering Committee*) è stato istituito nel 2007 dal Consiglio direttivo con il mandato di portare costanti miglioramenti nell'utilizzo dell'informatica all'interno dell'Eurosistema.

1.6 LA GOVERNANCE INTERNA

Oltre agli organi decisionali, il sistema di *governance* interna della BCE prevede vari livelli di controllo esterni e interni, due codici di condotta, un quadro etico e norme in materia di accesso del pubblico ai documenti della BCE.

LIVELLI ESTERNI DI CONTROLLO

Lo Statuto del SEBC prevede due livelli di controllo: quello dei revisori esterni, incaricati di verificare il bilancio della BCE (articolo 27.1 dello Statuto del SEBC), e quello della Corte dei conti europea, che verifica l'efficienza operativa della gestione della BCE (articolo 27.2). Il rapporto annuale della Corte dei conti europea e la risposta della BCE sono pubblicati sul sito Internet della BCE e sulla Gazzetta ufficiale dell'Unione europea. Al fine di rafforzare la massima garanzia data al pubblico sull'indipendenza dei revisori esterni della BCE viene applicato il principio della rotazione della società di revisione³. 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 sulla base di criteri di selezione armonizzati, coerenti e trasparenti.

3 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 2008-2012 è stato conferito a PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft.

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 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 2010 la BCE ha ulteriormente affinato il suo approccio alla gestione del rischio operativo e ha continuato, insieme alle BCN, ad attuare il quadro di gestione del rischio operativo per i compiti e i processi dell'Eurosistema. Le aree operative della BCE hanno inoltre aggiornato le loro valutazioni del rischio operativo. La BCE verifica ed esamina regolarmente le disposizioni di continuità operativa per le sue operazioni essenziali. Inoltre, nel 2010 la BCE ha rivisto il suo quadro di gestione delle crisi e condotto un programma di formazione per il team di gestione delle crisi. Dopo l'approvazione da parte del Consiglio direttivo della graduale introduzione del quadro di riferimento per la continuità operativa dell'Eurosistema nel 2009, sono state sviluppate le procedure per un'analisi dell'impatto operativo a livello di Eurosistema.

Inoltre, nel dicembre 2010 il Comitato per la gestione dei rischi si è riunito per la prima volta. Uno dei suoi principali compiti è di fornire una valutazione integrata di tutti i rischi finanziari che l'Eurosistema affronta nelle sue operazioni di mercato, che includono le operazioni di politica monetaria e di credito infragiornaliero dell'Eurosistema, le operazioni di cambio, nonché le operazioni connesse alla gestione delle riserve estere della BCE.

Indipendentemente dalla struttura di controllo interno e dal monitoraggio dei rischi della BCE, la Direzione Revisione interna svolge incarichi di revisione su mandato diretto del Comitato esecutivo. In conformità con il mandato definito dallo Statuto dei revisori della BCE⁴, essa fornisce una garanzia e servizi di consulenza indipendenti e obiettivi, apportando un approccio sistematico alla valutazione e al miglioramento dell'efficacia dei processi di gestione dei rischi, di controllo e di *governance*. 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).

CODICI DI CONDOTTA

Due codici di condotta si applicano ai membri degli organi decisionali della BCE. Il primo fornisce indirizzi e principi etici per i membri del Consiglio direttivo e i loro supplenti nello svolgimento delle funzioni di competenza di tale organo decisionale. Contempla le loro responsabilità per la salvaguardia dell'integrità e della reputazione dell'Eurosistema e per il mantenimento dell'efficacia del suo funzionamento⁵. Un Consulente per la

4 Per promuovere la trasparenza delle misure ispettive adottate in seno alla BCE tale statuto è pubblicato sul sito Internet della BCE.

5 Cfr. il Codice di condotta per i membri del Consiglio direttivo, GU C 123 del 24.5.2002, pag. 9, i suoi emendamenti, GU C 10, 16.1.2007, pag. 6 e il sito Internet della BCE.

deontologia è stato nominato dal Consiglio direttivo per fornire assistenza ai suoi membri in merito agli aspetti di condotta professionale. Il secondo codice è il Codice supplementare sui criteri deontologici per i membri del Comitato esecutivo⁶. Esso completa l'altro codice dettagliando ulteriormente il regime deontologico applicabile ai membri del Comitato esecutivo. Il 1° aprile 2010 è entrato in vigore un quadro etico per i membri del personale della BCE⁷. Questo ha consolidato e rafforzato le regole deontologiche che si applicano al personale della BCE, contenute nelle Condizioni di impiego, nelle Norme sul personale e nel Codice di condotta⁸. Il quadro etico fornisce linee guida e stabilisce convenzioni, standard e parametri di riferimento deontologici. Tutto il personale è tenuto a mantenere elevati standard di comportamento etico professionale nell'espletamento dei propri compiti, nonché nelle proprie relazioni con le BCN, le autorità pubbliche, gli operatori di mercato, i rappresentanti dei media e il pubblico in generale. Un Consulente per la deontologia nominato dal Comitato esecutivo assicura un'interpretazione uniforme delle regole applicabili ai membri del Comitato esecutivo e al personale.

MISURE ANTIFRODE

Nel 1999 il Parlamento europeo e il Consiglio hanno adottato un regolamento⁹ allo scopo di potenziare la lotta contro frodi, corruzione e ogni altra attività illecita lesiva degli interessi finanziari delle Comunità europee. Con tale regolamento si istituivano inoltre le indagini interne condotte dall'Ufficio europeo per la lotta antifrode (OLAF) su casi sospetti di frode presso le istituzioni, gli organi e gli uffici e agenzie 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 decisione¹⁰, 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

6 Cfr. il Codice supplementare di criteri deontologici per i membri del Comitato esecutivo, GU C 104 del 23.4.2010, pag. 8 e il sito Internet della BCE.

7 Cfr. la Parte 0 delle norme sul personale della BCE contenente il quadro etico, GU C 104 del 23.4.2010, pag. 3 e il sito Internet della BCE.

8 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.

9 Regolamento (CE) n. 1073/1999 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 25 maggio 1999, relativo alle indagini svolte dall'Ufficio europeo per la lotta antifrode (OLAF), GU L 136 del 31.5.1999, pag. 1.

10 Decisione BCE/2004/11 riguardante le condizioni e le modalità delle indagini dell'Ufficio europeo per la lotta antifrode in seno alla Banca centrale europea in materia di lotta contro le frodi, la corruzione e ogni altra attività illecita lesiva degli interessi finanziari delle Comunità europee e che modifica le condizioni di impiego per il personale della Banca centrale europea, GU L 230 del 30.6.2004, pag. 56. La decisione è stata adottata in risposta alla sentenza della Corte europea di giustizia resa il 10 luglio 2003 nella Causa C-11/00, Commissione delle Comunità europee contro Banca centrale europea (I-07147).

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 BCE¹¹, 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 trasparenza, preservando nel contempo l'indipendenza della BCE e delle BCN e la riservatezza di talune materie proprie dell'espletamento delle funzioni della BCE¹².

Nel 2010 il numero delle richieste di accesso del pubblico è rimasto limitato.

11 Decisione BCE/2004/3 sull'accesso pubblico ai documenti della Banca centrale europea, GU L 80 del 18.3.2004, pag. 42.

12 In linea con l'impegno della BCE in materia di accesso e trasparenza, la sezione *Archives* è stata aggiunta nel sito Internet della BCE per fornire accesso alla documentazione storica.

2 GLI SVILUPPI ORGANIZZATIVI

2.1 LA GESTIONE DELLE RISORSE UMANE

Nel 2010 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 2010 gli sviluppi attinenti la cultura aziendale della BCE si sono incentrati sulla diversità e sull'etica professionale. Sono state lanciate varie iniziative al fine di accrescere la consapevolezza negli obiettivi in materia di differenze di genere e incorporarli più profondamente nelle regolari attività delle risorse umane. Per indicare l'impegno della BCE a tale riguardo, è stata pubblicata sul sito Internet della BCE una dichiarazione pubblica sulla diversità. Per quanto attiene all'etica professionale, nel 2010 è entrato in vigore un quadro etico per i membri del personale della BCE, come esposto in maggior dettaglio nella sezione precedente.

LE ASSUNZIONI

Al 31 dicembre 2010 l'organico effettivo della BCE risultava pari a 1.607 unità *full-time equivalent* (rispetto a 1.563 al 31 dicembre 2009)¹³. Nel 2010 sono stati offerti in totale 53 nuovi contratti a tempo determinato (limitati convertibili in contratti permanenti). Per contro, 28 membri del personale con contratti a tempo determinato o indeterminato hanno lasciato la BCE nello stesso anno (27 nel 2009), a seguito di dimissioni o pensionamento. Inoltre, per coprire assenze di personale inferiori a un anno nel 2010 sono stati sottoscritti 128 contratti a breve termine (in aggiunta ad alcune estensioni di contratto) e sono scaduti 140 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. Il 31 dicembre 2010 lavoravano alla BCE con varie funzioni 158 dipendenti di BCN

e organizzazioni internazionali, ovvero il 12 per cento in più che nel 2009.

Nel settembre 2010 la BCE ha accolto il quinto gruppo di partecipanti nel suo *Graduate Programme*. I partecipanti, che 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.

Come in passato, tirocini interni sono stati offerti per tutto l'anno a studenti e laureati aventi una formazione in economia, statistica, amministrazione aziendale, diritto e traduzione. Nell'aprile 2010 la BCE ha pubblicato sul suo sito Internet le regole che disciplinano il suo programma di tirocinio, al fine di fornire maggiore chiarezza sui criteri d'idoneità, sulla durata dell'assegnazione, sulle ferie e sulla copertura medica. Al 31 dicembre 2010 la BCE ospitava 92 tirocinanti (12,8 per cento in più rispetto al 2009). 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 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 inoltre agevolare la mobilità interna del personale ponendo l'enfasi su competenze ampie. Nel corso del 2010 204 dipendenti, inclusi 37 dirigenti e consiglieri, sono stati trasferiti internamente per coprire

¹³ Queste cifre, oltre ai contratti basati su posizioni *full time equivalent*, comprendono fra l'altro, i contratti a breve termine concessi a personale distaccato dalle BCN o da organizzazioni internazionali e quelli dei partecipanti al *Graduate Programme*.

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)*, promosso dalla Conferenza per le risorse umane, che consente alla BCE di distaccare personale presso le 27 BCN dell'UE o importanti organizzazioni internazionali (ad esempio l'FMI e la BRI) per periodi da due a dodici mesi. Nel 2010 sono stati distaccati in totale otto dipendenti nell'ambito di tale programma (nuovi casi). Inoltre, la BCE ha concesso periodi di congedo non retribuito, per una durata massima di tre anni, a 36 membri del personale (nuovi casi). A fine dicembre 2010 il numero totale di dipendenti in congedo non retribuito era di 45 (rispetto a 55 nel 2009).

La BCE ha continuato a promuovere l'acquisizione e lo sviluppo di capacità e il potenziamento delle competenze dei membri della dirigenza e del personale. Oltre a svariate possibilità di formazione interna, i dipendenti e la dirigenza 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.

LE CONDIZIONI DI IMPIEGO

Le condizioni di impiego alla BCE sono concepite per attrarre il personale e bilanciarne le esigenze con quelle dell'organizzazione. La BCE sta rivedendo alcune delle sue disposizioni su orari di lavoro e congedi al fine di facilitare ulteriormente la gestione delle richieste di lavoro a tempo parziale. Alla fine del 2010 158 dipendenti lavoravano a tempo parziale, il 10 per cento in meno rispetto al 2009. Al 31 dicembre 2010 il numero dei membri del personale in congedo parentale non retribuito era di 24 (contro 28 nel 2009). Il progetto pilota di telelavoro lanciato nel 2008 è proseguito nel 2010. In media, circa 235 dipendenti hanno utilizzato il telelavoro ciascun mese, mentre, nel complesso del 2010, 662 dipendenti ne hanno fruito almeno una volta.

La BCE ha continuato a fornire sostegno al personale negli ambiti dell'assistenza all'infanzia e della conciliazione tra lavoro e famiglia. Le politiche per genitori di bambini affetti da malattie gravi o da bisogni educativi imperativi sono state potenziate per includere un maggiore supporto per i genitori di bambini con difficoltà d'apprendimento o disturbi dello sviluppo neurocomportamentale.

2.2 LE RELAZIONI CON IL PERSONALE E IL DIALOGO SOCIALE

La BCE riconosce pienamente l'importanza di un dialogo costruttivo con il suo personale. Nel 2010 la BCE ha tenuto consultazioni con rappresentanti del personale su remunerazioni, occupazione, condizioni di lavoro, condizioni di salute e sicurezza e pensioni. Ha continuato a mantenere un dialogo regolare con rappresentanti del personale su questioni occupazionali e sociali.

È in corso una discussione con il sindacato riconosciuto sul protocollo d'intesa tra la BCE e il sindacato stesso, al fine di potenziare ulteriormente il dialogo sociale all'interno della BCE.

2.3 LA NUOVA SEDE DELLA BCE

L'avvio ufficiale dei lavori di costruzione della nuova sede della BCE, nel quartiere Ostend di Francoforte, è stato contrassegnato dalla cerimonia per la posa della prima pietra tenutasi il 19 maggio 2010. Nel mese di giugno sono iniziate le opere in acciaio per la realizzazione delle fondazioni delle due torri per uffici e per l'autorimessa interrata per il personale, seguite dall'avvio delle opere strutturali in cemento. I due piani dell'autorimessa per il personale ed i piani interrati delle torri per uffici sono stati completati all'inizio del 2011, quando sono state avviate le opere strutturali del piano terreno.

Parallelamente sono iniziati i lavori nella Grossmarkthalle. Per consentire la realizzazione del corpo d'ingresso, è stata demolita parte della esistente facciata e tre moduli della copertura voltata nella porzione orientale degli ex mercati generali. Sono stati anche demoliti i piani interrati dei mercati, per permettere la realizzazione di un volume che sia al tempo stesso impermeabile all'acqua e capace di sostenere il peso delle sovrastanti nuove strutture che ospiteranno le funzioni pubbliche della BCE, quali il centro visitatori, le sale conferenze, il bar e la mensa del personale.

In collaborazione con le Autorità preposte alla tutela dei beni storici, sono iniziati nella primavera 2010 anche i lavori di restauro della Grossmarkthalle per il recupero dei prospetti in mattoni e dei solai in cemento nervato dell'ala orientale. Sono in corso, anche, completi lavori di restauro per consentire la conservazione dell'intera struttura della Grossmarkthalle.

Nel mese di febbraio 2011 la BCE ha stipulato il contratto per i lavori strutturali delle due torri con un'altra impresa di costruzioni. La precedente impresa aggiudicataria, Baresel GmbH, ha eseguito i lavori strutturali fino al livello del suolo, mentre alla Ed. Züblin AG sono state affidate le rimanenti opere strutturali. I lavori di costruzione stanno procedendo in linea con il programma stabilito. La data di fine lavori, programmata per la fine del 2013, resta confermata, e la BCE si trasferirà nei nuovi uffici immediatamente dopo, cioè nel 2014.

2.4 L'UFFICIO DI COORDINAMENTO DEGLI ACQUISTI DELL'EUROSISTEMA

Nel 2010 l'Ufficio di coordinamento degli acquisti dell'Eurosistema (*Eurosystem Procurement Coordination Office*, EPCO) ha finalizzato due procedure congiunte avviate nel 2009: gli accordi in materia di trasporto aereo per le riunioni del SEBC e di sistemazione alberghiera a livello mondiale. In aggiunta, l'EPCO ha coordinato una serie di analisi avviate nel 2009 che dovrebbero essere finalizzate o

portare ad acquisti congiunti nei prossimi mesi. Gli ambiti ricoperti da tali analisi includono i fornitori di dati di mercato e le agenzie di *rating*, le forniture per ufficio e i prodotti di software informatico standard. L'EPCO ha inoltre continuato a promuovere lo scambio delle migliori prassi in materia di acquisti tra banche centrali.

Nella riunione del 15 dicembre 2010 il Consiglio direttivo ha preso atto del documento EPCO: la revisione intermedia del mandato 2008-2012 (*EPCO – Review of experience at the half-way stage of the mandate (2008-2012)*), che ha offerto l'opportunità di tracciare un bilancio dell'esperienza maturata nella prima metà del mandato quinquennale dell'EPCO e orientarne le attività nella seconda parte.

2.5 LE TEMATICHE AMBIENTALI

La BCE è un'istituzione attenta all'ambiente. Fa un uso avveduto delle risorse naturali al fine di preservare la qualità dell'ambiente e tutelare la salute umana.

Nel 2010 il Sistema di gestione ambientale (*Environmental Management System*) è stato certificato conforme con lo standard internazionale EN ISO 14001 e con il sistema di ecogestione e *audit* dell'UE. La BCE mira a migliorare costantemente il rendimento del sistema in relazione all'ambiente. Un confronto dei dati per il 2008 e il 2009 rivela una riduzione del 22 per cento delle emissioni di anidride carbonica in tale biennio. Con l'obiettivo di ridurre ulteriormente l'impronta ecologica della BCE, è stato lanciato un nuovo programma ambientale per il 2010-11.

La BCE ha pubblicato una dichiarazione sul suo sito Internet contenente informazioni dettagliate sul proprio impatto ambientale.

Inoltre, gli obiettivi volontari del *GreenBuilding Programme* della Commissione europea sono applicati nella costruzione della nuova

sede della BCE. Tale programma, che è stato lanciato nel 2004, mira a migliorare l'efficienza energetica e ad ampliare l'utilizzo di energie rinnovabili negli edifici non residenziali in Europa.

2.6 LA GESTIONE DEI SERVIZI DI INFORMATION TECHNOLOGY

La Direzione Generale Sistemi informativi ha completato l'attuazione della sua nuova struttura organizzativa nel 2010. Particolare attenzione è stata prestata all'attuazione della strategia, al programma di lavoro per il 2010 e al costante miglioramento dei processi in linea con le certificazioni ISO ottenute nel 2009.

Per tutto l'anno il lavoro si è incentrato sulla preparazione dei servizi informatici necessari per sostenere l'istituzione del Comitato europeo per il rischio sistemico e l'ingresso ordinato dell'Estonia nell'area dell'euro. A seguito della crisi finanziaria, diverse applicazioni hanno subito urgenti modifiche e hanno dovuto essere gestite per orari lavorativi prolungati e nei fine settimana.

Sono stati lanciati vari progetti per rafforzare il rispetto delle politiche di sicurezza del SEBC da parte delle applicazioni informatiche. Sono state inoltre prese misure per modernizzare i sistemi che consentono l'attuazione delle decisioni di politica monetaria e completare i progetti a sostegno dei processi amministrativi.

3 LA CONFERENZA PER LE RISORSE UMANE

Nel 2010 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, inclusa la mobilità all'interno del SEBC.

La formazione offerta dal SEBC è stata ulteriormente ampliata dall'introduzione di: 1) il *Project Management Training Programme* del SEBC, che comprende diversi moduli sulla metodologia di *project management* e sulle capacità individuali necessarie in un contesto di progetto, e 2) un corso di formazione sulla stesura di rapporti di revisione e comunicazione. Per il 2011 il calendario della formazione prevede un totale di 57 sessioni di attività di formazione del SEBC ospitate da 22 banche centrali.

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 europee¹⁴. Il suo obiettivo è di fornire informazioni e favorire il dibattito sulle questioni che possono avere maggiore impatto sulle condizioni del lavoro nelle banche centrali del SEBC. Queste informazioni sono fornite in una *newsletter* semestrale e in occasione di incontri che si tengono a Francoforte due volte all'anno.

Nel 2010 gli incontri del Dialogo sociale nell'ambito del SEBC si sono incentrati sulla vigilanza finanziaria, sull'istituzione del Comitato europeo per il rischio sistemico e sulle azioni intraprese dalla BCE in tempi di crisi. Sono state inoltre discusse questioni relative alla produzione e circolazione delle banconote, alle operazioni di mercato e ai sistemi di pagamento.

Il gruppo di lavoro *ad hoc* sulla produzione e circolazione di banconote ha continuato ad affrontare questioni tecniche a complemento di quelle discusse nell'assemblea plenaria del Dialogo sociale nell'ambito del SEBC. Il gruppo di lavoro sul Dialogo sociale nell'ambito del SEBC si è riunito nuovamente in maggio e settembre e ha, tra l'altro, identificato i possibili temi da includere all'ordine del giorno delle riunioni del Dialogo sociale all'interno del SEBC.

¹⁴ 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 2010

1 ATTIVITÀ SVOLTE

Le attività svolte nel 2010 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 Rapporto annuale.

3 RISORSE FONDAMENTALI, RISCHI E PROCESSI

GOVERNANCE DELLA BCE

Gli organi decisionali della BCE sono il Comitato esecutivo, il Consiglio direttivo e il Consiglio generale.

Il quadro di *governance* della BCE include molteplici dispositivi di controllo e misure di *audit*. La Corte dei conti europea effettua, ad esempio, un esame dell'efficienza operativa della gestione della BCE, mentre un revisore esterno viene designato per la verifica del bilancio. Per favorire l'indipendenza del revisore esterno, la BCE nomina una diversa società specializzata ogni cinque anni. Nel 2007 il Consiglio direttivo ha istituito un Comitato di *audit* della BCE per rafforzarne ulteriormente la *governance* interna.

Nel tempo la BCE ha stabilito una serie di regole interne in materia di prassi operative e standard di condotta professionale alle quali è chiamato a ottemperare tutto il personale della Banca. Il manuale per la gestione delle attività (*Business Practice Handbook*), entrato in vigore nel 2007 e aggiornato con regolarità, fornisce ad esempio informazioni su prassi e obiettivi operativi in modo chiaro e accessibile, aiutando i dipendenti ad adempiere ai propri obblighi professionali.

Nel quadro della struttura di controllo interno della BCE ciascuna unità organizzativa è responsabile della gestione dei rischi e dei controlli che le pertengono, nonché dell'efficacia e dell'efficienza delle proprie attività. Inoltre la Direzione Revisione interna svolge accertamenti di *audit* indipendenti rispondendo direttamente al Comitato esecutivo.

Il tema della *governance* della BCE viene approfondito nel capitolo 10 del Rapporto annuale.

MEMBRI DEL COMITATO ESECUTIVO

I membri del Comitato esecutivo sono scelti tra personalità di riconosciuta levatura ed esperienza professionale nel settore monetario o bancario; sono nominati dal Consiglio europeo su raccomandazione del Consiglio dell'UE, previa consultazione del Parlamento europeo e del Consiglio direttivo della BCE.

Le condizioni e le modalità di impiego dei membri del Comitato esecutivo sono stabilite dal Consiglio direttivo su proposta di un comitato comprendente tre membri nominati dal Consiglio direttivo e tre membri designati dal Consiglio dell'UE.

Gli emolumenti corrisposti ai membri del Comitato esecutivo sono riportati nella nota 32, *Spese per il personale*, del Bilancio.

RISORSE UMANE

La BCE è pienamente consapevole dell'importanza di sviluppare solide politiche di gestione delle risorse umane e di portare avanti un dialogo costruttivo con il personale. Nel 2010 gli sviluppi attinenti la cultura aziendale della BCE si sono incentrati sulla diversità e sull'etica professionale. Il 1° aprile 2010 è entrato in vigore un nuovo quadro etico complessivo applicabile al personale della BCE, che fornisce indirizzi e stabilisce convenzioni, standard e termini di riferimento. Tutti i membri del personale devono mantenere

elevati standard di comportamento deontologico nell'assolvimento dei propri doveri, nonché nelle relazioni con le BCN, le autorità pubbliche, gli operatori di mercato, i rappresentanti degli organi di informazione e la totalità dei cittadini.

Nel 2010 le misure di mobilità e sviluppo del personale hanno ancora rappresentato i principali strumenti per lo sviluppo professionale. Inoltre la BCE ha continuato a supportare il personale negli ambiti dell'assistenza all'infanzia e della conciliazione tra lavoro e famiglia.

Rispetto al 2009 il numero medio dei dipendenti (equivalenti a tempo pieno) titolari di un contratto con la BCE¹ è aumentato da 1.530 a 1.565. A fine 2010 l'organico ammontava a 1.607 unità. Per ulteriori informazioni si rimanda alla nota 32, *Spese per il personale*, del Bilancio e alla sezione 2 del capitolo 10 del Rapporto annuale, che approfondisce anche gli sviluppi nel settore della gestione delle risorse umane.

ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO E GESTIONE DEI RISCHI

Il portafoglio di riserve ufficiali della BCE è 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. Il principale scopo di tali riserve è assicurare che, ogniqualvolta sia necessario, l'Eurosistema disponga di un ammontare sufficiente di risorse liquide per effettuare le proprie operazioni sul mercato dei cambi.

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 su tale portafoglio negli anni precedenti. Il fine primario di tale portafoglio è fornire alla BCE un reddito che contribuisca alla copertura dei costi operativi.

La BCE è esposta a rischi finanziari (di credito, di mercato e di liquidità) in relazione a entrambi

i portafogli menzionati. Essa segue da vicino e misura tali rischi intervenendo, ove opportuno, per mitigarli; a questo scopo applica un quadro di riferimento per la gestione dei rischi che include, in particolare, un sistema di limiti all'esposizione.

Le attività di investimento della BCE e la gestione dei relativi rischi sono descritte in modo più approfondito nel capitolo 2 del Rapporto annuale.

PREDISPOSIZIONE DEL BILANCIO DI PREVISIONE

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 con l'ausilio del Comitato per il bilancio preventivo (BUCOM). Il 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 della BCE, il BUCOM assiste il Consiglio direttivo fornendo una valutazione dettagliata delle proposte di bilancio previsionale della BCE e delle richieste di stanziamenti supplementari di bilancio da parte del Comitato esecutivo, prima dell'inoltro per approvazione al Consiglio direttivo.

4 RISORSE FINANZIARIE

CAPITALE

Ai sensi dello Statuto del SEBC e del Regolamento (CE) n. 1009/2000 del Consiglio, dell'8 maggio 2000, la BCE ha deciso di incrementare di 5 miliardi di euro il proprio capitale sottoscritto, da 5,8 a 10,8 miliardi di euro, nel dicembre 2010.

¹ Escluso il personale in aspettativa. 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.

La decisione scaturisce da una valutazione avviata nel 2009 sull'adeguatezza del capitale previsto dallo Statuto. L'incremento è stato ritenuto appropriato in considerazione della maggiore volatilità dei tassi di cambio, dei tassi d'interesse e delle quotazioni dell'oro, nonché dell'esposizione della BCE al rischio di credito.

Per agevolare i trasferimenti di capitale a favore della BCE, il Consiglio direttivo ha stabilito che le BCN dei paesi dell'area dell'euro versino in tre rate annuali di pari ammontare gli apporti di capitale aggiuntivi, per un totale di 3.489.575.000 euro. Il 29 dicembre 2010 le BCN dei paesi che partecipavano all'area dell'euro in tale data hanno corrisposto una prima rata di 1.163.191.667 euro, mentre le due rimanenti rate saranno versate rispettivamente alla fine del 2011 e del 2012. È stata inoltre ridotta da 7,00 a 3,75 la percentuale minima della quota di capitale sottoscritta che le BCN dei paesi non appartenenti all'area dell'euro sono tenute a trasferire a titolo di contributo ai costi operativi della BCE. Ciò ha comportato una lieve variazione dell'importo di capitale versato da tali BCN; il 29 dicembre 2010 sono stati corrisposti, in totale, 84.220 euro.

Il capitale versato della BCE è quindi aumentato da 4.142 milioni di euro il 31 dicembre 2009 a 5.306 milioni di euro il 31 dicembre 2010. Per un approfondimento in merito a tali variazioni si rimanda alla nota 17, *Capitale e riserve*, del Bilancio.

FONDO DI ACCANTONAMENTO A FRONTE DEI RISCHI DI CAMBIO, DI TASSO D'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 alle consistenze di oro e riserve ufficiali in dollari statunitensi e yen giapponesi, per lo più investite in strumenti finanziari fruttiferi.

Tenuto conto dell'elevata esposizione della BCE ai rischi menzionati 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. Nel 2009, in seguito all'istituzione del Programma per l'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 2009 tale fondo risultava pari a 4.020.445.722 euro. In conformità allo Statuto del SEBC, l'ammontare del fondo di accantonamento, sommato a qualsiasi importo detenuto nel fondo di riserva generale della BCE, non può superare il valore del capitale della BCE versato dalle BCN dei paesi dell'area dell'euro. Sulla scorta di una valutazione dei rischi, il Consiglio direttivo ha deciso di incrementare l'ammontare del fondo a 5.183.637.388 euro, che in seguito all'aumento di capitale della BCE rappresenta attualmente il limite massimo consentito.

L'entità del fondo e l'esigenza stessa di continuare a disporne sono riesaminate con cadenza annuale alla luce di una serie di fattori, fra cui in particolare l'ammontare di attività rischiose detenute, la misura in cui l'esposizione ai rischi si è concretizzata nell'esercizio finanziario corrente, i risultati previsti per l'esercizio successivo e una valutazione dei rischi che prevede il calcolo per le attività rischiose dei relativi valori a rischio (VaR), condotta in modo coerente nel corso del tempo.

5 RISULTATI ECONOMICI

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.

RISULTATO ECONOMICO PER IL 2010

Il reddito netto della BCE per il 2010, prima del trasferimento al fondo di accantonamento, ammontava a 1.334 milioni di euro (2.218 milioni nel 2009). L'utile netto di 171 milioni di euro, risultante dopo tale trasferimento, è stato distribuito alle BCN dei paesi dell'area dell'euro nel marzo 2011.

Nel 2010 gli interessi attivi netti sono stati pari a 1.422 milioni di euro, registrando un calo rispetto ai 1.547 milioni del 2009 in particolare per effetto di tre fattori: (a) l'emergere di interessi passivi netti derivanti dai saldi di Target2 nel 2010, (b) la riduzione, nello stesso anno, degli interessi attivi netti sulle riserve ufficiali, ascrivibile soprattutto a tassi di interesse mediamente più modesti sulle attività denominate in dollari statunitensi, (c) la riduzione degli interessi attivi generati dalla quota della BCE sul totale delle banconote in euro in circolazione, che riflette una diminuzione del tasso medio sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema. Questi fattori sono stati parzialmente compensati dai seguenti: (a) il reddito aggiuntivo derivante dai portafogli acquistati nel quadro del Programma per il mercato dei titoli finanziari e del Programma per l'acquisto di obbligazioni garantite, (b) minori interessi passivi in seguito alla riduzione dei saldi con la Banca nazionale svizzera, (c) un calo degli interessi passivi generati dai crediti delle BCN dei paesi dell'area dell'euro a fronte del trasferimento di riserve ufficiali alla BCE.

Nel 2010 gli utili netti realizzati su operazioni finanziarie sono diminuiti rispetto all'esercizio precedente, passando da 1.103 a 474 milioni di euro, principalmente perché nel corso del 2010: (a) la BCE non ha effettuato vendite di oro, (b) sono stati realizzati utili netti inferiori sulle vendite di titoli.

Le svalutazioni sono ammontate a 195 milioni di euro nel 2010, rispetto a 38 milioni nel 2009, soprattutto per effetto di perdite non realizzate

in titoli che sono iscritti in bilancio al loro valore di mercato di fine anno.

Al termine del 2009 gli utili non realizzati da negoziazione in cambi, principalmente connessi al portafoglio in dollari statunitensi e a quello in yen giapponesi, ammontavano a 2.070 milioni di euro, mentre le plusvalenze non realizzate su oro erano pari a 8.418 milioni di euro. Nel 2010 il deprezzamento dell'euro rispetto allo yen giapponese e al dollaro statunitense ha dato luogo a un incremento (a 6.271 milioni di euro) delle plusvalenze non realizzate da negoziazione in cambi, mentre l'aumento del prezzo dell'oro nel corso del 2010 ha generato utili non realizzati per 13.079 milioni di euro. In linea con i criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio dell'Eurosistema, tali plusvalenze sono state iscritte nei conti di rivalutazione.

Rispetto all'esercizio precedente, nel 2010 le spese di amministrazione totali della BCE, inclusi gli ammortamenti, sono aumentate da 401 a 415 milioni di euro.

STATO PATRIMONIALE AL 31 DICEMBRE 2010

ATTIVO	NOTA N.	2010 €	2009 €
Oro e crediti in oro	1	17.015.600.109	12.355.158.122
Crediti denominati in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro	2		
Crediti verso l'FMI	2.1	414.722.811	346.455.675
Conti presso banche e investimenti in titoli, prestiti esteri e altre attività sull'estero	2.2	39.298.995.950	35.109.527.121
		39.713.718.761	35.455.982.796
Crediti denominati in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro	2.2	4.326.557.549	3.293.593.476
Crediti denominati in euro verso non residenti nell'area dell'euro	3		
Conti presso banche, investimenti in titoli e prestiti	3.1	1.800.000.000	0
Altri crediti denominati in euro verso enti creditizi dell'area dell'euro	4	33.368.000	5.000
Titoli denominati in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	5		
Titoli detenuti ai fini della politica monetaria	5.1	17.925.976.508	2.181.842.083
Crediti interni all'Eurosistema	6		
Crediti derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema	6.1	67.176.191.390	64.513.307.300
Altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti)	13.2	0	6.359.967.425
		67.176.191.390	70.873.274.725
Altre attività	7		
Immobilizzazioni materiali e immateriali	7.1	281.925.625	221.886.920
Altre attività finanziarie	7.2	13.249.960.731	11.816.451.684
Differenze da valutazione su operazioni "fuori bilancio"	7.3	147.260.366	20.951.426
Ratei e risconti attivi	7.4	1.319.491.653	775.782.372
Varie	7.5	532.963.278	1.003.035.232
		15.531.601.653	13.838.107.634
Totale attivo		163.523.013.970	137.997.963.836

PASSIVO	NOTA N.	2010 €	2009 €
Banconote in circolazione	8	67.176.191.390	64.513.307.300
Altre passività denominate in euro verso enti creditizi dell'area dell'euro	9	33.363.000	0
Passività denominate in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	10		
Altre passività	10.1	1.072.000.000	1.056.000.000
Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro	11	1.201.602.021	9.515.160.271
Passività denominate in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro	12		
Depositi, conti di natura diversa e altre passività	12.1	478.028.926	18.752.058
Passività interne all'Eurosistema	13		
Passività equivalenti al trasferimento di riserve ufficiali	13.1	40.204.457.215	40.204.457.215
Altre passività nell'ambito dell'Eurosistema (nette)	13.2	21.225.255.926	0
		61.429.713.141	40.204.457.215
Altre passività	14		
Differenze da valutazione su operazioni "fuori bilancio"	14.1	568.235.002	196.041.410
Ratei e risconti passivi	14.2	749.630.881	731.468.960
Varie	14.3	494.466.366	409.204.389
		1.812.332.249	1.336.714.759
Accantonamenti	15	5.216.716.613	4.042.873.982
Conti di rivalutazione	16	19.626.699.159	10.915.251.958
Capitale e riserve	17		
Capitale	17.1	5.305.536.076	4.142.260.189
Utile dell'esercizio		170.831.395	2.253.186.104
Totale passivo		163.523.013.970	137.997.963.836

CONTO ECONOMICO PER L'ESERCIZIO TERMINATO IL 31 DICEMBRE 2010

	NOTA N.	2010 €	2009 €
Interessi attivi sulle riserve ufficiali	26.1	366.179.478	700.216.277
Interessi attivi derivanti dall'allocatione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema	26.2	653.509.659	787.157.441
Altri interessi attivi	26.4	4.796.498.245	5.608.442.130
<i>Interessi attivi</i>		<i>5.816.187.382</i>	<i>7.095.815.848</i>
Remunerazione dei crediti delle BCN relativamente alle riserve ufficiali trasferite	26.3	(346.484.251)	(443.045.045)
Altri interessi passivi	26.4	(4.047.227.079)	(5.105.724.953)
<i>Interessi passivi</i>		<i>(4.393.711.330)</i>	<i>(5.548.769.998)</i>
Interessi attivi netti	26	1.422.476.052	1.547.045.850
Utili e perdite realizzati rivenienti da operazioni finanziarie	27	474.313.327	1.102.597.118
Svalutazioni di attività e di posizioni finanziarie	28	(195.213.437)	(37.939.649)
Accantonamenti ai/utilizzi dei fondi per i rischi di cambio, di tasso d'interesse, di credito e di prezzo dell'oro		(1.163.191.667)	34.806.031
Risultato netto di operazioni finanziarie, svalutazioni e trasferimenti ai/dai fondi rischi		(884.091.777)	1.099.463.500
Spese nette per provvigioni e commissioni	29	(1.409.017)	(16.010)
Proventi da azioni e partecipazioni	30	2.612.858	934.492
Altri proventi	31	46.537.026	6.783.936
Proventi totali netti		586.125.142	2.654.211.768
Spese per il personale	32	(196.470.934)	(187.314.707)
Spese di amministrazione	33	(196.636.534)	(186.447.503)
Ammortamento di immobilizzazioni materiali e immateriali		(13.601.111)	(21.042.602)
Servizi di produzione di banconote	34	(8.585.168)	(6.220.852)
Utile dell'esercizio		170.831.395	2.253.186.104

Francoforte sul Meno, 22 febbraio 2011

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, prospettiva della continuazione dell'attività (cosiddetta "azienda in funzionamento"), competenza, coerenza e comparabilità.

RILEVAZIONE DELLE ATTIVITÀ E DELLE PASSIVITÀ

Un'attività o una passività è iscritta nello stato patrimoniale solo quando è probabile che i futuri benefici economici ad essa connessi affluiscano alla o defluiscano dalla BCE, sostanzialmente tutti i rischi e i benefici associati sono stati trasferiti alla BCE e il costo o il valore dell'attività ovvero l'ammontare dell'obbligazione può essere misurato in modo attendibile.

CRITERI GENERALI

Il bilancio è stato redatto sulla base dei costi storici adeguati per effettuare la valutazione a prezzi di mercato dei titoli negoziabili (diversi da quelli classificati come detenuti fino a scadenza), dell'oro e di tutte le altre attività e passività di bilancio e "fuori bilancio" denominate in valuta estera. Le operazioni su attività e passività finanziarie sono iscritte 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 2010 è stato calcolato con riferimento al tasso di cambio dell'euro nei confronti del dollaro statunitense al 31 dicembre.

1 La Decisione BCE/2006/17, del 10 novembre 2006, GU L 348 dell'11.12.2006, pag. 38, e successive modifiche, che definiva in dettaglio i criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio della BCE, è stata abrogata e sostituita dalla Decisione BCE/2010/21, dell'11 novembre 2010, GU L 35 del 9.2.2011, pag. 1, con effetto dal 31 dicembre 2010.

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.

Il diritto speciale di prelievo (DSP) è definito in termini di un paniere di valute. A fini di valutazione delle consistenze detenute dalla BCE, il valore del DSP è stato calcolato come somma ponderata dei tassi di cambio delle quattro valute principali (dollaro statunitense, euro, sterlina britannica e yen giapponese) nei confronti dell'euro al 31 dicembre 2010.

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 2010 sono stati applicati i prezzi medi di mercato al 30 dicembre.

I titoli negoziabili classificati come detenuti fino a scadenza e le azioni illiquide sono valutati al costo tenendo conto di eventuali riduzioni durevoli di valore.

RILEVAZIONE DELLE RENDITE E DELLE SPESE

Le rendite e le spese vengono rilevate nel periodo in cui sono state, rispettivamente, conseguite e 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 espresse nel conto economico e non vengono stornate negli esercizi successivi, salvo il caso in cui la perdita durevole diminuisca e tale diminuzione possa essere ricondotta a un evento osservabile verificatosi in un momento posteriore alla registrazione iniziale della perdita.

I premi e gli sconti sui titoli acquistati, inclusi quelli classificati come detenuti fino a scadenza, vengono assimilati agli interessi attivi e ammortizzati sulla base della vita residua dei titoli.

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 2010 la BCE non ha ricevuto alcuna garanzia rispondente a tali requisiti.

OPERAZIONI "FUORI BILANCIO"

Le operazioni "fuori bilancio" in valuta, cioè gli acquisti e le vendite a termine di valuta, gli impegni a termine nell'ambito di *swap* in valuta e le altre operazioni comportanti lo scambio di una valuta contro un'altra a una data futura, concorrono a determinare la posizione netta in valuta ai fini del calcolo degli utili o delle perdite in cambi.

Le operazioni "fuori bilancio" su tassi di interesse sono valutate separatamente le une dalle altre. I movimenti giornalieri dei margini di variazione dei contratti *future* aperti su tassi di interesse sono iscritti nel conto economico. La valutazione delle operazioni a termine in titoli e degli *swap* su tassi di interesse si basa su metodi comunemente accettati che prevedono l'utilizzo dei prezzi e dei tassi di mercato e dei fattori di sconto osservabili tra le date di regolamento e quella di valutazione.

FATTI CONTABILI RILEVANTI SUCCESSIVI ALLA DATA DI CHIUSURA DEL BILANCIO

Il valore delle attività e delle passività è oggetto di aggiustamenti relativi a eventi che si manifestano fra la data di riferimento del bilancio 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 operazioni intra-SEBC sono quelle svolte su base transfrontaliera tra due banche centrali dell'UE. Le operazioni intra-SEBC in euro sono eseguite principalmente in 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 compensati per novazione con la BCE su base giornaliera e, pertanto, ogni BCN presenta un'unica posizione bilaterale netta verso la sola BCE. Tale posizione, appostata nei conti della BCE, costituisce il credito o debito netto di ciascuna BCN nei confronti del resto del SEBC. I saldi interni all'Eurosistema delle BCN dei paesi dell'area dell'euro verso la BCE derivanti da Target2, nonché gli altri saldi interni all'Eurosistema denominati in euro (fra cui i conferimenti provvisori dell'utile alle BCN) sono esposti nella situazione patrimoniale della BCE in un'unica posizione netta attiva o passiva e imputati alla voce "Altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti)" oppure "Altre passività nell'ambito dell'Eurosistema (nette)". I saldi intra-SEBC delle BCN dei paesi non appartenenti all'area dell'euro nei confronti della BCE, derivanti dalla loro adesione a Target2³, sono iscritti alla voce "Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro".

I saldi interni all'Eurosistema rivenienti dall'allocatione delle banconote in euro nell'ambito dell'Eurosistema confluiscono in un'unica posizione netta attiva, alla voce "Crediti derivanti dall'allocatione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema" (cfr. la sezione *Banconote in circolazione* nelle

3 Al 31 dicembre 2010 partecipano a Target2 le seguenti BCN di paesi non appartenenti all'area dell'euro: Българска народна банка (Banca nazionale di Bulgaria), Danmarks Nationalbank, Eesti Pank, Latvijas Banka, Lietuvos bankas e Narodowy Bank Polski.

presenti note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

I saldi interni all'Eurosistema derivanti dal trasferimento di riserve ufficiali alla BCE da parte delle BCN dell'Eurosistema sono denominati in euro e vengono iscritti alla voce "Passività equivalenti al trasferimento di riserve ufficiali".

IMMOBILIZZAZIONI

Le immobilizzazioni (salvo i terreni e le opere d'arte) sono valutate al costo, dedotto l'ammortamento. I terreni e le opere d'arte sono valutati al costo. L'ammortamento è calcolato sulla base di quote costanti a partire dal trimestre successivo all'acquisizione su tutto il periodo per il quale ci si attende che il bene sia disponibile per l'utilizzo, secondo lo schema seguente:

Computer, relativo hardware/software 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 modificato affinché tali attività siano interamente ammortizzate prima del trasferimento della BCE nella sua nuova sede.

I costi sostenuti per la nuova sede della BCE che soddisfano i criteri di capitalizzazione sono iscritti alla posta di bilancio "Immobilizzazioni in corso" e saranno imputati alle voci pertinenti dopo l'entrata in funzione dei beni. Riguardo all'ammortamento della nuova sede, i costi verranno registrati nelle relative componenti e ammortizzati in base alla vita utile stimata dei beni.

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 assicurare la sostenibilità finanziaria del piano nel lungo periodo, il 1° giugno 2009 è stato introdotto un nuovo schema sia per l'organico esistente sia per i neoassunti. Nel nuovo schema 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. Il precedente piano pensionistico della BCE è stato congelato il 31 maggio 2009, preservando i diritti acquisiti dal personale già in servizio.

STATO PATRIMONIALE

La voce del passivo relativa al piano a benefici definiti iscritta nello stato patrimoniale rappresenta il valore attuale dell'obbligazione a benefici definiti alla data di riferimento del bilancio, *meno* il *fair value* (valore equo) delle attività a servizio del piano utilizzate per il finanziamento dell'obbligazione, con una correzione per tenere conto degli utili o delle perdite attuariali non rilevati.

L'obbligazione a benefici definiti viene calcolata su base annuale da attuari indipendenti, con il metodo della proiezione del credito unitario. Il valore corrente dell'obbligazione a benefici definiti è calcolato mediante attualizzazione dei

⁴ Al momento del pensionamento i fondi accumulati dai membri del personale tramite contributi volontari possono essere destinati all'erogazione di una pensione integrativa, che a decorrere da quella data rientrerà nell'obbligazione a benefici definiti.

flussi finanziari stimati per il futuro, utilizzando un tasso determinato sui rendimenti di mercato, alla data di riferimento del bilancio, relativi a obbligazioni societarie di elevata qualità denominate in euro e caratterizzate da un profilo delle scadenze simile a quello dell'obbligazione pensionistica.

Utili e perdite attuariali possono derivare da rettifiche basate sull'esperienza passata (laddove vi siano differenze tra le precedenti ipotesi attuariali e quanto si è effettivamente verificato) e da modifiche delle ipotesi attuariali.

CONTO ECONOMICO

L'ammontare netto iscritto nel conto economico comprende:

- (a) il costo previdenziale derivante dalle prestazioni di lavoro correnti a carico dell'esercizio;
- (b) gli interessi sull'obbligazione a benefici definiti calcolati al tasso di attualizzazione;
- (c) il rendimento atteso sulle attività del piano detenute a fronte dell'obbligazione a benefici definiti;
- (d) gli utili e le perdite attuariali derivanti dai benefici successivi al rapporto di lavoro applicando la regola del "corridoio del 10 per cento";
- (e) gli utili e le perdite attuariali complessivi rivenienti da altri benefici a lungo termine.

CORRIDOIO DEL 10 PER CENTO

La quota degli utili e delle perdite attuariali netti complessivi non rilevata sui benefici successivi al rapporto di lavoro che eccede il più elevato fra: (a) il 10 per cento del valore attuale dell'obbligazione a benefici definiti e (b) il 10 per cento del *fair value* delle attività del piano detenute a fronte dell'obbligazione a benefici definiti, è 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 i benefici successivi al rapporto di lavoro e gli altri benefici a lungo termine dei membri del Comitato esecutivo della BCE, nonché per 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 nella sezione *Conto economico*.

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

⁵ Decisione BCE/2010/29, del 13 dicembre 2010, relativa all'emissione delle banconote in euro (rifusione), GU L 35 del 9.2.2011, pag. 26.

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.

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”.

PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft quale revisore esterno della BCE per un periodo di cinque anni che si concluderà al termine dell'esercizio finanziario 2012.

DISTRIBUZIONE PROVVISORIA DELL'UTILE

Il reddito riveniente alla BCE dalle banconote in euro in circolazione e dal portafoglio acquistato nell'ambito del Programma per il mercato dei titoli finanziari è dovuto alle BCN dei paesi dell'area dell'euro nello stesso esercizio in cui matura. La BCE conferisce tale reddito nel gennaio dell'anno successivo tramite distribuzione provvisoria dell'utile⁸. L'ammontare è integralmente attribuito eccetto il caso in cui l'utile netto della BCE per l'esercizio sia inferiore al reddito derivante dalle banconote in euro in circolazione e dai titoli acquistati nel quadro del suddetto programma, fatte salve eventuali decisioni del Consiglio direttivo di effettuare trasferimenti al fondo di accantonamento a fronte dei rischi di cambio, di tasso d'interesse, di credito e di prezzo dell'oro. Il Consiglio direttivo può inoltre decidere di dedurre dal reddito riveniente dalle banconote in euro in circolazione i costi sopportati dalla BCE per l'emissione e la gestione operativa dei biglietti in euro.

ALTRE INFORMAZIONI

In considerazione del ruolo svolto dalla BCE quale banca centrale, il Comitato esecutivo ritiene che la pubblicazione del rendiconto sui flussi di cassa non fornirebbe informazioni aggiuntive di rilievo.

Ai sensi dell'articolo 27 dello Statuto del SEBC e sulla base di una raccomandazione del Consiglio direttivo, il Consiglio dell'UE ha approvato la designazione della

7 Decisione BCE/2010/23, del 25 novembre 2010, relativa alla distribuzione del reddito monetario delle banche centrali nazionali degli Stati membri la cui moneta è l'euro (rifusione), GU L 35 del 9.2.2011, pag. 17.

8 Decisione BCE/2010/24, del 25 novembre 2010, relativa alla distribuzione provvisoria del reddito della Banca centrale europea derivante dalle banconote in euro in circolazione e dai titoli acquistati ai sensi del Programma per il mercato dei titoli finanziari (rifusione), GU L 6 dell'11.1.2011, pag. 35.

NOTE ALLO STATO PATRIMONIALE

1 ORO E CREDITI IN ORO

Al 31 dicembre 2010 la BCE detiene 16.122.143 onces⁹ di oro fino, rispetto a 16.122.146 onces nel 2009. Questa lieve riduzione è dovuta a differenze di peso riconducibili al programma di sostituzione che la BCE ha avviato nel 2010. Il controvalore in euro delle consistenze è aumentato a seguito dell'incremento significativo del prezzo dell'oro nel corso del 2010 (cfr. la sezione *Oro e attività e passività in valuta estera* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

<i>Crediti verso non residenti nell'area dell'euro</i>	2010 €	2009 €	Variazione €
Conti correnti	1.415.134.235	845.908.975	569.225.260
Depositi del mercato monetario	881.467.443	636.977.905	244.489.538
Operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine	54.632.540	0	54.632.540
Investimenti in titoli	36.947.761.732	33.626.640.241	3.321.121.491
Totale	39.298.995.950	35.109.527.121	4.189.468.829

2 CREDITI DENOMINATI IN VALUTA ESTERA VERSO RESIDENTI E NON RESIDENTI NELL'AREA DELL'EURO

2.1 CREDITI VERSO L'FMI

Questa voce dell'attivo rappresenta la quota detenuta dalla BCE di diritti speciali di prelievo (DSP) al 31 dicembre 2010, risultante da un accordo di scambio con il Fondo monetario internazionale (FMI) in base al quale quest'ultimo è autorizzato a eseguire operazioni di vendita e acquisto di DSP contro euro, per conto della BCE, entro un livello minimo e uno massimo di quote detenute. A fini contabili i DSP sono assimilati a una divisa estera (cfr. la sezione *Oro e attività e passività in valuta estera* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

<i>Crediti verso residenti nell'area dell'euro</i>	2010 €	2009 €	Variazione €
Conti correnti	3.522.840	677.846	2.844.994
Depositi del mercato monetario	4.254.182.741	3.292.915.630	961.267.111
Operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine	68.851.968	0	68.851.968
Totale	4.326.557.549	3.293.593.476	1.032.964.073

L'aumento del controvalore in euro di queste posizioni nel 2010 è attribuibile in gran parte all'apprezzamento del dollaro statunitense e dello yen giapponese nei confronti dell'euro. All'incremento del valore complessivo di tali voci hanno contribuito anche i redditi ricevuti nel 2010, principalmente sul portafoglio in dollari.

2.2 CONTI PRESSO BANCHE E INVESTIMENTI IN TITOLI, PRESTITI ESTERI E ALTRE ATTIVITÀ SULL'ESTERO E CREDITI DENOMINATI IN VALUTA ESTERA VERSO RESIDENTI NELL'AREA DELL'EURO

Queste due poste sono rappresentate da conti presso banche e prestiti denominati in valuta estera, nonché da investimenti in titoli denominati in dollari statunitensi e yen giapponesi.

⁹ Corrispondenti a 501,5 tonnellate.

Consistenze nette in valuta estera (dollari statunitensi e yen giapponesi)¹⁰ detenute dalla BCE al 31 dicembre 2010:

	Valuta in milioni
Dollari statunitensi	43.952
Yen giapponesi	1.101.816

3 CREDITI DENOMINATI IN EURO VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA DELL'EURO

3.1 CONTI PRESSO BANCHE, INVESTIMENTI IN TITOLI E PRESTITI

Al 31 dicembre 2010 questa voce comprende un credito verso la banca centrale di un paese non appartenente all'area dell'euro concesso in base a un accordo con la BCE su operazioni a termine. Ai sensi dell'accordo, la banca centrale in questione può disporre di euro a fronte di adeguate garanzie per svolgere operazioni di erogazione di liquidità in ambito nazionale.

4 ALTRI CREDITI DENOMINATI IN EURO VERSO ENTI CREDITIZI DELL'AREA DELL'EURO

Al 31 dicembre 2010 tale posta è costituita principalmente da un'operazione di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine in essere, condotta nell'ambito dei prestiti di obbligazioni garantite (cfr. la nota 9, *Altre passività denominate in euro verso enti creditizi dell'area dell'euro*).

5 TITOLI DENOMINATI IN EURO EMESSI DA RESIDENTI NELL'AREA DELL'EURO

5.1 TITOLI DETENUTI AI FINI DELLA POLITICA MONETARIA

Al 31 dicembre 2009 questa voce includeva i titoli acquisiti dalla BCE nell'ambito del Programma per l'acquisto di obbligazioni garantite. In tale contesto la BCE e le BCN hanno effettuato acquisti di obbligazioni garantite denominate in

euro emesse nell'area dell'euro, che sono stati portati a compimento alla fine di giugno 2010.

Nel maggio 2010 il Consiglio direttivo ha istituito il Programma per il mercato dei titoli finanziari, il quale prevede che la BCE e le BCN possano acquistare strumenti di debito dei settori pubblico e privato dell'area dell'euro per ovviare a disfunzioni di determinati segmenti dei mercati dei titoli dell'area e ripristinare l'adeguato funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria.

Consistenze della BCE in titoli acquistati nel quadro dei due programmi alla fine del 2010:

	2010 €	2009 €	Variazione €
Programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	4.823.413.246	2.181.842.083	2.641.571.163
Programma per il mercato dei titoli finanziari	13.102.563.262	0	13.102.563.262
Totale	17.925.976.508	2.181.842.083	15.744.134.425

Il Consiglio direttivo ha deciso di classificare i titoli acquistati nell'ambito dei due programmi come detenuti fino a scadenza (cfr. la sezione *Titoli* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio). In esito alle verifiche condotte al 31 dicembre 2010, per questi titoli non sono state evidenziate riduzioni durevoli di valore.

¹⁰ Tali consistenze comprendono attività meno passività denominate nelle divise che sono soggette a valutazione da cambio. Sono iscritte alle voci "Crediti denominati in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro", "Crediti denominati in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro", "Ratei e risconti attivi", "Passività denominate in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro", "Differenze da valutazione su operazioni fuori bilancio" del passivo e "Ratei e risconti passivi", tenendo conto anche delle operazioni a termine e di *swap* in valuta "fuori bilancio". Non sono considerate le plusvalenze sugli strumenti finanziari denominati in valuta estera risultanti dalla valutazione a prezzi di mercato.

6 CREDITI INTERNI ALL'EUROSISTEMA

6.1 CREDITI DERIVANTI DALL'ALLOCAZIONE DELLE BANCONOTE IN EURO ALL'INTERNO DELL'EUROSISTEMA

In questa posta di bilancio confluiscono i crediti della BCE nei confronti delle BCN dei paesi dell'area dell'euro relativi all'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema (cfr. la sezione *Banconote in circolazione* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

7 ALTRE ATTIVITÀ

7.1 IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI E IMMATERIALI

Voci iscritte al 31 dicembre 2010:

	2010 €	2009 €	Variazione €
Costo			
Terreni e fabbricati	168.714.234	168.811.800	(97.566)
Computer (hardware e software)	188.781.597	182.723.860	6.057.737
Impianti, mobili, attrezzature all'interno degli edifici e automezzi	30.325.142	29.786.515	538.627
Immobilizzazioni in corso	174.386.237	107.411.277	66.974.960
Altre immobilizzazioni	1.525.084	1.415.991	109.093
Costo totale	563.732.294	490.149.443	73.582.851
Ammortamento cumulato			
Terreni e fabbricati	(74.965.599)	(70.731.976)	(4.233.623)
Computer (hardware e software)	(177.760.956)	(169.735.407)	(8.025.549)
Impianti, mobili, attrezzature all'interno degli edifici e automezzi	(28.878.352)	(27.593.378)	(1.284.974)
Altre immobilizzazioni	(201.762)	(201.762)	0
Ammortamento cumulato totale	(281.806.669)	(268.262.523)	(13.544.146)
Valore netto contabile	281.925.625	221.886.920	60.038.705

L'incremento della voce "Immobilizzazioni in corso" è in gran parte attribuibile ai lavori connessi alla realizzazione della nuova sede della BCE.

Nel 2009 la voce "Altre immobilizzazioni" comprendeva attività per un costo di 2,3 milioni di euro. Per una maggiore aderenza alla situazione corrente, nel 2010 sono state riclassificate nella posta di bilancio "Immobilizzazioni in corso". A fini di raffronto, il saldo per il 2009 è stato rettificato.

7.2 ALTRE ATTIVITÀ FINANZIARIE

Includono gli investimenti dei fondi propri¹¹ della BCE detenuti in contropartita diretta del capitale e delle riserve, nonché altre attività finanziarie comprendenti 3.211 azioni della Banca dei regolamenti internazionali (BRI) contabilizzate al costo di acquisto di 41,8 milioni di euro.

Le principali componenti di questa voce sono:

	2010 €	2009 €	Variazione €
Conti correnti in euro	4.377.086	8.748.115	(4.371.029)
Titoli denominati in euro	11.534.194.166	11.295.095.956	239.098.210
Operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine in euro	1.669.436.200	470.622.051	1.198.814.149
Altre attività finanziarie	41.953.279	41.985.562	(32.283)
Totale	13.249.960.731	11.816.451.684	1.433.509.047

L'aumento netto di tale voce è ascrivibile soprattutto all'investimento, nell'ambito del portafoglio detenuto a fronte dei fondi propri, degli importi conferiti dalle BCN a titolo di incremento del capitale della BCE (cfr. la nota 17, *Capitale e riserve*) e dei redditi ricevuti nel 2010.

¹¹ Le operazioni a termine condotte nell'ambito della gestione del portafoglio detenuto a fronte dei fondi propri confluiscono nella posta "Varie" del passivo (cfr. la nota 14.3, *Varie*).

7.3 DIFFERENZE DA VALUTAZIONE SU OPERAZIONI “FUORI BILANCIO”

Questa voce si compone principalmente delle variazioni da valutazione relative alle operazioni di *swap* e a termine in valuta in essere al 31 dicembre 2010 (cfr. la nota 23, *Operazioni di swap e a termine in valuta*). Le variazioni risultano dalla conversione in euro di queste operazioni ai tassi di cambio vigenti nel giorno di riferimento per la redazione del bilancio, a fronte del controvalore in euro che si ottiene dalla conversione delle operazioni al costo medio della rispettiva divisa esistente a tale data (cfr. le sezioni *Operazioni “fuori bilancio”* e *Oro e attività e passività in valuta estera* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

In questa voce sono esposte anche le plusvalenze da valutazione sulle operazioni di *swap* su tassi di interesse in essere (cfr. la nota 21, *Swap su tassi di interesse*).

7.4 RATEI E RISCONTI ATTIVI

Nel 2010 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 364,7 milioni di euro (261,6 milioni nel 2009), 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 166,7 milioni di euro (157,8 milioni nel 2009).

Questa posta comprende inoltre gli interessi cedolari maturati sui titoli (cfr. le note 2.2, *Conti presso banche e investimenti in titoli, prestiti esteri e altre attività sull'estero e crediti denominati in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro*, 5, *Titoli denominati in euro emessi da residenti nell'area dell'euro*, e 7.2, *Altre attività finanziarie*), nonché gli interessi maturati su altre attività finanziarie.

7.5 VARIE

La voce si compone in prevalenza dei saldi positivi derivanti dalle operazioni di *swap* e a termine in valuta in essere al 31 dicembre 2010 (cfr. la nota 23, *Operazioni di swap e a termine in valuta*). I saldi risultano dalla conversione in euro di tali operazioni al costo medio della rispettiva valuta nel giorno di riferimento per la redazione del bilancio, a fronte dei controvalori in euro per i quali sono state inizialmente registrate le operazioni (cfr. la sezione *Operazioni “fuori bilancio”* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

È inoltre incluso un credito nei confronti del ministero delle finanze della Repubblica federale di Germania per il recupero dell'IVA e di altre imposte indirette. Tali imposte sono rimborsabili ai sensi dell'articolo 3 del Protocollo sui privilegi e sulle immunità dell'Unione europea, che si applica alla BCE in virtù dell'articolo 39 dello Statuto del SEBC.

8 BANCONOTE IN CIRCOLAZIONE

Questa voce indica la quota spettante alla BCE (8 per cento) sul totale delle banconote in euro in circolazione (cfr. la sezione *Banconote in circolazione* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

9 ALTRE PASSIVITÀ DENOMINATE IN EURO VERSO ENTI CREDITIZI DELL'AREA DELL'EURO

Nel 2010 il Consiglio direttivo ha deciso che le banche centrali dei paesi dell'area dell'euro avrebbero potuto utilizzare per finalità di prestito i titoli acquisiti nell'ambito del Programma per l'acquisto di obbligazioni garantite. Le operazioni di prestito sono state condotte dalla BCE tramite operazioni di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine, in cui gli importi complessivi ricevuti

sono stati simultaneamente reinvestiti presso la stessa controparte in un'operazione di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine (cfr. la nota 4, *Altri crediti denominati in euro verso enti creditizi dell'area dell'euro*). In tale contesto, al 31 dicembre 2010 risulta in essere un'operazione di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine per un controvalore di 33,4 milioni di euro.

10 PASSIVITÀ DENOMINATE IN EURO VERSO ALTRI RESIDENTI NELL'AREA DELL'EURO

10.1 ALTRE PASSIVITÀ

In questa voce rientrano i depositi dei membri dell'Associazione bancaria per l'euro (*Euro Banking Association*, EBA) costituiti a garanzia della BCE a fronte dei pagamenti regolati dall'EBA tramite il sistema Target2.

11 PASSIVITÀ DENOMINATE IN EURO VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA DELL'EURO

Al 31 dicembre 2010 tali passività comprendono principalmente 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).

Al 31 dicembre 2009 la voce includeva soprattutto una passività di 4,5 miliardi di euro inerente all'accordo temporaneo per lo scambio di liquidità nelle reciproche valute concluso con la Federal Reserve. In questo contesto la Federal Reserve ha erogato alla BCE dollari statunitensi mediante una linea di *swap* temporanea, finalizzata a offrire finanziamenti a breve termine in dollari alle controparti dell'Eurosistema. La BCE ha condotto simultaneamente operazioni di *back-to-back 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

dollari (operazioni temporanee e di *swap*) con le controparti dell'Eurosistema. Le operazioni di *back-to-back swap* hanno dato luogo a saldi interni all'Eurosistema fra la BCE e le BCN. Considerato il migliore funzionamento dei mercati finanziari, agli inizi del 2010 la BCE ha confermato la scadenza per il 1° febbraio 2010 della linea di *swap* temporanea con la Federal Reserve. Tuttavia, per contrastare ulteriori tensioni nei mercati europei della liquidità a breve termine in dollari, la BCE e altre banche centrali hanno deciso di riattivare, il 10 maggio 2010, le linee di *swap* con la Federal Reserve. A seguito di questa decisione, al 31 dicembre 2010 risulta in essere una passività di 57 milioni di euro verso la Federal Reserve.

Al 31 dicembre 2009 questa posta comprendeva anche una passività di 1,8 miliardi di euro verso la Banca nazionale svizzera, che ha erogato franchi mediante un accordo di *swap* finalizzato a offrire liquidità a breve termine nella valuta elvetica alle controparti dell'Eurosistema. La BCE ha svolto contestualmente operazioni di *swap* con le BCN dei paesi dell'area dell'euro, le quali hanno utilizzato la liquidità così ottenuta in operazioni di immissione di 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 interni all'Eurosistema. Tenuto conto della minore domanda e delle migliori condizioni nei mercati del finanziamento, la BCE ha deciso, di concerto con la Banca nazionale svizzera, di interrompere la conduzione di operazioni di immissione di liquidità in franchi dopo il 31 gennaio 2010. Pertanto, al 31 dicembre 2010 non risulta in essere alcuna passività della specie.

12 PASSIVITÀ DENOMINATE IN VALUTA ESTERA VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA DELL'EURO

12.1 DEPOSITI, CONTI DI NATURA DIVERSA E ALTRE PASSIVITÀ

Tale posta di bilancio ricomprende le operazioni di vendita a pronti con patto di riacquisto a

termine effettuate con non residenti nell'area dell'euro nel quadro della gestione delle riserve in valuta estera della BCE.

13 PASSIVITÀ INTERNE ALL'EUROSISTEMA

13.1 PASSIVITÀ EQUIVALENTI AL TRASFERIMENTO DI RISERVE UFFICIALI

Costituiscono le passività verso le BCN dei paesi dell'area dell'euro derivanti dal trasferimento di riserve ufficiali alla BCE al momento dell'adesione all'Eurosistema. Nel 2010 non si è registrata alcuna variazione.

Questi saldi sono remunerati 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 26.3, *Remunerazione dei crediti delle BCN relativamente alle riserve ufficiali trasferite*).

	Dal 1° gennaio 2009 €
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	1.397.303.847
Deutsche Bundesbank	10.909.120.274
Banc Ceannais na hÉireann/ Central Bank of Ireland	639.835.662
Banca di Grecia	1.131.910.591
Banco de España	4.783.645.755
Banque de France	8.192.338.995
Banca d'Italia	7.198.856.881
Banca centrale di Cipro	78.863.331
Banque centrale du Luxembourg	100.638.597
Bank Centrali ta' Malta/ Central Bank of Malta	36.407.323
De Nederlandsche Bank	2.297.463.391
Oesterreichische Nationalbank	1.118.545.877
Banco de Portugal	1.008.344.597
Banka Slovenije	189.410.251
Národná banka Slovenska	399.443.638
Suomen Pankki – Finlands Bank	722.328.205
Totale	40.204.457.215

13.2 ALTRI CREDITI/PASSIVITÀ NELL'AMBITO DELL'EUROSISTEMA (NETTI)

Nel 2010 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). Alla fine del 2009 la BCE registrava un credito netto verso le BCN dell'area dell'euro, mentre al termine del 2010 rileva una passività netta, riconducibile soprattutto agli acquisti di titoli effettuati in corso d'anno nell'ambito del Programma per l'acquisto di obbligazioni garantite e del Programma per il mercato dei titoli finanziari, regolati nei conti Target2 (cfr. la nota 5, *Titoli denominati in euro emessi da residenti nell'area dell'euro*).

La riduzione delle consistenze relative alle operazioni di *back-to-back swap* condotte con le BCN nel quadro delle operazioni di immissione di liquidità in dollari statunitensi, nonché la cessazione di operazioni analoghe in franchi svizzeri (cfr. la nota 11, *Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro*) hanno contribuito inoltre alla diminuzione del credito netto e all'insorgere della passività netta nel 2010.

Nel 2009 questa voce comprendeva 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 in circolazione. Per l'esercizio 2010 il Consiglio direttivo ha deciso di accantonare l'intero ammontare di tale reddito, nonché quello riveniente dal portafoglio acquistato nel quadro del Programma per il mercato dei titoli finanziari e pertanto non risultano saldi a credito della specie (cfr. la sezione *Distribuzione provvisoria dell'utile* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

	2010 €	2009 €
Saldi Target2 a debito delle BCN dei paesi dell'area dell'euro	(435.850.611.581)	(317.085.135.903)
Saldi Target2 a credito delle BCN dei paesi dell'area dell'euro	457.075.867.507	309.938.011.037
Saldi a credito delle BCN dei paesi dell'area dell'euro nel quadro della distribuzione provvisoria del reddito della BCE derivante dalle banconote in circolazione	0	787.157.441
Altri (crediti)/ passività nell'ambito dell'Eurosistema (netti)	21.225.255.926	(6.359.967.425)

14 ALTRE PASSIVITÀ

14.1 DIFFERENZE DA VALUTAZIONE SU OPERAZIONI "FUORI BILANCIO"

Questa voce si compone principalmente delle variazioni da valutazione relative alle operazioni di *swap* e a termine in valuta in essere al 31 dicembre 2010 (cfr. la nota 23, *Operazioni di swap e a termine in valuta*). Le variazioni risultano dalla conversione in euro di queste operazioni ai tassi di cambio vigenti nel giorno di riferimento per la redazione del bilancio, a fronte del controvalore in euro che si ottiene dalla conversione delle operazioni al costo medio della rispettiva divisa esistente a tale data (cfr. le sezioni *Operazioni "fuori bilancio"* e *Oro e attività e passività in valuta estera* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

In questa voce sono esposte anche le minusvalenze da valutazione sulle operazioni di *swap* su tassi di interesse in essere (cfr. la nota 21, *Swap su tassi di interesse*).

14.2 RATEI E RISCONTI PASSIVI

Al 31 dicembre 2010 la voce è rappresentata principalmente da due componenti: ratei passivi sui saldi a credito delle BCN in relazione a Target2, pari a 381,8 milioni di euro (259,7 milioni nel 2009), e interessi dovuti alle BCN sui crediti rivenienti dalle riserve ufficiali trasferite alla BCE (cfr. la nota 13, *Passività interne all'Eurosistema*), per un ammontare di 346,5 milioni di euro (443,0 milioni nel 2009). Nella voce confluiscono anche i ratei passivi sugli strumenti finanziari e altri ratei passivi.

A questa posta di bilancio è imputato anche il contributo, pari a 15,3 milioni di euro, conferito alla BCE dal Comune di Francoforte per la conservazione della Grossmarkthalle, 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 7.1, *Immobilizzazioni materiali e immateriali*).

14.3 VARIE

La voce si compone dei saldi negativi connessi alle operazioni di *swap* e a termine in valuta in essere al 31 dicembre 2010 (cfr. la nota 23, *Operazioni di swap e a termine in valuta*). I saldi risultano dalla conversione in euro di tali operazioni al costo medio della rispettiva valuta nel giorno di riferimento per la redazione del bilancio, a fronte dei controvalori in euro per i quali sono state inizialmente registrate le operazioni (cfr. la sezione *Operazioni "fuori bilancio"* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

In tale posta di bilancio confluiscono inoltre le operazioni in essere di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine, per un importo di 235,4 milioni di euro (146,6 milioni nel 2009), collegate alla gestione dei fondi propri della BCE (cfr. la nota 7.2, *Altre attività finanziarie*) 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):

	2010 milioni di euro	2009 milioni di euro
Valore attuale delle obbligazioni	555,5	443,9
Fair value delle attività a servizio del piano	(391,6)	(333,2)
Utili/(perdite) attuariali non rilevati	(71,1)	(24,0)
Passività iscritta nello stato patrimoniale	92,8	86,7

Il valore attuale delle obbligazioni include gli impegni non finanziati relativi ai benefici successivi al rapporto di lavoro e ad altri benefici a lungo termine dei membri del Comitato esecutivo, nonché gli accantonamenti per i sussidi di invalidità del personale, per un ammontare di 52,2 milioni di euro (44,9 milioni nel 2009).

Sono di seguito esposti gli importi iscritti nel conto economico per l'esercizio 2010 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".

	2010 milioni di euro	2009 milioni di euro
Costo previdenziale relativo alle prestazioni di lavoro correnti	26,6	24,7
Interessi sull'obbligazione	21,9	14,2
Rendimento atteso sulle attività del piano	(18,4)	(9,9)
(Utili)/perdite attuariali netti rilevati nell'esercizio	(1,3)	(0,3)
Totale incluso in "Spese per il personale"	28,8	28,7

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 derivanti dai benefici successivi al rapporto di lavoro che eccede il più elevato fra: (a) il 10 per cento del valore attuale dell'obbligazione a benefici definiti e (b) il 10 per cento del *fair value* delle attività a servizio del piano, è ammortizzata sulla prevista vita lavorativa media residua dei dipendenti iscritti al piano.

Fino al 2009 gli utili e le perdite attuariali su altri benefici a lungo termine (ovvero sussidi di invalidità e prestazioni per decesso) sono stati imputati al conto economico in linea con la regola del "corridoio del 10 per cento". Nel 2010, a seguito di un cambiamento metodologico, tali importi sono stati iscritti integralmente nel conto economico. Poiché gli importi in essere nel 2009 non erano rilevanti, non è stato ritenuto necessario riclassificare i relativi dati.

Variazioni del valore attuale dell'obbligazione:

	2010 milioni di euro	2009 milioni di euro
Obbligazione iniziale	443,9	317,0
Costo previdenziale	26,6	24,7
Spesa per interessi	21,9	14,2
Contributi versati dai partecipanti al piano ¹⁾	17,5	22,1
Altre variazioni nette delle passività rappresentate dai contributi dei partecipanti al piano	4,5	(26,9)
Benefici versati	(5,2)	(4,2)
(Utili)/perdite attuariali	46,3	97,0
Obbligazione finale	555,5	443,9

1) Comprendenti i trasferimenti verso e da altri regimi pensionistici.

Variazioni del *fair value* delle attività a servizio del piano, comprese quelle derivanti dai contributi volontari versati dai partecipanti al piano:

	2010 milioni di euro	2009 milioni di euro
<i>Fair value</i> iniziale delle attività a servizio del piano	333,2	226,7
Rendimento atteso	18,4	9,9
Utili/(perdite) attuariali	0,6	65,7
Contributi versati dal datore di lavoro	22,4	39,7
Contributi versati dai partecipanti al piano	17,3	21,9
Benefici versati	(4,8)	(3,8)
Altre variazioni nette delle attività rappresentate dai contributi dei partecipanti al piano	4,5	(26,9)
<i>Fair value</i> finale delle attività a servizio del piano	391,6	333,2

Nel 2009 le perdite attuariali sull'obbligazione a benefici definiti ammontavano a 97,0 milioni di euro. L'importo discendeva 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) dell'incremento 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 aumentata 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.

Le perdite attuariali, pari a 46,3 milioni di euro, derivanti dall'obbligazione a benefici definiti nel 2010 sono ascrivibili principalmente alla riduzione del tasso di attualizzazione dal 5,50 al 5,00 per cento e all'aumento del valore dei benefici garantiti. Questi fattori sono stati compensati solo in parte dalla diminuzione, dal 2,00 all'1,65 per cento, dell'incremento futuro ipotizzato per le pensioni.

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 dei partecipanti al piano 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 2010.

Nel 2009 gli importi corrisposti a valere sui fondi derivanti dai contributi volontari dei partecipanti al piano e i trasferimenti verso e da tali fondi figuravano nella voce "Altre variazioni nette delle attività rappresentate dai contributi dei partecipanti al piano". A fini di presentazione del bilancio, nel 2010 detti importi sono esposti rispettivamente nelle voci "Benefici versati" e "Contributi versati dai partecipanti al piano". Per agevolare un raffronto, le corrispondenti cifre per il 2009 sono state rettifiche in base al nuovo schema.

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:

	2010 %	2009 %
Tasso di attualizzazione	5,00	5,50
Rendimento atteso sulle attività del piano	6,00	6,50
Incrementi generali futuri delle retribuzioni ¹⁾	2,00	2,00
Incrementi dei trattamenti pensionistici futuri	1,65	2,00

1) Sono inoltre considerati gli aumenti futuri delle retribuzioni individuali fino all'1,8 per cento l'anno, a seconda dell'età degli iscritti al piano.

15 ACCANTONAMENTI

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 per l'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 del 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 a tali rischi. La valutazione tiene conto di una serie di fattori, fra cui in particolare l'ammontare delle attività rischiose detenute, la misura in cui l'esposizione ai rischi si è concretizzata nell'esercizio finanziario corrente, i risultati previsti per l'esercizio successivo e una valutazione dei rischi che prevede il calcolo per le attività rischiose dei relativi valori a rischio (VaR), condotta in modo coerente nel corso del tempo¹². 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 2009 il fondo di accantonamento ammontava a 4.020.445.722 euro. In base agli esiti della sua valutazione, il Consiglio direttivo ha deciso di trasferire al fondo, al 31 dicembre 2010, un importo di 1.163.191.667 euro a valere sul reddito riveniente dal portafoglio acquistato nel quadro del Programma per il mercato dei titoli finanziari (cfr. la nota 26.4, *Altri interessi attivi e altri interessi passivi*), sul reddito derivante dalle banconote in euro in circolazione (cfr. la nota 26.2, *Interessi attivi derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema*) e su altri redditi netti maturati nel 2010. Il trasferimento riduce l'utile netto della BCE per l'esercizio 2010 a 170.831.395 euro e aumenta il fondo a 5.183.637.388 euro, che a seguito dell'incremento del capitale della BCE (cfr. la nota 17, *Capitale e riserve*) è pari al valore delle relative quote versate dalle BCN dei paesi dell'area dell'euro al 31 dicembre 2010¹³.

16 CONTI DI RIVALUTAZIONE

Tali conti rappresentano saldi da rivalutazione originati da plusvalenze non realizzate rilevate su attività e passività.

	2010 €	2009 €	Variazione €
Oro	13.078.746.071	8.418.303.639	4.660.442.432
Valuta estera	6.271.078.092	2.070.299.334	4.200.778.758
Titoli e altri strumenti	276.874.996	426.648.985	(149.773.989)
Totale	19.626.699.159	10.915.251.958	8.711.447.201

I tassi di cambio utilizzati per la valutazione di fine anno sono:

Tassi di cambio	2010	2009
Dollari statunitensi per euro	1,3362	1,4406
Yen giapponesi per euro	108,65	133,16
Euro per DSP	1,1572	1,0886
Franchi svizzeri per euro	non utilizzato	1,4836
Euro per oncia di oro fino	1.055,418	766,347

¹² Cfr. anche il capitolo 2.

¹³ L'ammontare del fondo rischi al 31 dicembre 2009 e al 31 dicembre 2010, nonché l'importo trasferito nel fondo nel 2010 sono arrotondati all'euro.

17 CAPITALE E RISERVE

17.1 CAPITALE

In conformità dell'articolo 28.1 dello Statuto del SEBC e del Regolamento (CE) n. 1009/2000 del Consiglio, dell'8 maggio 2000, il Consiglio direttivo ha deciso di aumentare il capitale sottoscritto della BCE di 5 miliardi di euro, da 5.760.652.403 a 10.760.652.403 euro, con effetto dal 29 dicembre 2010¹⁴.

Ai sensi dell'articolo 28.3 dello Statuto del SEBC, il Consiglio direttivo ha deciso che le BCN dei paesi dell'area dell'euro avrebbero versato in tre rate annuali di pari ammontare gli apporti di capitale aggiuntivi, per un totale di 3.489.575.000 euro¹⁵. Pertanto, il 29 dicembre 2010 le BCN dei paesi che in tale data partecipavano all'area dell'euro hanno corrisposto una prima rata di 1.163.191.667 euro, mentre le due rimanenti rate saranno versate rispettivamente alla fine del 2011 e del 2012.

Il Consiglio direttivo ha deliberato altresì di ridurre dal 7,00 al 3,75 per cento la percentuale del capitale sottoscritto che le BCN dei paesi non partecipanti all'area dell'euro sono tenute a

versare a titolo di contributo ai costi operativi della BCE¹⁶. Il 29 dicembre 2010 tali BCN hanno pertanto corrisposto un ammontare di 84.220 euro, che rappresenta la differenza tra il contributo del 3,75 per cento del capitale aumentato e l'importo versato prima dell'aumento.

L'incremento del capitale della BCE non ha dato luogo a modifiche dello schema di sottoscrizione.

Le decisioni menzionate hanno prodotto complessivamente un aumento del capitale versato della BCE di 1.163.275.887 euro, come indicato nella tavola¹⁷.

14 Decisione BCE/2010/26, del 13 dicembre 2010, relativa all'aumento di capitale della Banca centrale europea, GU L 11 del 15.1.2011, pag. 53.

15 Decisione BCE/2010/27, del 13 dicembre 2010, relativa al versamento dell'aumento di capitale della Banca centrale europea da parte delle banche centrali nazionali degli Stati membri la cui moneta è l'euro, GU L 11 del 15.1.2011, pag. 54.

16 Decisione BCE/2010/28, del 13 dicembre 2010, relativa al versamento del capitale della Banca centrale europea da parte delle banche centrali nazionali non appartenenti all'area dell'euro, GU L 11 del 15.1.2011, pag. 56.

17 I singoli importi sono arrotondati all'euro. L'eventuale discrepanza fra i totali e i totali parziali riportati nelle tavole di questa sezione è dovuta agli arrotondamenti.

	Quote di partecipazione al capitale dal 1° gennaio 2009 %	Capitale sottoscritto dal 29 dicembre 2010 €	Capitale versato dal 29 dicembre 2010 €	Capitale sottoscritto al 31 dicembre 2009 €	Capitale versato al 31 dicembre 2009 €
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,4256	261.010.385	180.157.051	139.730.385	139.730.385
Deutsche Bundesbank	18,9373	2.037.777.027	1.406.533.694	1.090.912.027	1.090.912.027
Banc Ceannais na hÉireann/ Central Bank of Ireland	1,1107	119.518.566	82.495.233	63.983.566	63.983.566
Banca di Grecia	1,9649	211.436.059	145.939.392	113.191.059	113.191.059
Banco de España	8,3040	893.564.576	616.764.576	478.364.576	478.364.576
Banque de France	14,2212	1.530.293.899	1.056.253.899	819.233.899	819.233.899
Banca d'Italia	12,4966	1.344.715.688	928.162.355	719.885.688	719.885.688
Banca centrale di Cipro	0,1369	14.731.333	10.168.000	7.886.333	7.886.333
Banque centrale du Luxembourg	0,1747	18.798.860	12.975.526	10.063.860	10.063.860
Bank Centrali ta' Malta/ Central Bank of Malta	0,0632	6.800.732	4.694.066	3.640.732	3.640.732
De Nederlandsche Bank	3,9882	429.156.339	296.216.339	229.746.339	229.746.339
Oesterreichische Nationalbank	1,9417	208.939.588	144.216.254	111.854.588	111.854.588
Banco de Portugal	1,7504	188.354.460	130.007.793	100.834.460	100.834.460
Banka Slovenije	0,3288	35.381.025	24.421.025	18.941.025	18.941.025
Národná banka Slovenska	0,6934	74.614.364	51.501.030	39.944.364	39.944.364
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2539	134.927.820	93.131.154	72.232.820	72.232.820
Totale parziale relativo alle BCN dei paesi dell'area dell'euro	69,7915	7.510.020.722	5.183.637.388	4.020.445.722	4.020.445.722

	Quote di partecipazione al capitale dal 1° gennaio 2009 %	Capitale sottoscritto dal 29 dicembre 2010 €	Capitale versato dal 29 dicembre 2010 €	Capitale sottoscritto al 31 dicembre 2009 €	Capitale versato al 31 dicembre 2009 €
Българска народна банка (Banca nazionale di Bulgaria)	0,8686	93.467.027	3.505.014	50.037.027	3.502.592
Česká národní banka	1,4472	155.728.162	5.839.806	83.368.162	5.835.771
Danmarks Nationalbank	1,4835	159.634.278	5.986.285	85.459.278	5.982.149
Eesti Pank	0,1790	19.261.568	722.309	10.311.568	721.810
Latvijas Banka	0,2837	30.527.971	1.144.799	16.342.971	1.144.008
Lietuvos bankas	0,4256	45.797.337	1.717.400	24.517.337	1.716.214
Magyar Nemzeti Bank	1,3856	149.099.600	5.591.235	79.819.600	5.587.372
Narodowy Bank Polski	4,8954	526.776.978	19.754.137	282.006.978	19.740.488
Banca Națională a României	2,4645	265.196.278	9.944.860	141.971.278	9.937.989
Sveriges Riksbank	2,2582	242.997.053	9.112.389	130.087.053	9.106.094
Bank of England	14,5172	1.562.145.431	58.580.454	836.285.431	58.539.980
Totale parziale relativo alle BCN dei paesi non partecipanti all'area dell'euro	30,2085	3.250.631.681	121.898.688	1.740.206.681	121.814.468
Totale	100,0000	10.760.652.403	5.305.536.076	5.760.652.403	4.142.260.189

Le BCN dei paesi non appartenenti 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.

18 FATTI CONTABILI RILEVANTI SUCCESSIVI ALLA DATA DI CHIUSURA DEL BILANCIO

18.1 INGRESSO DELL'ESTONIA NELL'AREA DELL'EURO

In conformità della Decisione 2010/416/UE del Consiglio, del 13 luglio 2010, emanata in virtù dell'articolo 140, paragrafo 2, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea, l'Estonia ha adottato la moneta unica il 1° gennaio 2011. Ai sensi dell'articolo 48.1 dello Statuto del SEBC e degli atti giuridici adottati dal Consiglio direttivo il 13 e il 31 dicembre 2010¹⁸, la Eesti Pank ha versato un importo di 12.572.592 euro, al 1° gennaio 2011, a valere sulla propria quota di partecipazione al capitale della BCE. Tale ammontare tiene conto dell'aumento del capitale della BCE con effetto dal 29 dicembre 2010 e delle relative modalità di versamento degli apporti aggiuntivi (cfr. la nota 17, *Capitale e riserve*).

Ai termini dell'articolo 48.1 in combinato disposto con l'articolo 30.1 dello Statuto del SEBC, la Eesti Pank ha trasferito alla BCE riserve ufficiali per un controvalore totale di 145.853.597 euro con effetto dal 1° gennaio 2011. Le riserve conferite sono composte per l'85 per cento da yen giapponesi (sotto forma di contante) e per il 15 per cento da oro.

La Eesti Pank ha iscritto in bilancio crediti equivalenti agli importi del capitale versato e delle riserve valutarie trasferite. Quest'ultimo credito è assimilato ai crediti in essere presso le altre BCN dei paesi dell'area dell'euro (cfr. la nota 13.1, *Passività equivalenti al trasferimento di riserve ufficiali*).

¹⁸ Decisione BCE/2010/26, del 13 dicembre 2010, relativa all'aumento di capitale della Banca centrale europea, GU L 11 del 15.1.2011, pag. 53; Decisione BCE/2010/34, del 31 dicembre 2010, relativa al versamento del capitale, al trasferimento di attività di riserva in valuta e al contributo alle riserve e agli accantonamenti della BCE da parte della Eesti Pank, GU L 11 del 15.1.2011, pag. 58; Accordo, del 31 dicembre 2010, tra la Banca centrale europea e la Eesti Pank riguardo alla somma accreditata alla Eesti Pank 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 L 12 del 15.1.2011, pag. 6.

18.2 AMMINISTRAZIONE DEL MECCANISMO EUROPEO DI STABILIZZAZIONE FINANZIARIA E DELLA EUROPEAN FINANCIAL STABILITY FACILITY

La BCE svolge un ruolo operativo nell'amministrazione dei due strumenti di finanziamento europei istituiti nel 2010 dal Consiglio dell'UE e dagli Stati membri dell'UE a fini di stabilità finanziaria.

In conformità degli articoli 122, paragrafo 2, e 132, paragrafo 1, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea e degli articoli 17 e 21 dello Statuto del SEBC, nonché dell'articolo 8 del Regolamento (UE) n. 407/2010 del Consiglio, alla BCE compete l'amministrazione delle operazioni di raccolta e di prestito dell'UE eseguite nel quadro del meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria. Pertanto, al 22 febbraio 2011 sono iscritti prestiti a favore dell'Irlanda per un importo complessivo di 5 miliardi di euro.

Ai sensi degli articoli 17 e 21 dello Statuto del SEBC, in combinato disposto con l'articolo 3, paragrafo 5, dell'accordo quadro tra la European Financial Stability Facility (EFSF) e gli Stati membri la cui moneta è l'euro, la BCE provvede all'amministrazione dei prestiti dell'ESFS a tali Stati membri. Al 22 febbraio 2011 risultano quindi in essere prestiti a favore dell'Irlanda per un totale di 4,2 miliardi di euro.

OPERAZIONI "FUORI BILANCIO"

19 PROGRAMMI DI PRESTITO TITOLI AUTOMATIZZATI

Nel quadro della gestione dei fondi propri, la BCE ha concluso un accordo su un programma di prestito titoli automatizzato, in base al quale è stato nominato un agente con l'incarico di effettuare dette operazioni di prestito, per conto della BCE, con una serie di controparti indicate come idonee dalla stessa. Al 31 dicembre 2010 sono quindi esposte operazioni temporanee per un ammontare di 1,5 miliardi di euro, a fronte di 2,1 miliardi nel 2009.

A fini di gestione delle riserve ufficiali della BCE, nel 2010 un agente appositamente designato ha svolto, per conto della stessa, operazioni di prestito di titoli denominati in dollari statunitensi con controparti idonee. Al 31 dicembre 2010 non vi sono operazioni in essere.

20 FUTURE SU TASSI DI INTERESSE

Questi strumenti sono utilizzati nel quadro della gestione delle riserve ufficiali e dei fondi propri della BCE. Al 31 dicembre 2010 sono in essere le seguenti operazioni:

Future su tassi di interesse in valuta	2010 Valore dei contratti €	2009 Valore dei contratti €	Variazione €
Acquisti	458.539.141	541.523.368	(82.984.227)
Vendite	1.251.682.536	2.706.847.703	(1.455.165.167)

Future su tassi di interesse in euro	2010 Valore dei contratti €	2009 Valore dei contratti €	Variazione €
Acquisti	0	25.000.000	(25.000.000)
Vendite	0	379.000.000	(379.000.000)

21 SWAP SU TASSI DI INTERESSE

Al 31 dicembre 2010 risultano in essere contratti di *swap* su tassi di interesse per un importo di 742,4 milioni di euro (724,4 milioni nel 2009). Tali operazioni sono state condotte nel quadro della gestione delle riserve ufficiali della BCE.

22 OPERAZIONI A TERMINE IN TITOLI

Al 31 dicembre 2010 è iscritta in bilancio un'operazione di acquisto a termine di un titolo per 92 milioni di euro, condotta a fini di gestione delle riserve ufficiali della BCE.

23 OPERAZIONI DI SWAP E A TERMINE IN VALUTA

GESTIONE DELLE RISERVE UFFICIALI

Nell'ambito della gestione delle riserve ufficiali della BCE, al 31 dicembre 2010 sono in essere le seguenti operazioni di *swap* e a termine in valuta.

Operazioni di <i>swap</i> e a termine in valuta	2010 €	2009 €	Variazione €
Attività	1.697.483.530	1.017.926.290	679.557.240
Passività	1.740.464.038	1.008.562.032	731.902.006

OPERAZIONI DI IMMISSIONE DI LIQUIDITÀ

Al 31 dicembre 2010 sono esposte attività verso le BCN e passività verso la Federal Reserve per operazioni a termine connesse all'offerta di liquidità in dollari statunitensi alle controparti dell'Eurosistema (cfr. la nota 11, *Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro*).

24 GESTIONE DELLE OPERAZIONI DI RACCOLTA E DI PRESTITO

In conformità dell'articolo 141, paragrafo 2, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea e degli articoli 17, 21.2, 43.1 e 46.1 dello Statuto del SEBC, in combinato disposto 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 continua a provvedere alla gestione delle operazioni di raccolta e di prestito dell'UE condotte nell'ambito del meccanismo di sostegno finanziario a medio termine. Pertanto, al 31 dicembre 2010 sono contabilizzati prestiti concessi dall'UE alla Lettonia, all'Ungheria e alla Romania per un importo complessivo di 12,1 miliardi di euro.

In virtù dell'accordo sul programma di prestiti tra gli Stati membri la cui moneta è l'euro¹⁹ e la Kreditanstalt für Wiederaufbau²⁰ quali prestatori, la Repubblica ellenica quale prestatario e la Banca di Grecia quale agente del prestatario e in conformità degli articoli 17 e 21.2 dello Statuto del SEBC, nonché dell'articolo 2 della Decisione BCE/2010/4²¹, alla BCE compete il trattamento di tutti i relativi pagamenti per conto dei prestatori e del prestatario. Al 31 dicembre 2010 sono esposti prestiti cumulativi bilaterali a favore della Repubblica ellenica per un ammontare di 21 miliardi di euro.

25 CAUSE PENDENTI

La società Document Security Systems Inc. (DSSI) ha intentato un'azione legale per danni nei confronti della BCE dinanzi al Tribunale di primo grado delle Comunità europee (TPGCE)²², mirante a far constatare la violazione di un suo brevetto²³ da parte della BCE nella produzione delle banconote in euro. Il TPGCE ha respinto il ricorso della società DSSI²⁴. La BCE sta promuovendo azioni legali per la revoca del brevetto in alcune giurisdizioni nazionali, revoca che in taluni casi è stata conseguita. Inoltre, nella ferma convinzione di non aver commesso alcuna violazione, la BCE intende difendersi qualora la società DSSI avvii procedimenti di infrazione dinanzi a qualsiasi tribunale nazionale competente.

19 Diversi dalla Repubblica ellenica e dalla Repubblica federale di Germania.

20 La quale agisce nel pubblico interesse, è soggetta alle istruzioni della Repubblica federale di Germania e beneficia delle relative garanzie.

21 Decisione BCE/2010/4, del 10 maggio 2010, riguardante la gestione dei prestiti cumulativi bilaterali a favore della Repubblica ellenica e che modifica la Decisione BCE/2007/7, GU L 119 del 13.5.2010, pag. 24.

22 A seguito dell'entrata in vigore del Trattato di Lisbona il 1° dicembre 2009, la denominazione del Tribunale di primo grado è stata modificata in Tribunale.

23 Brevetto europeo n. 0455 750 B1 della società DSSI.

24 Ordinanza del Tribunale di primo grado del 5 settembre 2007, Causa T-295/05, disponibile all'indirizzo www.curia.europa.eu.

Tenuto conto dell'ordinanza del TPGCE e dell'esito positivo delle azioni legali di revoca del brevetto in alcune giurisdizioni nazionali, la BCE confida che l'eventualità di dovere risarcire i danni alla società DSSI sia remota. La BCE segue attivamente tutti gli sviluppi della vertenza in corso.

NOTE AL CONTO ECONOMICO

26 INTERESSI ATTIVI NETTI

26.1 INTERESSI ATTIVI SULLE RISERVE UFFICIALI

Questa voce comprende interessi attivi, al netto di quelli passivi, afferenti alle riserve valutarie nette della BCE.

	2010 €	2009 €	Variazione €
Interessi attivi sui conti correnti	1.328.753	1.333.874	(5.121)
Interessi attivi sui depositi del mercato monetario	15.865.666	17.682.787	(1.817.121)
Interessi attivi sulle operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine	2.712.798	1.524.055	1.188.743
Interessi attivi sui titoli	335.790.909	663.881.906	(328.090.997)
Interessi attivi netti sulle operazioni di <i>swap</i> su tassi di interesse	4.611.662	7.374.057	(2.762.395)
Interessi attivi netti sulle operazioni di <i>swap</i> e a termine in valuta	6.523.343	9.519.685	(2.996.342)
Interessi attivi totali sulle riserve ufficiali	366.833.131	701.316.364	(334.483.233)
Interessi passivi sui conti correnti	(8.795)	(219.800)	211.005
Interessi passivi netti sulle operazioni di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine	(644.858)	(880.287)	235.429
Interessi attivi sulle riserve ufficiali (netti)	366.179.478	700.216.277	(334.036.799)

La diminuzione complessiva di questa posta di bilancio nel 2010 è ascrivibile prevalentemente alla riduzione degli interessi attivi netti maturati sul portafoglio in dollari statunitensi.

26.2 INTERESSI ATTIVI DERIVANTI DALL'ALLOCAZIONE DELLE BANCONOTE IN EURO ALL'INTERNO DELL'EUROSISTEMA

La voce accoglie gli interessi attivi derivanti dalla quota assegnata alla BCE sul totale delle banconote in euro emesse (cfr. la

sezione *Banconote in circolazione* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio). Tali interessi vengono remunerati all'ultimo tasso marginale disponibile applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema. La riduzione registrata da questa voce nel 2010 riflette principalmente il fatto che il tasso medio sulle operazioni di rifinanziamento principali è stato inferiore rispetto all'esercizio precedente.

26.3 REMUNERAZIONE DEI CREDITI DELLE BCN RELATIVAMENTE ALLE RISERVE UFFICIALI TRASFERITE

Tale voce registra la remunerazione corrisposta alle BCN dei paesi dell'area dell'euro sui crediti verso la BCE a fronte del trasferimento di riserve ufficiali ai sensi dell'articolo 30.1 dello Statuto del SEBC.

26.4 ALTRI INTERESSI ATTIVI E ALTRI INTERESSI PASSIVI

Queste voci comprendono interessi attivi pari a 3,8 miliardi di euro (4,0 miliardi nel 2009) e interessi passivi per 3,9 miliardi di euro (3,7 miliardi nel 2009) sui saldi connessi a operazioni in Target2 (cfr. le note 13.2, *Altri (crediti)/passività nell'ambito dell'Eurosistema (netti)*, e 11, *Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro*).

Vi figurano inoltre interessi attivi netti per 140,4 milioni di euro e per 438,0 milioni di euro sui titoli acquisiti dalla BCE nel quadro del Programma per l'acquisto di obbligazioni garantite e del Programma per il mercato dei titoli finanziari, rispettivamente. In questa voce affluiscono anche 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.

27 UTILI E PERDITE REALIZZATI RIVENIENTI DA OPERAZIONI FINANZIARIE

La tavola seguente presenta gli utili netti realizzati nel 2010 su operazioni finanziarie.

	2010 €	2009 €	Variazione €
Utili netti da negoziazione realizzati su titoli, <i>future</i> su tassi di interesse e <i>swap</i> su tassi di interesse	460.588.711	563.594.643	(103.005.932)
Utili netti da negoziazione realizzati in cambi e su oro	13.724.616	539.002.475	(525.277.859)
Utili netti realizzati su operazioni finanziarie	474.313.327	1.102.597.118	(628.283.791)

Nel 2010 questa voce comprende utili netti da negoziazione realizzati su vendite di titoli e utili netti in cambi su vendite di valuta.

Nel 2009 gli utili netti da negoziazione realizzati in cambi e su oro risultavano superiori, principalmente a causa della vendita di 1.141.248 onces di oro fino conformemente al Central Bank Gold Agreement (accordo sull'oro fra le banche centrali). Nell'esercizio 2010 non sono state effettuate vendite della specie.

28 SVALUTAZIONI DI ATTIVITÀ E DI POSIZIONI FINANZIARIE

	2010 €	2009 €	Variazione €
Perdite non realizzate in titoli	(184.247.603)	(34.163.743)	(150.083.860)
Perdite non realizzate su <i>swap</i> su tassi di interesse	(10.963.861)	(3.774.314)	(7.189.547)
Perdite non realizzate in cambi	(1.973)	(1.592)	(381)
Totale svalutazioni	(195.213.437)	(37.939.649)	(157.273.788)

Nell'esercizio in esame queste perdite sono principalmente ascrivibili alla svalutazione del costo di acquisizione di alcuni titoli iscritti in bilancio al loro valore di mercato al 30 dicembre 2010.

29 SPESE NETTE PER PROVVIGIONI E COMMISSIONI

	2010 €	2009 €	Variazione €
Provvigioni e commissioni attive	110.661	679.416	(568.755)
Provvigioni e commissioni passive	(1.519.678)	(695.426)	(824.252)
Spese nette per provvigioni e commissioni	(1.409.017)	(16.010)	(1.393.007)

Nel 2010 le rendite relative a questa voce comprendono le sanzioni pecuniarie irrogate agli enti creditizi per il mancato adempimento degli obblighi di riserva. Le spese sono connesse alle commissioni su conti correnti e a quelle relative ai *future* su tassi di interesse (cfr. la nota 20, *Future su tassi di interesse*).

30 PROVENTI DA AZIONI E PARTECIPAZIONI

In questa voce sono esposti i dividendi ricevuti dalla BCE sulle azioni della BRI (cfr. la nota 7.2, *Altre attività finanziarie*).

31 ALTRI PROVENTI

Nell'esercizio in esame questa voce include prevalentemente altri proventi generati dai contributi delle BCN dei paesi dell'area dell'euro ai costi sopportati dalla BCE in relazione a un grande progetto per infrastrutture di mercato.

32 SPESE PER IL PERSONALE

La voce comprende gli stipendi, le indennità, i costi assicurativi per il personale e altri costi, per un

importo di 167,7 milioni di euro (158,6 milioni nel 2009). È incluso altresì un ammontare di 28,8 milioni di euro (28,7 milioni nel 2009) rilevato in relazione al piano pensionistico della BCE e ad altri benefici successivi al rapporto di lavoro (cfr. la nota 14.3, *Varie*). Le spese per il personale, pari a 1,3 milioni di euro (1,2 milioni nel 2009), sostenute per la costruzione della nuova sede della BCE sono state capitalizzate e sono escluse da questa voce.

Gli stipendi e le indennità, incluse le remunerazioni dei dirigenti di grado superiore, sono essenzialmente basati sullo schema retributivo dell'UE e sono quindi confrontabili con esso.

I membri del Comitato esecutivo percepiscono uno stipendio base e indennità aggiuntive di residenza e rappresentanza. Anziché beneficiare di un'indennità specifica, il Presidente usufruisce di una residenza ufficiale di proprietà della BCE. In conformità delle Condizioni di impiego del personale della Banca centrale europea, ai membri del Comitato esecutivo spettano assegni familiari, assegni per i figli a carico e indennità scolastiche a seconda delle circostanze individuali. Gli stipendi base sono soggetti all'imposta su tali emolumenti prevista dall'UE, nonché a deduzioni a titolo di contributi per il piano pensionistico e l'assicurazione contro le malattie e gli infortuni. Le indennità non sono imponibili né pensionabili.

Stipendi base corrisposti ai membri del Comitato esecutivo nel 2010:

	2010 €	2009 €
Jean-Claude Trichet (Presidente)	367.863	360.612
Lucas D. Papademos (Vicepresidente fino a maggio 2010)	131.370	309.096
Vitor Constâncio (Vicepresidente da giugno 2010)	183.918	-
Gertrude Tumpel-Gugerell (Membro del Comitato esecutivo)	262.728	257.568
José Manuel González-Páramo (Membro del Comitato esecutivo)	262.728	257.568
Lorenzo Bini Smaghi (Membro del Comitato esecutivo)	262.728	257.568
Jürgen Stark (Membro del Comitato esecutivo)	262.728	257.568
Totale	1.734.063	1.699.980

In totale le indennità corrisposte ai membri del Comitato esecutivo e i contributi versati dalla BCE a loro favore per l'assicurazione contro le malattie e gli infortuni ammontano a 660.731 euro (614.879 nel 2009). Gli emolumenti corrisposti risultano dunque pari a un importo complessivo di 2.394.794 euro (2.314.859 nel 2009).

Ai precedenti membri del Comitato esecutivo vengono erogati pagamenti transitori per un periodo limitato, successivo al termine del mandato. Nel 2010 tali pagamenti e i contributi versati dalla BCE a favore dei membri precedenti per l'assicurazione contro le malattie e gli infortuni ammontano a 34.868 euro, mentre nel 2009 non ne sono stati effettuati. Le pensioni liquidate ai 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 354.349 euro (348.410 nel 2009).

Alla fine del 2010 il numero dei dipendenti titolari di un contratto con la BCE risulta pari a 1.607 unità effettive equivalenti a tempo pieno²⁵, di cui 156 in posizioni dirigenziali. Nel corso dell'esercizio sono intervenute le seguenti variazioni del personale in servizio.

	2010	2009
Totale delle unità al 1° gennaio	1.563	1.536
Assunzioni/cambiamenti di contratto	328	320
Dimissioni/scadenze di contratto	(302)	(283)
Incremento/(diminuzione) netti dovuti a variazioni delle prestazioni di lavoro a tempo parziale	18	(10)
Totale delle unità al 31 dicembre	1.607	1.563
Numero medio di unità	1.565	1.530

²⁵ Nel calcolo sono inclusi i dipendenti con contratto a tempo indeterminato e determinato (sia a breve che a lungo termine), i partecipanti al Graduate Programme della BCE, il personale in congedo di maternità e quello assente per periodi di malattia prolungati. Sono invece esclusi i dipendenti in aspettativa non retribuita.

33 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.

34 SERVIZI DI PRODUZIONE DI BANCONOTE

Tali costi, sopportati a livello centrale dalla BCE, derivano prevalentemente dal trasporto transfrontaliero di banconote in euro fra le officine carte valori e le BCN, per la consegna di biglietti nuovi, e fra le BCN, per la gestione delle scorte.



PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Olof-Palme-Straße 35, 60439 Frankfurt am Main

President and Governing Council
of the European Central Bank
Frankfurt am Main

PricewaterhouseCoopers
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Olof-Palme-Straße 35
60439 Frankfurt am Main
Postfach 50 03 64
60394 Frankfurt am Main
www.pwc.de

Tel.: +49 69 9585-2367
Fax: +49 69 9585-911042

23 February 2011

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 2010, the profit and loss account for the year then ended, and a summary of significant accounting policies and other explanatory notes (the "Annual Accounts").

The responsibility of the European Central Bank's Executive Board for the Annual Accounts

The Executive Board is responsible for the preparation and fair presentation of these Annual Accounts in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decision ECB/2010/21 on the annual accounts of the European Central Bank, and for such internal control as the Executive Board determines is necessary to enable the preparation of the Annual Accounts that are free from material misstatement, whether due to fraud or error.

Auditor's responsibility

Our responsibility is to express an opinion on these Annual Accounts based on our audit. We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing. Those standards require that we comply with ethical requirements and plan and perform the audit to obtain reasonable assurance about whether the Annual Accounts are free from material misstatement.

An audit involves performing procedures to obtain audit evidence about the amounts and disclosures in the Annual Accounts. The procedures selected depend on the auditor's judgement, including the assessment of the risks of material misstatement of the Annual Accounts, whether due to fraud or error. In making those risk assessments, the auditor considers internal control relevant to the entity's preparation and fair presentation of the Annual Accounts in order to design audit procedures that are appropriate in the circumstances, but not for the purpose of expressing an opinion on the effectiveness of the entity's internal control. An audit also includes evaluating the appropriateness of accounting policies used and the reasonableness of accounting estimates made by the Executive Board, as well as evaluating the overall presentation of the Annual Accounts.

We believe that the audit evidence we have obtained is sufficient and appropriate to provide a basis for our audit opinion.

Opinion

In our opinion, the Annual Accounts give a true and fair view of the financial position of the European Central Bank as of 31 December 2010, and of the results of its operations for the year then ended in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decision ECB/2010/21 on the annual accounts of the European Central Bank.

Frankfurt am Main, 23 February 2011

PricewaterhouseCoopers
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Jens Roehmsberg
Wirtschaftsprüfer

ppa. Atton
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

23 febbraio 2011

Relazione del revisore indipendente

Abbiamo esaminato l'accluso bilancio della Banca centrale europea, comprendente lo stato patrimoniale al 31 dicembre 2010, il conto economico per l'esercizio terminato in tale data, nonché una sintesi dei principi contabili rilevanti e altre note illustrative ("bilancio").

Responsabilità del Comitato esecutivo della Banca centrale europea in materia di bilancio

Il Comitato esecutivo è responsabile della predisposizione del bilancio e della sua corretta presentazione conformemente ai principi definiti dal Consiglio direttivo, che sono sanciti nella Decisione BCE/2010/21 sul bilancio della Banca centrale europea, nonché del controllo interno ritenuto necessario dallo stesso Comitato esecutivo per consentire che la redazione del bilancio sia esente da dichiarazioni inesatte di rilievo, riconducibili a frode o a errore.

Responsabilità del revisore

È nostra responsabilità esprimere un parere in merito al bilancio sulla scorta della revisione da noi effettuata. Abbiamo condotto la nostra revisione in conformità dei Principi internazionali di revisione, in base ai quali siamo tenuti ad attenerci a dettami etici e a pianificare ed eseguire tale revisione in modo da poter determinare con ragionevole certezza se il bilancio sia esente da dichiarazioni inesatte di rilievo.

La revisione si fonda su procedure che consentono di ottenere riscontri circa gli importi e le informazioni indicati nel bilancio. La definizione delle procedure dipende dal giudizio del revisore, che tiene conto anche della valutazione del rischio di dichiarazioni inesatte di rilievo nel bilancio, riconducibili a frode o a errore. Nell'effettuare tali valutazioni, il revisore considera il controllo interno sulla predisposizione e corretta presentazione del bilancio da parte del soggetto dichiarante per impostare procedure di revisione adeguate alle circostanze, ma non allo scopo di esprimere un parere sull'efficacia del controllo interno stesso. La revisione comprende anche una valutazione sull'idoneità dei principi contabili utilizzati e sulla ragionevolezza delle stime effettuate dal Comitato esecutivo, nonché sulla presentazione complessiva dei conti.

Riteniamo che i riscontri ottenuti in sede di revisione forniscano basi sufficienti e adeguate per la formulazione di un parere da parte nostra.

Parere

A nostro avviso, il bilancio rappresenta in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria della Banca centrale europea al 31 dicembre 2010 e il risultato economico dell'esercizio terminato in tale data conformemente ai principi definiti dal Consiglio direttivo, che sono stabiliti nella Decisione BCE/2010/21 sul bilancio della Banca centrale europea.

Francoforte sul Meno, 23 febbraio 2011

PricewaterhouseCoopers
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Jens Roennberg
Wirtschaftsprüfer

p.p. Muriel Atton
Wirtschaftsprüfer

NOTA SULLA DISTRIBUZIONE DEGLI UTILI/RIPARTIZIONE DELLE PERDITE

La presente nota non costituisce parte del bilancio della BCE per l'esercizio 2010.

REDDITO DERIVANTE DALLA QUOTA ASSEGNATA ALLA BCE SUL TOTALE DELLE BANCONOTE IN CIRCOLAZIONE E DAL PORTAFOGLIO ACQUISTATO NEL QUADRO DEL PROGRAMMA PER IL MERCATO DEI TITOLI FINANZIARI DELL'EUROSISTEMA

Per l'esercizio 2009, il 5 gennaio 2010 è stato conferito alle BCN dei paesi dell'area dell'euro l'intero reddito derivante dalla quota assegnata alla BCE sul totale delle banconote in euro in circolazione (pari a 787 milioni di euro), con una ripartizione proporzionale alle quote rispettivamente versate del capitale della BCE. Per il 2010, con decisione del Consiglio direttivo, il reddito generato dalla quota della BCE sul totale delle banconote in euro in circolazione e dal portafoglio acquistato nel quadro del Programma per il mercato dei titoli finanziari, pari rispettivamente a 654 e 438 milioni di euro, è stato integralmente trasferito al fondo di accantonamento a fronte dei rischi di cambio, di tasso d'interesse, di credito e di prezzo dell'oro; non ha pertanto avuto luogo alcuna distribuzione provvisoria di utili.

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:

- 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;
- il rimanente utile netto è distribuito fra i detentori di quote della BCE in misura proporzionale alle rispettive quote versate.

Qualora la BCE subisca una perdita, questa può essere ripianata mediante il fondo di riserva

generale della BCE e se necessario, previa decisione del Consiglio direttivo, attingendo al reddito monetario dell'esercizio finanziario pertinente in proporzione e limitatamente agli importi ripartiti tra le BCN in conformità all'articolo 32.5 dello Statuto del SEBC¹.

Il 3 marzo 2011 il Consiglio direttivo ha deciso di non effettuare trasferimenti al fondo di riserva generale e di distribuire l'utile per il 2010, pari a 171 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.

	2010 €	2009 €
Utile dell'esercizio	170.831.395	2.253.186.104
Distribuzione provvisoria del reddito derivante dalla quota della BCE sul totale delle banconote in euro in circolazione e dal portafoglio acquistato nel quadro del Programma per il mercato dei titoli finanziari ¹⁾	(0)	(787.157.441)
Utile dell'esercizio al netto del reddito distribuito derivante dalla quota della BCE sul totale delle banconote in euro in circolazione e dal portafoglio acquistato nel quadro del Programma per il mercato dei titoli finanziari	170.831.395	1.466.028.663
Distribuzione dell'utile alle BCN	(170.831.395)	(1.466.028.663)
Totale	0	0

1) Il Programma per il mercato dei titoli finanziari è stato istituito nel maggio 2010.

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 del capitale della BCE.

6 STATO PATRIMONIALE CONSOLIDATO DELL'EUROSISTEMA AL 31 DICEMBRE 2010

(IN MILIONI DI EURO)

ATTIVO	31 DICEMBRE 2010	31 DICEMBRE 2009
1 Oro e crediti in oro	367.402	266.919
2 Crediti denominati in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro	224.001	195.479
2.1 Crediti verso l'FMI	71.319	62.799
2.2 Conti presso banche e investimenti in titoli, prestiti esteri e altre attività sull'estero	152.681	132.680
3 Crediti denominati in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro	26.940	32.151
4 Crediti denominati in euro verso non residenti nell'area dell'euro	22.603	15.193
4.1 Conti presso banche, investimenti in titoli e prestiti	22.603	15.193
4.2 Crediti derivanti dalla linea di finanziamento nel quadro degli AEC II	0	0
5 Rifinanziamenti a favore di istituzioni creditizie dell'area dell'euro relativi a operazioni di politica monetaria e denominati in euro	546.747	749.890
5.1 Operazioni di rifinanziamento principali	227.865	79.277
5.2 Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	298.217	669.297
5.3 Operazioni temporanee di regolazione puntuale (<i>fine tuning</i>)	20.623	0
5.4 Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0
5.5 Operazioni di rifinanziamento marginale	25	1.289
5.6 Crediti connessi a richieste di margini	17	27
6 Altri crediti denominati in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	45.655	26.282
7 Titoli denominati in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	457.415	328.652
7.1 Titoli detenuti ai fini della politica monetaria	134.829	28.782
7.2 Altri titoli	322.586	299.870
8 Crediti verso la pubblica amministrazione denominati in euro	34.954	36.171
9 Altre attività	276.493	252.288
Totale attivo	2.002.210	1.903.024

Il totale generale e i totali parziali potrebbero non quadrare per effetto degli arrotondamenti.

PASSIVO	31 DICEMBRE 2010	31 DICEMBRE 2009
1 Banconote in circolazione	839.702	806.522
2 Passività verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro relative a operazioni di politica monetaria e denominate in euro	378.008	395.614
2.1 Conti correnti (inclusi i depositi di riserva obbligatoria)	212.739	233.490
2.2 Depositi presso la banca centrale (<i>overnight</i>)	104.458	162.117
2.3 Depositi a tempo determinato	60.784	0
2.4 Operazioni temporanee di regolazione puntuale (<i>fine tuning</i>)	0	0
2.5 Depositi connessi a richieste di margini	27	6
3 Altre passività denominate in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	2.808	340
4 Certificati di debito emessi	0	0
5 Passività denominate in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	79.792	129.730
5.1 Pubblica amministrazione	71.685	120.495
5.2 Altre passività	8.107	9.235
6 Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro	47.703	46.769
7 Passività denominate in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro	1.995	4.032
8 Passività denominate in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro	14.346	9.616
8.1 Depositi, conti di natura diversa e altre passività	14.346	9.616
8.2 Passività derivanti dalla linea di finanziamento nel quadro degli AEC II	0	0
9 Contropartita dei diritti speciali di prelievo assegnati dall' FMI	54.480	51.249
10 Altre passività	172.388	164.082
11 Conti di rivalutazione	331.510	220.101
12 Capitale e riserve	79.479	74.969
Totale passivo	2.002.210	1.903.024

ALLEGATI

STRUMENTI GIURIDICI ADOTTATI DALLA BCE

Nella tabella seguente sono riportati gli strumenti giuridici adottati dalla BCE nel 2010 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/2010/1	Indirizzo della Banca centrale europea, del 4 marzo 2010, che modifica l'Indirizzo BCE/2000/7 sugli strumenti e sulle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema	GU L 63, del 12.3.2010, pag. 22
BCE/2010/2	Indirizzo della Banca centrale europea, del 21 aprile 2010, relativo a TARGET2-Securities	GU L 118, del 12.5.2010, pag. 65
BCE/2010/3	Decisione della Banca centrale europea, del 6 maggio 2010, concernente misure temporanee relative all'idoneità di strumenti di debito negoziabili emessi o garantiti dal governo greco	GU L 117, dell'11.5.2010, pag. 102
BCE/2010/4	Decisione della Banca centrale europea, del 10 maggio 2010, riguardante la gestione dei prestiti cumulativi bilaterali a favore della Repubblica ellenica e che modifica la decisione BCE/2007/7	GU L 119, del 13.5.2010, pag. 24
BCE/2010/5	Decisione della Banca centrale europea, del 14 maggio 2010, che istituisce un programma per il mercato dei titoli finanziari	GU L 124, del 20.5.2010, pag. 8
BCE/2010/6	Raccomandazione della Banca centrale europea, del 1° luglio 2010, al Consiglio dell'Unione europea relativamente ai revisori esterni della Národná banka Slovenska	GU C 184, dell'8.7.2010, pag. 1
BCE/2010/7	Regolamento della Banca centrale europea, del 23 luglio 2010, che modifica il regolamento 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 196, del 28.7.2010, pag. 23
BCE/2010/8	Decisione della Banca centrale europea, del 27 luglio 2010, che modifica la decisione BCE/2007/5 recante la disciplina sugli appalti	GU L 238, del 9.9.2010, pag. 14
BCE/2010/9	Decisione della Banca centrale europea, del 29 luglio 2010, relativa all'accesso a taluni dati di TARGET2 e all'utilizzo dei medesimi	GU L 211, del 12.8.2010, pag. 45
BCE/2010/10	Decisione della Banca centrale europea, del 19 agosto 2010, relativa all'inosservanza degli obblighi di segnalazione statistica	GU L 226, del 28.8.2010, pag. 48

Numero	Titolo	Rif. GU
BCE/2010/11	Raccomandazione della Banca centrale europea, del 23 agosto 2010, al Consiglio dell'Unione europea relativamente ai revisori esterni della Banca d'Italia	GU C 233, del 28.8.2010, pag. 1
BCE/2010/12	Indirizzo della Banca centrale europea, del 15 settembre 2010, 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 261, del 5.10.2010, pag. 6
BCE/2010/13	Indirizzo della Banca centrale europea, del 16 settembre 2010, che modifica l'indirizzo BCE/2000/7 sugli strumenti e sulle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema	GU L 267, del 9.10.2010, pag. 21
BCE/2010/14	Decisione della Banca centrale europea, del 16 settembre 2010, relativa al controllo dell'autenticità e idoneità delle banconote in euro e al loro ricircolo	GU L 267, del 9.10.2010, pag.1
BCE/2010/15	Decisione della Banca centrale europea, del 21 settembre 2010, relativa all'amministrazione dei prestiti del SESF agli Stati membri la cui moneta è l'euro	GU L 253, del 28.9.2010, pag. 58
BCE/2010/16	Raccomandazione della Banca centrale europea, dell'8 ottobre 2010, al Consiglio dell'Unione europea relativamente ai revisori esterni della Eesti Pank	GU C 282, del 19.10.2010, pag. 1
BCE/2010/17	Decisione della Banca centrale europea, del 14 ottobre 2010, concernente l'amministrazione delle operazioni di assunzione e di concessione di prestiti concluse dall'Unione nell'ambito del meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria	GU L 275, del 20.10.2010, pag. 10
BCE/2010/18	Decisione della Banca centrale europea, del 26 ottobre 2010, in merito alle disposizioni transitorie per l'applicazione delle riserve minime da parte della Banca centrale europea in seguito all'introduzione dell'euro in Estonia	GU L 285, del 30.10.2010, pag. 37
BCE/2010/19	Decisione della Banca centrale europea, del 2 novembre 2010, che modifica la decisione BCE/2007/7 relativa ai termini e alle condizioni di TARGET2-BCE	GU L 290, del 6.11.2010, pag. 53
BCE/2010/20	Indirizzo della Banca centrale europea, dell'11 novembre 2010, relativo al quadro giuridico per la rilevazione e rendicontazione contabile nel Sistema europeo di banche centrali (rifusione)	GU L 35, del 9.2.2011, pag. 31
BCE/2010/21	Decisione della Banca centrale europea, dell'11 novembre 2010, sul bilancio della Banca centrale europea (rifusione)	GU L 35, del 9.2.2011, pag. 1
BCE/2010/22	Decisione della Banca centrale europea, del 25 novembre 2010, sulla procedura di accreditamento di qualità per i fabbricanti delle banconote in euro	GU L 330, del 15.12.2010, pag. 14

Numero	Titolo	Rif. GU
BCE/2010/23	Decisione della Banca centrale europea, del 25 novembre 2010, relativa alla distribuzione del reddito monetario delle banche centrali nazionali degli Stati membri la cui moneta è l'euro (rifusione)	GU L 35 del 9.2.2011, pag. 17
BCE/2010/24	Decisione della Banca centrale europea, del 25 novembre 2010, relativa alla distribuzione provvisoria del reddito della Banca centrale europea derivante dalle banconote in euro in circolazione e dai titoli acquistati ai sensi del programma per il mercato dei titoli finanziari (rifusione)	GU L 6, dell'11.1.2011, pag. 35
BCE/2010/25	Decisione della Banca centrale europea, del 29 novembre 2010, relativa all'approvazione del volume di conio delle monete metalliche per il 2011	GU L 318, del 4.12.2010, pag. 52
BCE/2010/26	Decisione della Banca centrale europea, del 13 dicembre 2010, relativa all'aumento di capitale della Banca centrale europea	GU L 11, del 15.1.2011, pag. 53
BCE/2010/27	Decisione della Banca centrale europea, del 13 dicembre 2010, relativa al versamento dell'aumento di capitale della Banca centrale europea da parte delle banche centrali nazionali degli Stati membri la cui moneta è l'euro	GU L 11, del 15.1.2011, pag. 54
BCE/2010/28	Decisione della Banca centrale europea, del 13 dicembre 2010, relativa al versamento del capitale della Banca centrale europea da parte delle banche centrali nazionali non appartenenti all'area dell'euro	GU L 11, del 15.1.2011, pag. 56
BCE/2010/29	Decisione della Banca centrale europea, del 13 dicembre 2010, relativa all'emissione delle banconote in euro (rifusione)	GU L 35, del 9.2.2011, pag. 26
BCE/2010/30	Indirizzo della Banca centrale europea, del 13 dicembre 2010, che modifica l'Indirizzo BCE/2000/7 sugli strumenti e sulle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema	GU L 336, del 21.12.2010, pag. 63
BCE/2010/31	Decisione della Banca centrale europea, del 20 dicembre 2010, concernente l'apertura di conti per il trattamento dei pagamenti in relazione ai prestiti dell'EFSF agli Stati membri la cui moneta è l'euro	GU L 10, del 14.1.2011, pag. 7
BCE/2010/32	Decisione della Banca centrale europea, del 22 dicembre 2010, che modifica la decisione BCE/2009/25 relativa all'approvazione del volume di conio delle monete metalliche nel 2010	GU L 343, del 29.12.2010, pag. 78

Numero	Titolo	Rif. GU
BCE/2010/33	Decisione della Banca centrale europea, del 27 dicembre 2010, relativa alla trasmissione di dati riservati ai sensi del quadro comune per i registri di imprese utilizzati a fini statistici	GU L 6, dell'11.1.2011, pag. 37
BCE/2010/34	Decisione della Banca centrale europea, del 31 dicembre 2010, relativa al versamento del capitale, al trasferimento di attività di riserva in valuta e al contributo alle riserve e agli accantonamenti della BCE da parte della Eesti Pank	GU L 11, del 15.1.2011, pag. 58

PARERI ADOTTATI DALLA BCE

Nella tabella seguente sono riportati i pareri adottati dalla BCE nel corso del 2010 e all'inizio del 2011 in conformità agli articoli 127, paragrafo 4, e 282, paragrafo 5, del Trattato 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, nella sezione "Quadro normativo" (*Legal framework*).

(a) Pareri formulati dalla BCE a seguito di una consultazione di una istituzione europea

Numero ¹	Richiedente	Argomento	Rif. GU
CON/2010/5	Consiglio	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	Una proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2003/71/CE e la direttiva 2004/109/CE	GU C 19, del 26.1.2010, pag. 1
CON/2010/19	Consiglio europeo	Una raccomandazione del Consiglio relativa alla nomina del vicepresidente della Banca centrale europea	GU C 58, del 10.3.2010, pag. 3
CON/2010/23	Consiglio	Una proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio recante modifica delle direttive 1998/26/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	GU C 87, del 1.4.2010, pag. 1
CON/2010/28	Consiglio	Una proposta di regolamento del Consiglio che modifica il regolamento (CE) n. 479/2009 del Consiglio per quanto riguarda la qualità dei dati statistici nel contesto della procedura per i disavanzi eccessivi	GU C 103, del 22.4.2010, pag. 1

¹ Le consultazioni sono numerate in base all'ordine cronologico di adozione da parte del Consiglio direttivo.

Numero ¹	Richiedente	Argomento	Rif. GU
CON/2010/52	Consiglio	Una proposta di regolamento del Consiglio che modifica il regolamento (CE) n. 974/98 relativamente all'introduzione dell'euro in Estonia e una proposta di regolamento del Consiglio che modifica il regolamento (CE) n. 2866/98 relativamente al tasso di conversione verso l'euro per l'Estonia	GU C 190, del 14.7.2010, pag. 1
CON/2010/65	Iniziativa propria	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	GU C 223, del 18.8.2010, pag. 1
CON/2010/67	Commissione europea	Una proposta di regolamento della Commissione che stabilisce disposizioni dettagliate per l'applicazione del regolamento (CE) n. 2494/95 del Consiglio riguardo ai requisiti minimi di qualità per la ponderazione degli IPCA e che abroga il regolamento (CE) n. 2454/97 della Commissione	GU C 252, del 18.9.2010, pag. 1
CON/2010/72	Parlamento europeo e Consiglio	Due proposte di regolamento relative al trasporto transfrontaliero professionale su strada del contante in euro tra gli Stati membri dell'area dell'euro	GU C 278, del 15.10.2010, pag. 1
CON/2010/82	Consiglio	Una proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio recante modifica del regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito	GU C 337, del 14.12.2010, pag. 1
CON/2011/1	Consiglio	Una proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio in materia di derivati OTC, di controparti centrali e di <i>trade repositories</i>	GU C 57, del 23.02.2011, pag. 1
CON/2011/6	Consiglio	Una proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica le direttive 98/78/CE, 2002/87/CE e 2006/48/CE per quanto riguarda la vigilanza supplementare delle entità finanziarie appartenenti a un conglomerato	GU C 62, del 26.02.2011, pag. 1

Numero ¹	Richiedente	Argomento	Rif. GU
CON/2011/8	Consiglio	Una raccomandazione per la decisione del Consiglio che definisce le modalità di rinegoziazione della convenzione monetaria con il Principato di Monaco	GU C 60 del 25.2.2011, pag. 1
CON/2011/12	Consiglio	<i>Manca traduzione ufficiale BCE</i>	Non ancora pubblicato nella <i>Gazzetta ufficiale dell'Unione europea</i>
CON/2011/13	Consiglio	<i>Manca traduzione ufficiale BCE</i>	Non ancora pubblicato nella <i>Gazzetta ufficiale dell'Unione europea</i>

(b) Pareri formulati dalla BCE a seguito di una consultazione di uno Stato membro²

Numero³	Richiedente	Argomento
CON/2010/1	Ungheria	La riproduzione di banconote e la riproduzione di monete in euro e fiorini in Ungheria
CON/2010/2	Estonia	Un 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	La fusione delle autorità preposte ad autorizzare banche ed assicurazioni e autorità di vigilanza
CON/2010/7	Belgio	Le misure di recupero applicabili alle imprese del settore bancario e finanziario, la vigilanza del settore finanziario e dei servizi finanziari e lo statuto della Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique
CON/2010/8	Grecia	La ristrutturazione del debito delle imprese e professionale nei confronti degli enti creditizi e il trattamento dei dati degli uffici di informazioni commerciali
CON/2010/9	Finlandia	Il collegamento di banche di deposito
CON/2010/10	Ungheria	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
CON/2010/11	Svezia	La seconda estensione dello schema di ricapitalizzazione dello Stato
CON/2010/12	Romania	La procedura di amministrazione speciale avviata dalla Banca Națională a României per enti creditizi in difficoltà
CON/2010/13	Ungheria	I compiti della Magyar Nemzeti Bank relativamente alla partecipazione dell'Ungheria al Fondo monetario internazionale
CON/2010/14	Polonia	Le misure a sostegno dei prestiti bancari alle imprese
CON/2010/15	Irlanda	Il prestito bilaterale concluso dall'Irlanda con il Fondo monetario internazionale
CON/2010/16	Estonia	Le attività preparatorie all'introduzione dell'euro

² 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.

³ Le consultazioni sono numerate in base all'ordine cronologico di adozione da parte del Consiglio direttivo.

Numero³	Richiedente	Argomento
CON/2010/17	Grecia	L'istituzione del sistema statistico greco e dell'autorità indipendente per le statistiche
CON/2010/18	Lettonia	L'introduzione di operazioni di deposito a sette giorni
CON/2010/20	Estonia	Le modifiche alla legge e allo statuto della Eesti Pank
CON/2010/21	Grecia	Le modifiche del quadro normativo per l'aumento della liquidità a sostegno dell'economia in risposta agli effetti della crisi finanziaria internazionale
CON/2010/22	Austria	Il contributo dell'Austria al fondo fiduciario del FMI per la riduzione della povertà e crescita
CON/2010/24	Danimarca	Una modifica alla legge sulla Danmarks Nationalbank riguardante l'autorità che raccoglie i dati per la compilazione delle statistiche
CON/2010/25	Bulgaria	L'indipendenza, la riservatezza e il divieto di finanziamento monetario
CON/2010/26	Finlandia	L'investimento di capitale pubblico su banche di deposito
CON/2010/27	Slovenia	Un nuovo quadro normativo concernente l'integrità e la prevenzione della corruzione per ciò che attiene la sua applicazione alla Banka Slovenije e ai suoi organi decisionali
CON/2010/29	Svezia	L'estensione delle garanzie dello Stato a banche ed altre istituzioni
CON/2010/30	Irlanda	La ristrutturazione della Central Bank and Financial Services Authority of Ireland
CON/2010/31	Ungheria	La modifica alla legge sugli enti creditizi e gli organismi finanziari che introduce ulteriori misure di stabilizzazione del mercato finanziario
CON/2010/32	Polonia	Una modifica alle norme che disciplinano gli accantonamenti della Narodowy Bank Polski destinati a far fronte ai rischi di cambio
CON/2010/33	Grecia	La vigilanza sulle assicurazioni private, l'istituzione di un fondo di garanzia per le assicurazioni sulla vita private e altre disposizioni
CON/2010/34	Grecia	Gli accordi sui debiti delle persone fisiche gravemente indebitate
CON/2010/35	Estonia	Ulteriori misure in materia di stabilità finanziaria in Estonia

Numero ³	Richiedente	Argomento
CON/2010/36	Grecia	Il ripristino dell'equità del sistema fiscale e la lotta all'evasione
CON/2010/37	Polonia	Una modifica alle regole che assicurano la continuazione del mandato del Presidente della Narodowy Bank Polski
CON/2010/38	Svezia	Le denominazioni di nuove monete e banconote
CON/2010/39	Cipro	Il trasferimento di diritti ed obblighi connessi all'emissione, distribuzione e rimborso del debito pubblico
CON/2010/40	Austria	Il prestito bilaterale tra il Fondo monetario internazionale e la Oesterreichische Nationalbank
CON/2010/41	Germania	I sistemi di compensazione presso le istituzioni e le imprese di assicurazione
CON/2010/42	Lituania	Lo status giuridico delle attività della Lietuvos bankas, il mandato e la remunerazione dei membri del consiglio, l'immunità dall'esecuzione delle riserve estere delle banche estere e i rendiconti finanziari annuali della Lietuvos bankas
CON/2010/43	Bulgaria	Le statistiche, i movimenti di cassa transfrontalieri e le competenze della Българска народна банка (Bulgarian National Bank)
CON/2010/44	Francia	Talune disposizioni riguardanti la Banque de France
CON/2010/45	Danimarca	Le modifiche al regime di stabilità finanziaria
CON/2010/46	Slovenia	Le modifiche a talune disposizioni della legge bancaria
CON/2010/47	Germania	Le modifiche alla legge sulle obbligazioni garantite da attività (<i>Pfandbriefe</i>)
CON/2010/48	Irlanda	La ristrutturazione della Central Bank and Financial Services Authority of Ireland
CON/2010/49	Svezia	I diritti della Sveriges Riksbank di raccogliere informazioni dagli emittenti di titoli svedesi
CON/2010/50	Svezia	L'estensione delle garanzie del governo a banche ed altre istituzioni e la proroga dello schema di ricapitalizzazione da parte dello Stato
CON/2010/51	Romania	La remunerazione del personale della Banca Națională a României
CON/2010/53	Germania	Le restrizioni alle vendite a breve termine
CON/2010/54	Grecia	L'istituzione del fondo di stabilizzazione finanziaria

Numero ³	Richiedente	Argomento
CON/2010/55	Slovenia	La produzione di informazioni e altri obblighi della Banka Slovenije nella qualità di fornitrice di servizi di pagamento per il settore pubblico
CON/2010/56	Ungheria	Le modifiche alla legge sulla Magyar Nemzeti Bank che introducono riduzioni salariali
CON/2010/57	Austria	Il trasferimento di compiti di vigilanza prudenziale all'Autorità austriaca per i mercati finanziari
CON/2010/58	Italia	Il contenimento della spesa pubblica, con riguardo alla Banca d'Italia
CON/2010/59	Germania	Le carriere degli impiegati pubblici della Deutsche Bundesbank
CON/2010/60	Estonia	Il regime di riserva obbligatoria
CON/2010/61	Bulgaria	Talune competenze del Consiglio direttivo della Българска народна банка (Bulgarian National Bank)
CON/2010/62	Ungheria	Le modifiche a varie leggi in materia di riduzione degli squilibri finanziari
CON/2010/63	Germania	Le norme di attuazione relative ai sistemi di remunerazione presso istituzioni e compagnie di assicurazione
CON/2010/64	Polonia	Le modifiche all'assetto normativo del sistema di garanzia dei depositi
CON/2010/66	Romania	Le modifiche alla legislazione sulle statistiche ufficiali
CON/2010/68	Ungheria	Gli obblighi di riserva degli enti creditizi
CON/2010/69	Romania	Ulteriori misure riguardanti la ristrutturazione dei saldi di bilancio
CON/2010/70	Polonia	Le modifiche all'accordo quadro per il funzionamento della Bank Gospodarstwa Krajowego
CON/2010/71	Irlanda	L'estensione della garanzia di talune passività degli enti creditizi
CON/2010/73	Cipro	Il quadro legislativo che consente agli enti creditizi di emettere obbligazioni garantite
CON/2010/74	Austria	L'innalzamento dei nuovi accordi di prestito con il Fondo monetario internazionale
CON/2010/75	Irlanda	L'estensione della garanzia dello Stato irlandese di talune passività di enti creditizi
CON/2010/76	Ungheria	Le modifiche alla Costituzione e la Legge sulla legislazione, in merito ai poteri legislativi della Magyar Nemzeti Bank

Numero³	Richiedente	Argomento
CON/2010/77	Lettonia	Le modifiche al quadro delle operazioni di politica monetaria al fine di armonizzarlo maggiormente con l'Eurosistema
CON/2010/78	Lussemburgo	Modifiche alla legislazione in materia di contratti di garanzia finanziaria per quanto riguarda i crediti
CON/2010/79	Bulgaria	Le limitazioni dei pagamenti in contante
CON/2010/80	Portogallo	La retribuzione del personale del Banco de Portugal e il bilancio
CON/2010/81	Polonia	Le società di credito edilizio
CON/2010/83	Germania	La ristrutturazione delle banche
CON/2010/84	Estonia	Il quadro normativo sulle riserve minime
CON/2010/85	Iniziativa propria	La ratifica e l'esecuzione dell'Accordo relativo ai servizi postali di pagamento
CON/2010/86	Romania	La detenzione in via temporanea di quote azionarie da parte di enti creditizi nel corso di operazioni di risanamento o di salvataggio di imprese
CON/2010/87	Grecia	Il controllo dell'autenticità e idoneità delle banconote in euro, il loro ricircolo, le sanzioni per la mancata protezione delle banconote e delle monete metalliche in euro dalla contraffazione
CON/2010/88	Francia	L'aumento del capitale e delle riserve legali di Banque de France
CON/2010/89	Slovacchia	Talune disposizioni sulla circolazione del contante
CON/2010/90	Malta	Il controllo dell'autenticità e dell'idoneità delle banconote in euro e il loro ricircolo
CON/2010/91	Ungheria	La nomina e il licenziamento dei membri del Consiglio monetario e la remunerazione dei membri dell'organo di vigilanza della Magyar Nemzeti Bank
CON/2010/92	Irlanda	La stabilizzazione d'emergenza degli enti creditizi
CON/2010/93	Svezia	L'estensione delle garanzie concesse dal governo in favore di banche ed altri enti, nonché la proroga del meccanismo di ricapitalizzazione da parte dello Stato
CON/2010/94	Ungheria	L'organismo di controllo dei mercati finanziari ungherese e i poteri legislativi del suo presidente
CON/2010/95	Polonia	L'estensione del sostegno del Tesoro e delle misure di ricapitalizzazione nei confronti di enti finanziari, soggetta a una decisione della Commissione europea

Numero³	Richiedente	Argomento
CON/2011/2	Cipro	I poteri sanzionatori della Borsa di Cipro
CON/2011/3	Slovenia	Le modifiche alla Legge bancaria
CON/2011/4	Polonia	I fondi di investimento mobiliare chiusi, emittenti certificati di investimento non rivolti al pubblico
CON/2011/5	Belgio	L'attuazione dei principi relativi all'elaborazione delle strutture di vigilanza finanziaria in Belgio
CON/2011/7	Lituania	Le modifiche all'assetto delle operazioni di politica monetaria nazionale, aventi di mira una maggiore armonizzazione con l'Eurosistema
CON/2011/9	Polonia	Le modifiche alla Costituzione polacca relative all'adozione dell'euro
CON/2011/10	Italia	La partecipazione dell'Italia agli interventi del Fondo monetario internazionale per fronteggiare la crisi finanziaria
CON/2011/11	Polonia	L'inclusione delle cooperative di credito polacche nel sostegno del Tesoro alle istituzioni finanziarie

CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA¹

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.

¹ La cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema adottate dal 1999 al 2008 è consultabile, per ciascun anno di tale periodo, nel rispettivo Rapporto annuale della BCE.

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 E 5 NOVEMBRE 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 rispettivamente all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento.

3 DICEMBRE 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. Stabilisce inoltre i dettagli relativi alle procedure d'asta e alle modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino al 13 aprile 2010.

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.

4 MARZO 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. Stabilisce inoltre i dettagli relativi alle procedure d'asta e alle modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino al 12 ottobre 2010, nonché il ritorno alla procedure d'asta a tasso variabile per le operazioni regolari di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a tre mesi, a partire dall'operazione da aggiudicare il 28 aprile 2010.

8 APRILE E 6 MAGGIO 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.

10 MAGGIO 2010

Il Consiglio direttivo della BCE decide di adottare diverse misure per far fronte alle gravi tensioni nei mercati finanziari. In particolare decide di condurre interventi nei mercati dei titoli di debito dei settori pubblico e privato dell'area dell'euro (Programma relativo ai mercati dei titoli) e di adottare una procedura d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione dell'importo nelle operazioni regolari di rifinanziamento a più lungo termine, con scadenza a tre mesi, a maggio e giugno 2010.

10 GIUGNO 2010

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento. Decide inoltre di adottare una procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo per le regolari operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a tre mesi previste per il terzo trimestre del 2010.

8 LUGLIO E 5 AGOSTO 2010

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento.

2 SETTEMBRE 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. Stabilisce inoltre i dettagli relativi alle procedure d'asta e alle modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino all'11 gennaio 2011, in particolare l'adozione di una procedura d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione dell'importo nelle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a tre mesi.

7 OTTOBRE E 4 NOVEMBRE 2010

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento

marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento.

2 DICEMBRE 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, rispettivamente, all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento. Stabilisce inoltre i dettagli relativi alle procedure d'asta e alle modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino al 12 aprile 2011, decidendo in particolare di mantenere la procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi.

13 GENNAIO E 3 FEBBRAIO 2011

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, rispettivamente, all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento.

3 MARZO 2011

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, rispettivamente, all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento. Stabilisce inoltre i dettagli relativi alle procedure d'asta e alle modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino al 12 luglio 2011, decidendo in particolare di mantenere la procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi.

SINTESI DELLE COMUNICAZIONI DELLA BCE SULL'EROGAZIONE DI LIQUIDITÀ¹

EROGAZIONE DELLA LIQUIDITÀ IN EURO

4 MARZO 2010

LA BCE ANNUNCIA I DETTAGLI DELLE OPERAZIONI DI RIFINANZIAMENTO CON REGOLAMENTO FINO AL 12 OTTOBRE 2010

Alla luce degli andamenti dell'economia e dei mercati finanziari il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di procedere nel graduale rientro delle sue misure operative non convenzionali.

Nello specifico, il Consiglio direttivo ha deciso di seguitare a condurre le operazioni di rifinanziamento principali (ORP) mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti finché sarà necessario e in ogni caso almeno fino al termine del nono periodo di mantenimento del 2010, il 12 ottobre 2010. La stessa procedura d'asta resterà altresì in vigore per le operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale della durata di un periodo di mantenimento, le quali continueranno anch'esse a essere effettuate finché sarà necessario e in ogni caso fino al nono periodo di mantenimento del 2010. Il tasso fisso applicato nelle operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale sarà lo stesso utilizzato nelle ORP del rispettivo periodo.

Il Consiglio direttivo ha inoltre deciso la ripresa delle procedure d'asta a tasso variabile nelle regolari operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) con scadenza a tre mesi, a partire dall'operazione che sarà aggiudicata il 28 aprile 2010. I volumi saranno definiti in vista di assicurare condizioni distese nei mercati monetari ed evitare differenziali significativi tra i tassi offerti e quello in essere sulle ORP. Per ciascuna delle ORLT a tre mesi sarà preannunciato all'inizio del periodo di mantenimento in cui l'operazione sarà condotta un importo di aggiudicazione indicativo e verrà utilizzato come tasso minimo di offerta il tasso sulle ORP. Si tratta di una misura tecnica e transitoria volta a evitare tassi di aggiudicazione inferiori al tasso in essere sulle ORP in presenza di liquidità abbondante.

Al fine di attenuare l'effetto di liquidità prodotto dalla ORLT a dodici mesi con scadenza il

1° luglio 2010 il Consiglio direttivo ha deciso di effettuare un'operazione addizionale di regolazione puntuale a sei giorni con annuncio, aggiudicazione e regolamento il 1° luglio e scadenza il 7 luglio, data, quest'ultima, del regolamento della ORP successiva. Anche in questa operazione sarà utilizzata la procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo, dove il tasso fisso sarà lo stesso in essere sulle ORP.

Inoltre, in linea con la decisione del 16 dicembre 2009 sulle ORLT a dodici mesi, il Consiglio direttivo ha stabilito che alla ORLT con scadenza a sei mesi e aggiudicazione il 31 marzo 2010 si applicherà il tasso minimo di offerta medio delle ORP condotte nell'arco della durata di tale operazione.

10 MAGGIO 2010

LA BCE ADOTTA MISURE PER FAR FRONTE ALLE GRAVI TENSIONI NEI MERCATI FINANZIARI

Il Consiglio direttivo ha deciso di adottare diverse misure per far fronte alle gravi tensioni, osservate in determinati segmenti di mercato, che ostacolano il meccanismo di trasmissione della politica monetaria e quindi l'efficace conduzione della politica monetaria orientata alla stabilità dei prezzi a medio termine. Tali misure non altereranno l'orientamento della politica monetaria.

In considerazione delle circostanze eccezionali in essere nel mercato, il Consiglio direttivo ha deciso di:

1. condurre interventi nei mercati dei titoli di debito dei settori pubblico e privato dell'area dell'euro (Programma per il mercato dei titoli finanziari), al fine di assicurare spessore e liquidità in quei segmenti che presentano disfunzioni. L'obiettivo del programma consiste nel far fronte al

¹ Le date riportate sono quelle di pubblicazione dell'annuncio. Per maggiori dettagli sulle operazioni di immissione di liquidità condotte dall'Eurosistema nel 2010, cfr. la sezione "Open market operations" del sito Internet della BCE.

malfunzionamento dei mercati dei titoli e nel ripristinare adeguatamente il meccanismo di trasmissione della politica monetaria. La portata degli interventi sarà determinata al Consiglio direttivo. Nel pervenire a questa decisione il Consiglio direttivo ha preso atto della dichiarazione resa dai governi dei paesi dell'area dell'euro, che prenderanno "tutte le misure necessarie per raggiungere gli obiettivi di bilancio quest'anno e negli anni a venire, in linea con le procedure per i disavanzi eccessivi", e del preciso ulteriore impegno assunto da alcuni di essi ad accelerare il risanamento dei bilanci e assicurare la sostenibilità delle finanze pubbliche. L'impatto degli interventi sarà sterilizzato tramite operazioni di riassorbimento della liquidità erogata attraverso il programma, e ciò per garantire che l'orientamento della politica monetaria non ne risulti modificato;

2. adottare procedure d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo per le regolari ORLT con scadenza a tre mesi previste per il 26 maggio e 30 giugno 2010;
3. effettuare un'ORLT con scadenza a sei mesi e piena aggiudicazione dell'importo il 12 maggio 2010, applicando un tasso fisso pari al tasso minimo di offerta medio delle ORP nell'arco della durata dell'operazione;
4. riattivare, in raccordo con altre banche centrali, il meccanismo temporaneo di scambio di valute (linee di *swap*) con la Federal Reserve e di riprendere le operazioni finalizzate all'immissione di liquidità in dollari statunitensi con scadenza a 7 e a 84 giorni. Queste ultime saranno svolte come operazioni di pronti contro termine a fronte di garanzie idonee per la BCE, tramite aste a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo. La prima sarà effettuata l'11 maggio 2010.

10 GIUGNO 2010

LA BCE ANNUNCIA I DETTAGLI DELLE OPERAZIONI DI RIFINANZIAMENTO A PIÙ LUNGO TERMINE DEL TERZO TRIMESTRE 2010

Il Consiglio direttivo ha deciso di adottare una procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi nelle regolari ORLT a tre mesi previste per il 28 luglio, 25 agosto e 29 settembre 2010.

2 SETTEMBRE 2010

LA BCE ANNUNCIA I DETTAGLI DELLE OPERAZIONI DI RIFINANZIAMENTO CON REGOLAMENTO DAL 17 OTTOBRE 2010 AL 18 GENNAIO 2011

Il Consiglio direttivo ha deciso di seguire a condurre ORP mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti finché sarà necessario e in ogni caso fino al termine del dodicesimo periodo di mantenimento dell'anno, il 18 gennaio 2011. La stessa procedura d'asta rimarrà parimenti in vigore per le operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale della durata di un periodo di mantenimento, le quali continueranno a essere effettuate fintantoché necessario e quantomeno sino al termine del 2010. A queste operazioni si applicherà il tasso fisso vigente per l'ORP del rispettivo periodo.

Il Consiglio direttivo ha inoltre deciso di condurre le ORLT con scadenza a tre mesi previste per il 28 ottobre, 25 novembre e 23 dicembre 2010 mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti. A ciascuna di queste si applicherà un tasso corrispondente alla media dei tassi delle ORP condotte nell'arco della rispettiva durata.

Il Consiglio direttivo ha stabilito anche di effettuare tre operazioni addizionali di regolazione puntuale (*fine-tuning*) nelle date di scadenza delle operazioni di rifinanziamento

a sei e a dodici mesi, ossia: un'operazione a sei giorni con annuncio, aggiudicazione e regolamento il 30 settembre 2010; un'operazione a sei giorni con annuncio, aggiudicazione e regolamento l'11 novembre 2010; e un'operazione a 13 giorni con annuncio, aggiudicazione e regolamento il 23 dicembre 2010. In queste operazioni sarà utilizzata la procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo, con tasso pari a quello in essere sulle ORP.

2 DICEMBRE 2010

LA BCE ANNUNCIA I DETTAGLI DELLE OPERAZIONI DI RIFINANZIAMENTO PREVISTE DAL 19 GENNAIO AL 12 APRILE 2011

Il Consiglio direttivo ha deciso di seguire a condurre le ORP mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti finché ciò sarà necessario e in ogni caso fino al termine del terzo periodo di mantenimento del 2011, ossia il 12 aprile. La medesima procedura d'asta rimarrà in vigore anche per le operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema con scadenza speciale della durata di un periodo di mantenimento, che continueranno a essere effettuate fintantoché sarà necessario, e comunque sino alla fine del primo trimestre 2011. Il tasso fisso applicato in queste operazioni sarà lo stesso in essere per le ORP.

Il Consiglio direttivo ha inoltre deciso di condurre mediante aste a tasso fisso con pieno conferimento degli importi le ORLT con scadenza a tre mesi e aggiudicazione il 26 gennaio, il 23 febbraio e il 30 marzo 2011; a ciascuna di queste si applicherà un tasso corrispondente alla media dei tassi delle ORP condotte nell'arco della rispettiva durata.

EROGAZIONE DELLA LIQUIDITÀ IN ALTRE VALUTE E ACCORDI CON ALTRE BANCHE CENTRALI

18 GENNAIO 2010

LA BCE INTERROMPE LE OPERAZIONI PER L'EROGAZIONE DI LIQUIDITÀ IN FRANCHI SVIZZERI

Il Consiglio direttivo, d'accordo con la Banca nazionale svizzera, ha deciso di interrompere a partire dal 31 gennaio 2010 le operazioni di *swap* a una settimana per l'erogazione di liquidità in franchi svizzeri. La decisione è stata presa a fronte di un calo della domanda e di migliorate condizioni nei mercati della provvista.

27 GENNAIO 2010

LA BCE E ALTRE BANCHE CENTRALI DECIDONO DI INTERROMPERE GLI ACCORDI TEMPORANEI DI SWAP CON LA FEDERAL RESERVE

Di raccordo con altre banche centrali, la BCE ha confermato la revoca, il 1° febbraio 2010, degli accordi temporanei conclusi con la Federal Reserve per consentire lo scambio di liquidità nelle reciproche valute (linee di *swap*). Queste operazioni, che erano state istituite per contrastare le pressioni nei mercati internazionali della provvista, non sono più necessarie considerati i miglioramenti osservati nel funzionamento dei mercati finanziari nell'arco dello scorso anno. Le banche centrali continueranno a cooperare come necessario.

In questo contesto il Consiglio direttivo ha stabilito, d'accordo con la Federal Reserve, la Bank of England, la Banca del Giappone e la Banca nazionale svizzera, di interrompere le operazioni di erogazione della liquidità in dollari statunitensi dopo il 31 gennaio 2010.

10 MAGGIO 2010

RIATTIVAZIONE DELLE OPERAZIONI FINALIZZATE ALL'IMMISSIONE DI LIQUIDITÀ IN DOLLARI STATUNITENSIS

In risposta al riemergere di tensioni nei mercati europei della provvista a breve termine in dollari statunitensi, la Bank of Canada, la Bank of England, la Banca centrale europea, la

Federal Reserve e la Banca nazionale svizzera hanno annunciato il ripristino delle operazioni temporanee di scambio di liquidità (linee di *swap*) in dollari statunitensi. Tali operazioni hanno l'obiettivo di contribuire al miglioramento delle condizioni di liquidità nei mercati della provvista in dollari e prevenire la propagazione di tensioni ad altri mercati e centri finanziari. La Banca del Giappone prenderà presto in considerazione misure analoghe. Le banche centrali continueranno a lavorare in stretta collaborazione per far fronte alle pressioni nei mercati dei finanziamenti.

Il Consiglio direttivo ha deciso di riattivare, in coordinamento con altre banche centrali, le linee temporanee di *swap* di liquidità con la Federal Reserve e di ripristinare le operazioni di immissione di liquidità in dollari statunitensi con scadenza a sette e a 84 giorni. Queste verranno condotte come operazioni pronti contro termine a fronte di garanzie idonee ammesse dalla BCE, tramite aste a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo. La prima operazione di questo tipo sarà condotta l'11 maggio 2010.

LA BCE ANNUNCIA I DETTAGLI DELLA RIATTIVAZIONE DELLE OPERAZIONI DI IMMISSIONE DI LIQUIDITÀ IN DOLLARI STATUNITENSIS

A seguito della decisione del Consiglio direttivo di riattivare la linea temporanea di *swap* con la Federal Reserve, la BCE ha annunciato i dettagli operativi per le proprie operazioni di immissione di liquidità in dollari statunitensi.

Tali operazioni saranno svolte con procedure d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi e sotto forma di operazioni di pronti contro termine a fronte di garanzie idonee per la BCE.

La BCE ha deciso di effettuare:

- operazioni a sette giorni con cadenza settimanale. La prima sarà condotta l'11 maggio 2010, regolata il 12 maggio 2010

e avrà scadenza il 20 maggio 2010. Le operazioni successive saranno di norma svolte e aggiudicate il mercoledì e regolate il giorno lavorativo seguente;

- un'operazione a 84 giorni il 18 maggio 2010, con regolamento il 20 maggio 2010 e scadenza il 12 agosto 2010.

17 DICEMBRE 2010

Nel quadro della cooperazione fra banche centrali, la Banca centrale europea e la Bank of England annunciano un meccanismo temporaneo di *swap* di liquidità in base al quale la Bank of England potrà fornire, se necessario, fino a 10 miliardi di sterline alla BCE in cambio di euro. L'accordo giunge a scadenza a fine settembre 2011.

Il meccanismo consente di mettere a disposizione della Central Bank of Ireland sterline in via precauzionale, al fine di far fronte a eventuali esigenze temporanee del sistema bancario di ottenere liquidità in tale valuta.

21 DICEMBRE 2010

PROROGA DELLE OPERAZIONI DI FORNITURA DI LIQUIDITÀ IN DOLLARI STATUNITENSIS

Il Consiglio direttivo, in raccordo con la Bank of Canada, la Bank of England, la Banca del Giappone e la Banca nazionale svizzera, ha deciso di prorogare fino al 1° agosto 2011 gli accordi per lo scambio reciproco di liquidità (linee di *swap*) con la Federal Reserve e di continuare a effettuare operazioni di immissione di liquidità in dollari statunitensi con scadenza a sette giorni. Queste operazioni dell'Eurosistema continueranno a essere svolte sotto forma di operazioni di pronti contro termine a fronte di garanzie idonee ammesse dalla BCE, tramite aste a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo. La prossima operazione di immissione di liquidità in dollari sarà effettuata il 22 dicembre 2010 e regolata il 23 dicembre; in via eccezionale, tuttavia, sarà condotta come operazione a 14 giorni al fine di coprire la fine dell'anno.

PUBBLICAZIONI PRODOTTE DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA

La BCE produce numerose pubblicazioni che forniscono informazioni sulle sue competenze principali: la politica monetaria, le statistiche, i sistemi di pagamento e di regolamento, la stabilità finanziaria e la vigilanza, la cooperazione europea e internazionale, e le questioni giuridiche.

PUBBLICAZIONI STATUTARIE

- Rapporto annuale
- Rapporto sulla convergenza
- Bollettino mensile

LAVORI DI RICERCA

- *Legal Working Paper Series*
- *Occasional Paper Series*
- *Research Bulletin*
- *Working Paper Series*

ALTRE PUBBLICAZIONI

- *Enhancing monetary analysis*
- *Financial integration in Europe*
- *Financial Stability Review*
- *Statistics Pocket Book*
- *La Banca centrale europea: storia, ruolo e funzioni*
- *The international role of the euro*
- *L'attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro ("General Documentation")*
- *La politica monetaria della BCE*
- *The payment system*

La BCE pubblica anche *brochure* e materiale informativo su un'ampia varietà di tematiche, ad esempio le banconote e le monete in euro, nonché atti di seminari e conferenze.

Per una lista completa dei documenti (in formato PDF) pubblicati dalla BCE e dall'Istituto monetario europeo, predecessore della BCE dal 1994 al 1998, si prega di visitare il sito Internet della BCE all'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/pub/>. I codici della lingua indicano in quali versioni ciascuna pubblicazione è disponibile.

Salvo diversa indicazione, le copie a stampa possono essere ottenute a titolo gratuito singolarmente o in abbonamento, fino a esaurimento delle scorte, contattando l'indirizzo e-mail info@ecb.europa.eu.

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.

AIF (altri intermediari finanziari) [OFI (other financial intermediaries)]: società o quasi-società, escluse le imprese di assicurazione e i fondi pensione, la cui funzione principale consiste nel prestare servizi di intermediazione finanziaria mediante l'assunzione di passività, in forme diverse dalla moneta, dai depositi e/o loro sostituti assimilabili, da unità istituzionali diverse dalle **IFM**; più in particolare, fra gli AIF sono ricompresi i soggetti primariamente impegnati nel finanziamento a lungo termine, quali società di *leasing* finanziario, società detentrici di titoli derivanti da cartolarizzazioni, *holding* finanziarie, intermediari in titoli e strumenti derivati (se per proprio conto), società che forniscono capitali di ventura e di sviluppo.

Amministrazioni centrali [central government]: le **amministrazioni pubbliche**, conformemente alla definizione del **Sistema europeo dei conti 1995**, escluse quelle regionali e locali (cfr. anche 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, Estonia, Irlanda, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Cipro, Lussemburgo, Malta, Paesi Bassi, Austria, Portogallo, Slovenia, Slovacchia e Finlandia.

Autocartolarizzazione [retained securitisation]: una situazione nella quale i titoli emessi nell'ambito di un'operazione di cartolarizzazione sono riacquistati dal soggetto che ha dato origine all'operazione (cfr. anche **cartolarizzazione**).

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).

Cartolarizzazione [securitisation]: costituzione di un *pool* di attività finanziarie, ad esempio mutui residenziali, successivamente acquistato da una società veicolo, che quindi emette titoli a reddito fisso da collocare presso gli investitori. Il capitale e gli interessi sui titoli dipendono dai flussi di cassa prodotti dal *pool* di attività finanziarie sottostanti.

Comitato economico e finanziario (CEF) [Economic and Financial Committee (EFC)]: comitato che collabora alla preparazione dei lavori del **Consiglio Ecofin** e della Commissione europea. Tra i suoi compiti figurano l'esame della situazione economica e finanziaria sia degli Stati membri sia dell'UE e un contributo alla sorveglianza in materia di bilancio.

Comitato esecutivo [Executive Board]: uno degli organi decisionali della **Banca centrale europea (BCE)**. Comprende il Presidente e il Vicepresidente della BCE e altri quattro membri nominati dal **Consiglio europeo**, che delibera a maggioranza qualificata su raccomandazione del **Consiglio dell'Unione europea**, previa consultazione del Parlamento europeo e della BCE.

Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS) [European Systemic Risk Board (ESRB)]: organismo indipendente dell'UE responsabile della vigilanza macroprudenziale del sistema finanziario dell'UE. Contribuisce alla prevenzione e all'attenuazione dei rischi sistemici per la **stabilità finanziaria** che derivano da sviluppi interni al sistema finanziario, tenendo conto degli andamenti macroeconomici, in modo da evitare periodi di turbolenze diffuse.

Consiglio dell'Unione europea (Consiglio) [Council of the European Union (Council)]: istituzione dell'UE formata dai rappresentanti dei governi degli Stati membri dell'UE, solitamente i ministri responsabili delle materie trattate, e dal commissario europeo competente (cfr. anche **Consiglio Ecofin**).

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]: termine spesso utilizzato per designare il **Consiglio dell'Unione europea** riunito nella composizione dei ministri economici e finanziari.

Consiglio europeo [European Council]: istituzione dell'UE che riunisce i capi di Stato o di governo degli Stati membri dell'UE, nonché il Presidente della Commissione europea e il Presidente dello stesso Consiglio europeo, quali membri non votanti. Fornisce all'UE l'impulso necessario al suo sviluppo e ne definisce le priorità e gli indirizzi politici generali. Non è investito di alcuna funzione legislativa.

Consiglio generale [General Council]: uno degli organi decisionali della **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.

Debito (delle amministrazioni pubbliche) [debt (general government)]: debito totale lordo (banconote, monete e depositi, prestiti e titoli di debito) al valore nominale in essere alla fine dell'esercizio finanziario, consolidato tra e nei settori delle **amministrazioni pubbliche**.

Deflatore del PIL [GDP deflator]: **prodotto interno lordo (PIL)** espresso ai prezzi correnti (PIL in termini nominali) diviso per il volume del PIL (PIL in termini reali). È anche noto come deflatore implicito dei prezzi del PIL.

Depositi presso la banca centrale [deposit facility]: categoria di **operazioni attivabili su iniziativa delle controparti** messa a disposizione dall'**Eurosistema**. Le **controparti** possono farvi ricorso per effettuare depositi *overnight* presso le BCN, remunerati a un tasso di interesse prestabilito (cfr. anche **tassi di interesse di riferimento della BCE**).

Disavanzo (delle amministrazioni pubbliche) [*deficit (general government)*]: indebitamento netto, ossia differenza fra le entrate e le spese totali, delle **amministrazioni pubbliche**.

Ente creditizio [*credit institution*]: a) impresa la cui attività consiste nel ricevere dal pubblico depositi o altri fondi rimborsabili e nel concedere crediti per proprio conto, oppure b) impresa o qualsiasi persona giuridica, diversa da quelle di cui al punto precedente, che emette strumenti di pagamento in forma di moneta elettronica.

Eonia [*EONIA (euro overnight index average)*]: misura del tasso di interesse effettivo per il mercato interbancario *overnight* in euro. Si calcola come media ponderata dei tassi di interesse sulle operazioni di prestito *overnight* denominate in euro non coperte da garanzie, sulla base delle segnalazioni di un gruppo selezionato di banche.

Euribor [*EURIBOR (euro interbank offered rate)*]: tasso applicato ai prestiti in euro tra banche con elevato merito di credito; viene calcolato quotidianamente per depositi interbancari con scadenze varie, non superiori a dodici mesi, sulla base delle segnalazioni di un gruppo selezionato di banche.

Eurogruppo [*Eurogroup*]: consesso informale dei ministri economici e finanziari degli Stati membri dell'UE la cui moneta è l'euro. Il suo status è riconosciuto all'articolo 137 del **Trattato** e nel Protocollo n. 14. La Commissione europea e la **Banca centrale europea** sono regolarmente invitate a prendere parte alle sue riunioni.

European Financial Stability Facility (EFSF): società a responsabilità limitata creata dagli Stati membri dell'**area dell'euro**, su base intergovernativa, allo scopo di erogare prestiti ai paesi dell'area in difficoltà finanziarie. Tale sostegno finanziario è vincolato al rispetto di condizioni rigorose nel contesto dei programmi congiunti dell'UE e dell'FMI. I prestiti dell'EFSF sono finanziati con l'emissione di **titoli di debito**, garantiti pro quota dai paesi dell'area fino a un importo complessivo di 440 miliardi di 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.

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 capitale azionario e altre partecipazioni, utili reinvestiti e altri proventi riconducibili a operazioni di prestito intersocietario.

Istituto monetario europeo (IME) [*European Monetary Institute (EMI)*]: organo di carattere temporaneo fondato all'inizio della Seconda fase dell'**Unione economica e monetaria**, il 1° gennaio 1994. È stato posto in liquidazione in seguito 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.

Meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria (MESF) [*European Financial Stabilisation Mechanism (EFSM)*]: strumento dell'UE che, in base all'articolo 122, paragrafo 2, del Trattato, consente alla Commissione di raccogliere, per conto dell'Unione, fino a 60 miliardi di euro da destinare a prestiti per Stati membri dell'UE che versano o rischiano di incorrere in situazioni eccezionali al di fuori del loro controllo. I prestiti del MESF sono vincolati al rispetto di condizioni rigorose nel contesto di programmi congiunti dell'UE e dell'FMI.

Mercato azionario [equity market]: mercato sul quale vengono emesse e scambiate **azioni e altre partecipazioni**.

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.

Misure non convenzionali [non-standard measures]: misure adottate dalla BCE per sostenere l'efficacia delle decisioni sui tassi di interesse e la loro trasmissione all'insieme dell'economia dell'**area dell'euro**, a fronte delle disfunzioni riscontrate in alcuni segmenti dei mercati finanziari e nel sistema stesso più diffusamente.

Modello di banche centrali corrispondenti (CCBM) [Correspondent central banking model (CCBM)]: meccanismo istituito dal **Sistema europeo di banche centrali** per consentire alle **controparti** l'utilizzo transfrontaliero delle **garanzie** idonee. In questo contesto ogni banca centrale nazionale svolge il ruolo di depositaria per le altre. Nel suo sistema di gestione titoli è quindi in essere un conto intestato a ciascuna delle altre BCN e alla **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 aderiscono agli accordi. Tutti i partecipanti agli AEC II, compresa la BCE, hanno il diritto di avviare una procedura confidenziale volta a modificare le parità centrali (riallineamento).

Operazione di mercato aperto [open market operation]: operazione effettuata su iniziativa della banca centrale nei mercati finanziari. Con riferimento alle loro finalità, regolarità e procedure, le operazioni di mercato aperto dell'**Eurosistema** si possono suddividere in quattro categorie: **operazioni di rifinanziamento principali**, **operazioni di rifinanziamento a più lungo termine**, **operazioni di regolazione puntuale** e operazioni di tipo strutturale. Le **operazioni temporanee** costituiscono il principale strumento utilizzato dall'Eurosistema per gli interventi di mercato aperto e possono essere impiegate per tutte le categorie summenzionate. Per le operazioni di tipo strutturale sono, inoltre, disponibili l'emissione di certificati di debito e le operazioni definitive, mentre per le operazioni di regolazione puntuale si possono anche utilizzare le operazioni definitive, quelle di *swap* in valuta e la raccolta di depositi a tempo determinato.

Operazione di regolazione puntuale [fine-tuning operation]: operazione di mercato aperto effettuata dall'**Eurosistema** per rispondere a variazioni inattese delle condizioni di liquidità nel mercato. Questa categoria di operazioni non ha frequenza né scadenza standardizzata.

Operazione di rifinanziamento a più lungo termine [longer-term refinancing operation]: operazione di credito con scadenza superiore a una settimana eseguita dall'**Eurosistema** sotto forma di **operazione temporanea**. Le regolari operazioni mensili hanno scadenza a tre mesi. Durante la

crisi finanziaria 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 una procedura d'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**.

Opzioni [*options*]: strumenti finanziari che attribuiscono 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. Attualmente sono Croazia, ex Repubblica iugoslava di Macedonia, Islanda, Montenegro e Turchia.

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'applicazione del Patto di stabilità e crescita e sulle linee direttrici concernenti la presentazione e il contenuto dei programmi di stabilità e convergenza, approvato dal Consiglio Ecofin l'11 ottobre 2005.

Periodo di mantenimento [maintenance period]: periodo considerato per l'adempimento dell'obbligo di riserva da parte degli **enti creditizi**. Ha inizio il giorno di regolamento della prima **operazione di rifinanziamento principale** successiva alla riunione del **Consiglio direttivo** in cui è programmata la valutazione mensile dell'orientamento di politica monetaria. La **Banca centrale europea** pubblica un calendario dei periodi di mantenimento delle riserve almeno tre mesi prima dell'inizio dell'anno.

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**.

Prodotto interno lordo (PIL) [gross domestic product (GDP): misura dell'attività economica, ossia valore della produzione complessiva di beni e servizi di un'economia, al netto dei consumi intermedi, più le imposte nette sui prodotti e sulle importazioni, in un dato periodo. Il PIL può essere disaggregato in componenti di prodotto, di spesa e di reddito. I principali aggregati di spesa che formano il PIL sono: consumi finali delle famiglie, consumi finali collettivi, investimenti fissi lordi, variazione delle scorte, importazioni ed esportazioni di beni e servizi (compreso l'interscambio fra i paesi dell'area dell'euro).

Programma per il mercato dei titoli finanziari (SMP) [Securities Markets Programme (SMP): programma in base al quale la BCE può effettuare interventi nei mercati dei **titoli di debito** pubblici e privati dell'area dell'euro per garantire spessore e liquidità in segmenti che presentano disfunzioni, al fine di ripristinare l'adeguato funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria.

Programma per l'acquisto di obbligazioni garantite (CBPP) [Covered Bond Purchase Programme (CBPP)]: programma della BCE istituito in base alla decisione assunta il 7 maggio 2009 dal **Consiglio direttivo** della **Banca centrale europea** in merito all'acquisto di obbligazioni garantite denominate in euro emesse nell'**area dell'euro**, allo scopo di sostenere uno specifico segmento del mercato finanziario rilevante per il finanziamento delle banche, che risultava particolarmente colpito dalla crisi. Gli acquisti nell'ambito del programma, per un valore nominale di 60 miliardi di euro, si sono conclusi entro il 30 giugno 2010.

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**.

Raccordo disavanzo-debito (delle amministrazioni pubbliche) [deficit-debt adjustment (general government)]: differenza tra il saldo di bilancio (avanzo o **disavanzo**) delle **amministrazioni pubbliche** e la variazione del **debito**.

Rapporto debito pubblico/PIL (riferito alle amministrazioni pubbliche) [debt-to-GDP ratio (general government)]: rapporto tra il **debito** e il **prodotto interno lordo** ai prezzi di mercato correnti. È oggetto di uno dei criteri di convergenza relativi alla finanza pubblica previsti dall'articolo 126, paragrafo 2, del **Trattato** per individuare l'esistenza di un disavanzo eccessivo.

Rapporto disavanzo pubblico/PIL (riferito alle amministrazioni pubbliche) [deficit ratio (general government)]: rapporto tra il **disavanzo** pubblico e il **prodotto interno lordo** ai prezzi di mercato correnti. È oggetto di uno dei criteri di convergenza relativi alla finanza pubblica previsti dall'articolo 126, paragrafo 2, del **Trattato** per individuare l'esistenza di un disavanzo eccessivo (cfr. anche **procedura per i disavanzi eccessivi**). Viene anche denominato rapporto disavanzo dei conti pubblici/PIL oppure saldo di bilancio in rapporto al PIL.

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 **prodotto interno lordo** o al valore aggiunto.

Reddito monetario [monetary income]: reddito ottenuto dalle BCN nell'esercizio delle funzioni di politica monetaria dell'**Eurosistema**, riveniente dalle attività individuate conformemente agli indirizzi definiti dal **Consiglio direttivo** e detenute in contropartita delle banconote in circolazione e dei depositi costituiti dagli **enti creditizi**.

Rischio di credito [*credit risk*]: rischio che una **controparte** non assolva un'obbligazione per l'intero valore, né alla scadenza né in un momento successivo. Il rischio di credito include il rischio per costo di sostituzione, il rischio di capitale e quello di inadempienza della banca di regolamento.

Rischio di mercato [*market risk*]: rischio di incorrere in perdite (su posizioni sia in bilancio sia fuori bilancio) a causa di movimenti dei prezzi di mercato.

Rischio di regolamento [*settlement risk*]: rischio che il regolamento nell'ambito di un sistema di trasferimento non abbia luogo come previsto, di solito perché una parte non adempie a uno o più obblighi di regolamento. Comprende in particolare il rischio operativo, il **rischio di credito** e il rischio di liquidità.

Rischio sistemico [*systemic risk*]: rischio che, all'interno di un sistema, l'incapacità di un operatore di rispettare entro i termini previsti le obbligazioni a cui è tenuto impedisca ad altri operatori di assolvere le proprie al momento della scadenza. Una tale inadempienza, riconducibile a difficoltà operative o finanziarie, potrebbe generare ripercussioni (ad esempio significativi problemi di liquidità o di credito) e conseguentemente mettere a rischio la stabilità del sistema finanziario o la fiducia nello stesso.

Riserva obbligatoria [*reserve requirement*]: ammontare minimo che un **ente creditizio** deve detenere a titolo di riserva presso l'**Eurosistema** per un **periodo di mantenimento** predefinito. L'ottemperanza a tale obbligo viene valutata in base alla media dei saldi giornalieri dei conti di riserva sul periodo di mantenimento.

Sistema di deposito accentrato (SDA) [*central securities depository (CSD)*]: sistema che a) consente l'esecuzione e il regolamento delle operazioni in titoli mediante scrittura contabile, b) offre servizi di custodia (ad esempio gestione degli eventi societari e dei rimborsi) e c) svolge un ruolo attivo nell'assicurare l'integrità delle emissioni di titoli. Questi ultimi possono essere detenuti in forma materiale (ma immobilizzata) o in forma dematerializzata, ossia solo come scritturazione elettronica.

Sistema di regolamento delle transazioni in titoli (SRT) [*securities settlement system (SSS)*]: sistema che consente il trasferimento di titoli senza preventivo pagamento oppure contro pagamento (*delivery versus payment, DVP*).

Sistema di regolamento lordo in tempo reale (RTGS) [*real-time gross settlement system (RTGS)*]: sistema di regolamento in cui l'esecuzione e il regolamento avvengono per singola operazione in tempo reale (cfr. anche **Target**).

Sistema europeo dei conti 1995 (SEC 95) [*European System of Accounts 1995 (ESA 95)*]: sistema organico e integrato di conti macroeconomici basato su un insieme di concetti, definizioni e classificazioni di natura statistica e norme contabili concordati a livello internazionale, con la finalità di fornire una descrizione quantitativa armonizzata delle economie degli Stati membri dell'UE. Costituisce il corrispondente, per l'UE, del *System of National Accounts 1993 (SNA 93)* concepito su scala mondiale.

Sistema europeo di banche centrali (SEBC) [*European System of Central Banks (ESCB)*]: è costituito dalla **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.

Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF) [European System of Financial Supervision (ESFS)]: gruppo di organismi incaricati di assicurare la vigilanza del sistema finanziario dell'UE. Comprende il **Comitato europeo per il rischio sistemico**, le tre autorità di vigilanza europee, il Comitato congiunto delle autorità europee di vigilanza e le autorità di vigilanza nazionali degli Stati membri dell'UE.

Stabilità dei prezzi [price stability]: preservare la stabilità dei prezzi è l'obiettivo primario dell'**Eurosistema**. Il **Consiglio direttivo** definisce la stabilità dei prezzi come un aumento sui dodici mesi dell'**indice armonizzato dei prezzi al consumo** per l'**area dell'euro** inferiore al 2 per cento. Il Consiglio direttivo ha inoltre chiarito che, nel perseguimento della stabilità dei prezzi, si prefigge di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento in un orizzonte di medio periodo.

Stabilità finanziaria [financial stability]: condizione per cui il sistema finanziario – comprendente intermediari, mercati e infrastrutture di mercato – è in grado di resistere agli shock e alla brusca correzione degli squilibri finanziari, riducendo così la probabilità che il processo di intermediazione finanziaria subisca turbative di gravità tale da pregiudicare in misura significativa l'allocazione dei risparmi verso opportunità di investimento redditizie.

Strategia 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". Varata dal **Consiglio europeo** di Lisbona nel 2000, è stata sostituita dalla **strategia Europa 2020**.

Strategia Europa 2020 [Europe 2020 strategy]: strategia dell'UE per l'occupazione e per una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva; è stata adottata dal **Consiglio europeo** nel giugno 2010. Sulla scorta della **strategia di Lisbona**, intende fornire un quadro coerente agli Stati membri dell'UE per l'attuazione di riforme strutturali finalizzate ad aumentare la crescita potenziale e a mobilitare le politiche e gli strumenti dell'UE.

Target (Sistema transeuropeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale) [TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system)]: sistema di regolamento lordo in tempo reale dell'**Eurosistema** per l'euro. Il sistema Target di prima generazione è stato sostituito da **Target2** nel maggio 2008.

Target2: sistema **Target** di seconda generazione che regola in moneta di banca centrale i pagamenti in euro; funziona mediante una piattaforma informatica unica condivisa su cui convergono tutti gli ordini di pagamento da elaborare.

Target2-Securities (T2S): piattaforma tecnica unica dell'**Eurosistema** che consente ai **sistemi di deposito accentrato** e alle BCN di fornire servizi di base, neutrali e senza confini, per il regolamento in moneta di banca centrale delle operazioni in titoli in Europa.

Tassi di interesse 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-20 (comprendente i 10 Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e 10 partner commerciali al di fuori dell'UE) e il TCE-40 (composto dal TCE-20 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 (prenditore) di effettuare uno o più pagamenti al detentore (prestatore) a una determinata data o a determinate date future. Questi titoli recano solitamente uno specifico tasso di interesse (cedola) e/o sono collocati con uno sconto rispetto all'ammontare dovuto alla scadenza. I titoli di debito a lungo termine hanno scadenza originaria superiore a un anno.

Trattamento interamente automatizzato [*straight-through processing (STP)*]: trattamento automatizzato dall'ordinante al beneficiario dei trasferimenti per operazioni o pagamenti. Prevede, ove applicabile, il perfezionamento automatico di conferma, spunta e generazione degli ordini, compensazione e regolamento.

Trattati [*Treaties*]: salvo diversa indicazione, nel presente rapporto il termine "trattati" è usato per designare sia il **Trattato** sul funzionamento dell'Unione europea sia il Trattato sull'Unione europea.

Trattato [*Treaty*]: salvo diversa indicazione, nel presente rapporto con il termine "Trattato" si intende il Trattato sul funzionamento dell'Unione europea; i riferimenti agli articoli riflettono la numerazione vigente dal 1° dicembre 2009.

Trattato di Lisbona [*Lisbon Treaty*]: modifica i due trattati fondamentali dell'UE, ossia il Trattato sull'Unione europea e il Trattato che istituisce la Comunità europea, che è stato ridenominato **Trattato** sul funzionamento dell'Unione europea. Il Trattato di Lisbona è stato firmato nella capitale portoghese il 13 dicembre 2007 ed è entrato in vigore il 1° dicembre 2009.

Unione economica e monetaria (UEM) [*Economic and Monetary Union (EMU)*]: processo articolato in tre fasi, ai sensi del **Trattato**, che ha condotto all'adozione dell'euro quale moneta comune e all'attuazione della politica monetaria unica nell'**area dell'euro**, nonché al coordinamento delle politiche economiche degli Stati membri dell'UE. La Terza fase, quella conclusiva, si è aperta il 1° gennaio 1999 con il trasferimento delle competenze monetarie alla **Banca centrale europea** e l'introduzione dell'euro. La sostituzione del contante, avvenuta il 1° gennaio 2002, ha completato la realizzazione dell'UEM.

Valore di riferimento per la crescita di M3 [*reference value for M3 growth*]: tasso di crescita sui dodici mesi di **M3** nel medio periodo che risulta coerente con il mantenimento della **stabilità dei prezzi**. Attualmente è fissato al 4½ per cento.

Volatilità implicita [*implied volatility*]: volatilità attesa, ossia deviazione standard, dei tassi di variazione del prezzo di un'attività (ad esempio un'azione o un'obbligazione). Può essere ricavata da un insieme di elementi, ossia dal prezzo dell'attività, dalla sua data di scadenza e dal prezzo di esercizio delle rispettive **opzioni** nonché da un tasso di rendimento privo di rischio, sulla base di un modello per la determinazione del prezzo delle opzioni, ad esempio quello di Black-Scholes.

ISSN 1561-4530



9 771561 453000