



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

RAPPORTO ANNUALE 2011

2011

2011

2011

2011

2011

2011

2011

2011

2011

2011

2011

2011

RAPPORTO ANNUALE
2011

BANCA CENTRALE EUROPEA





BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA



RAPPORTO ANNUALE 2011

Nel 2012 tutte le pubblicazioni della BCE saranno caratterizzate da un motivo tratto dalla banconota da 50 euro.

© Banca centrale europea, 2012

Indirizzo

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main
Germany

Recapito postale

Postfach 16 03 19
60066 Frankfurt am Main
Germany

Telefono

+49 69 1344 0

Sito Internet

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

Fax

+49 69 1344 6000

Tutti i diritti riservati.

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

Fotografie:

Andreas Böttcher

Banca centrale europea/Robert Metsch

ISOCHROM.com

*I dati contenuti in questo Rapporto sono
aggiornati al 2 marzo 2012.*

ISSN 1561-4530 (stampa)

ISSN 1725-2903 (online)

INDICE

PREFAZIONE	7	Riquadro 8 Le attività e le passività delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro	67
CAPITOLO I L'EVOLUZIONE ECONOMICA E LA POLITICA MONETARIA			
I DECISIONI DI POLITICA MONETARIA	14	3 L'EVOLUZIONE ECONOMICA E MONETARIA NEGLI STATI MEMBRI DELL'UE NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO	75
Riquadro 1 Le misure non convenzionali nel 2011	14		
2 GLI ANDAMENTI MONETARI, FINANZIARI ED ECONOMICI	20	CAPITOLO 2 LE OPERAZIONI E LE ATTIVITÀ DI BANCA CENTRALE	
2.1 Il contesto macroeconomico internazionale	20	I LE OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA, LE OPERAZIONI IN CAMBI E LE ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO	84
2.2 Gli andamenti monetari e finanziari	26	1.1 Le operazioni di politica monetaria	84
Riquadro 2 La moneta e il credito quali indicatori preventivi di disallineamenti di prezzi	29	1.2 Le operazioni sul mercato dei cambi e le operazioni con altre banche centrali	91
Riquadro 3 Andamenti recenti del conto finanziario dell'area dell'euro	35	1.3 Le attività di investimento	92
Riquadro 4 I saldi Target2 nell'Eurosistema in un contesto di mercati monetari malfunzionanti	37	2 I SISTEMI DI PAGAMENTO E DI REGOLAMENTO DELLE TRANSAZIONI IN TITOLI	95
Riquadro 5 Turbolenze nei mercati del debito sovrano dell'area dell'euro ed effetti di propagazione sul settore finanziario e nel 2011	42	2.1 Il sistema Target2	95
2.3 Prezzi e costi	52	2.2 <i>Target2-Securities</i>	97
Riquadro 6 Dinamica dei prezzi delle materie prime e inflazione armonizzata nell'area dell'euro: un confronto tra gli aumenti nel 2008 e nel 2011	52	2.3 Le procedure di regolamento per le garanzie	98
2.4 La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	59	3 LE BANCONOTE E LE MONETE	100
Riquadro 7 Aggiustamenti dell'occupazione nell'area dell'euro e negli Stati Uniti dalla crisi	63	3.1 La circolazione delle banconote e delle monete	100
2.5 La finanza pubblica	67	3.2 La contraffazione delle banconote in euro e i relativi deterrenti	101
		3.3 La produzione e l'emissione di banconote	102
		4 LE STATISTICHE	105
		4.1 Statistiche nuove e più esaustive	105
		4.2 Altri sviluppi in ambito statistico	105
		5 LA RICERCA ECONOMICA	108
		5.1 Le priorità della ricerca e i risultati conseguiti	108
		5.2 La divulgazione della ricerca: pubblicazioni e conferenze	109

6 ALTRI COMPITI E ATTIVITÀ	110	5.2 I sistemi e gli strumenti di pagamento al dettaglio	138
6.1 Conformità al divieto di finanziamento monetario e accesso privilegiato	110	5.3 La compensazione e il regolamento delle transazioni in titoli e derivati	138
6.2 Funzioni consultive	110	CAPITOLO 4	
Riquadro 9 L'indipendenza della banca centrale in Ungheria	113	LE TEMATICHE EUROPEE	
6.3 La gestione delle operazioni di assunzione e concessione di prestiti	115	1 LE TEMATICHE RELATIVE ALLE POLITICHE ECONOMICHE E LE QUESTIONI ISTITUZIONALI	144
6.4 I servizi di gestione delle riserve offerti dall'Eurosistema	116	2 GLI ANDAMENTI NEI PAESI CANDIDATI ALL'ADESIONE ALL'UE E RELAZIONI CON GLI STESSI	148
CAPITOLO 3		CAPITOLO 5	
STABILITÀ FINANZIARIA, COMPITI COLLEGATI AL CERS E INTEGRAZIONE FINANZIARIA		LE TEMATICHE INTERNAZIONALI	
1 LA STABILITÀ FINANZIARIA	120	1 I PRINCIPALI SVILUPPI NEL SISTEMA MONETARIO E FINANZIARIO INTERNAZIONALE	152
1.1 Il monitoraggio della stabilità finanziaria	120	2 LA COOPERAZIONE CON I PAESI ESTERNI ALL'UE	155
1.2 I dispositivi a garanzia della stabilità finanziaria	123	CAPITOLO 6	
2 COMPITI RIGUARDANTI IL FUNZIONAMENTO DEL COMITATO EUROPEO PER IL RISCHIO SISTEMICO	125	L'ATTIVITÀ DI COMUNICAZIONE ESTERNA E LA RESPONSABILITÀ PER IL PROPRIO OPERATO	
2.1 Assetto istituzionale	125	1 LA RESPONSABILITÀ PER IL PROPRIO OPERATO E LA POLITICA DI COMUNICAZIONE	160
2.2 Supporto analitico, statistico, logistico e amministrativo al CERS	125	2 LA RESPONSABILITÀ PER IL PROPRIO OPERATO NEI CONFRONTI DEL PARLAMENTO EUROPEO	161
Riquadro 10 <i>Il Macro-prudential Research Network del SEBC</i>	126	3 L'ATTIVITÀ DI COMUNICAZIONE	164
3 LA REGOLAMENTAZIONE E LA VIGILANZA FINANZIARIA	129	CAPITOLO 7	
3.1 Il settore bancario	129	L'ASSETTO ISTITUZIONALE E L'ORGANIZZAZIONE	
3.2 Il settore dei valori mobiliari	130	1 GLI ORGANI DECISIONALI E LA GOVERNANCE INTERNA DELLA BCE	168
3.3 I principi contabili	131	1.1 L'Eurosistema e il Sistema europeo di banche centrali	168
4 L'INTEGRAZIONE FINANZIARIA	132	1.2 Il Consiglio direttivo	169
5 LA SORVEGLIANZA SULLE INFRASTRUTTURE DI MERCATO E SUI SISTEMI DI PAGAMENTO	136	1.3 Il Comitato esecutivo	169
5.1 I servizi di pagamento all'ingrosso e i fornitori di servizi di infrastrutture	136	1.4 Il Consiglio generale	171

1.5	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	173	SINTESI DELLE COMUNICAZIONI DELLA BCE SULL'EROGAZIONE DI LIQUIDITÀ	243
1.6	La <i>governance</i> interna	174	PUBBLICAZIONI PRODOTTE DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA	244
2	GLI SVILUPPI ORGANIZZATIVI	180	GLOSSARIO	245
2.1	La gestione delle risorse umane	180		
2.2	Le relazioni con il personale e il dialogo sociale	181		
2.3	Il dialogo sociale nell'ambito del SEBC	182		
2.4	L'Ufficio di coordinamento degli acquisti dell'Eurosistema	182		
2.5	La nuova sede della BCE	182		
2.6	Le tematiche ambientali	183		
2.7	La gestione dei servizi di <i>information technology</i>	184		
IL BILANCIO				
	Relazione sulla gestione per l'esercizio terminato il 31 dicembre 2011	188		
	Stato patrimoniale al 31 dicembre 2011	194		
	Conto economico per l'esercizio terminato il 31 dicembre 2010	196		
	Criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio	197		
	Note allo stato patrimoniale	203		
	Note al conto economico	218		
	Relazione del revisore indipendente	223		
	Nota sulla distribuzione degli utili / ripartizione delle perdite	224		
	Stato patrimoniale consolidato dell'Eurosistema al 31 dicembre 2011	226		
	ALLEGATI	229		
	STRUMENTI GIURIDICI ADOTTATI DALLA BCE	230		
	PARERI ADOTTATI DALLA BCE	233		
	CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA	240		

SIGLARIO

PAESI

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

ALTRE SIGLE

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

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

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

PREFAZIONE



Il 2011 è stato un anno eccezionale, caratterizzato da condizioni economiche e finanziarie difficili. In tale contesto, la Banca centrale europea ha costantemente rappresentato un'ancora di stabilità e fiducia. Ciò è evidenziato dal fatto che le aspettative di inflazione a medio-lungo termine sono rimaste saldamente ancorate all'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere l'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo: un successo ragguardevole, tenuto conto degli andamenti avversi, e un'indicazione dell'alto grado di credibilità della politica monetaria della BCE.

Nel corso del 2011 l'evoluzione dei prezzi è stata influenzata in misura significativa dai rincari dell'energia e delle materie prime, che hanno determinato tassi di inflazione elevati; la variazione dei prezzi misurata sulla base dello IAPC si è collocata nella media dell'anno al 2,7 per cento. Nella prima parte dell'anno è proseguita la ripresa economica nell'area dell'euro, con il sostegno della crescita mondiale e del rafforzamento della domanda interna. Allo stesso tempo, l'inflazione complessiva ha

registrato un notevole incremento agli inizi del 2011 e i rischi per le prospettive riguardanti l'andamento dei prezzi si sono spostati verso l'alto, come evidenziato dall'analisi economica. Il ritmo dell'espansione monetaria di fondo si è gradualmente rafforzato, mentre l'abbondante liquidità potrebbe avere favorito pressioni al rialzo sui prezzi. Al fine di preservare la stabilità dei prezzi, il Consiglio direttivo ha aumentato i tassi di interesse di riferimento della BCE di 25 punti base in aprile e in luglio del 2011, dopo averli mantenuti su livelli molto bassi per quasi due anni.

Dalla metà di luglio si sono intensificate le tensioni nei mercati finanziari, alimentate principalmente dai timori degli operatori di mercato circa l'evoluzione dei conti pubblici in diversi paesi dell'area dell'euro. Il conseguente inasprimento delle condizioni finanziarie e il deterioramento del clima di fiducia economico, unitamente al calo della domanda mondiale, hanno frenato l'attività economica dell'area nella seconda metà dell'anno. Il PIL in termini reali è aumentato dell'1,4 per cento nel complesso del 2011. L'elevata incertezza nei mercati finanziari, insieme alle necessità di riduzione della leva finanziaria da parte delle banche, ha inciso anche sulla crescita della moneta, che si è indebolita verso la fine del 2011. Il ritmo dell'espansione monetaria di fondo è rimasto moderato. In tale contesto, il Consiglio direttivo ha ridotto i tassi di interesse di riferimento della BCE a novembre e dicembre per un totale di 50 punti base.

I rischi per la stabilità finanziaria nell'area dell'euro sono aumentati considerevolmente nel corso del 2011 con l'aggravarsi della crisi del debito sovrano e del suo impatto sul settore bancario. Soprattutto nella seconda metà dell'anno si sono accentuati gli effetti di contagio verso i paesi più grandi dell'area, a fronte delle crescenti difficoltà derivanti dall'interazione tra conti pubblici vulnerabili e settore finanziario. A ciò si è aggiunto il peggioramento delle prospettive di crescita macroeconomica, in particolare verso la fine dell'anno. Le pressioni sulla provvista delle

banche dell'area hanno registrato un marcato incremento in diversi segmenti di mercato, inclusi quelli dei finanziamenti a termine non garantiti e quelli a breve scadenza in dollari statunitensi. Ciò ha indotto un rafforzamento del processo di riduzione della leva finanziaria da parte delle banche nell'ultima parte del 2011, suggerendo la possibilità di effettivi negativi sulla disponibilità di credito. Tali spinte, derivanti dalle difficoltà degli istituti bancari di reperire fondi a breve-medio termine, sono state adeguatamente arginate dall'azione tempestiva della BCE.

Le tensioni nei mercati finanziari hanno avuto ripercussioni negative sul meccanismo di trasmissione della politica monetaria; pertanto, a partire dall'agosto del 2011 il Consiglio direttivo ha adottato una serie di misure di politica monetaria non convenzionali, fra le quali la riattivazione del Programma per il mercato dei titoli finanziari, l'avvio di un secondo Programma per l'acquisto di obbligazioni garantite e interventi finalizzati all'erogazione di liquidità in valuta estera. Inoltre, l'Eurosistema ha deciso di continuare ad applicare almeno fino alla fine di giugno del 2012 la procedura a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti in tutte le operazioni di rifinanziamento. A dicembre il Consiglio direttivo ha adottato ulteriori misure di maggiore sostegno al credito, fra cui la conduzione di due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a tre anni, l'ampliamento della disponibilità di garanzie e la riduzione del coefficiente di riserva all'1 per cento. L'obiettivo principale di tali interventi consisteva nel mitigare gli effetti delle tensioni nei mercati finanziari sull'offerta di credito a famiglie e imprese garantendo che le banche non fossero vincolate dal lato della liquidità.

L'aumento generalizzato dei rischi per la stabilità finanziaria ha messo in luce l'evidente necessità di attuare interventi coraggiosi e risoluti sia all'interno sia all'esterno dell'area dell'euro. L'insieme di misure annunciate o adottate dal Consiglio europeo e dai capi di Stato o di governo dei paesi dell'area ha riguardato varie

questioni cruciali e mira a ripristinare la stabilità finanziaria nell'area. I suoi elementi centrali sono rappresentati dal nuovo patto di bilancio (*fiscal compact*) e dal rafforzamento degli strumenti di stabilizzazione per l'area dell'euro, fra cui una maggiore efficacia della European Financial Stability Facility, un'attuazione più rapida del Meccanismo europeo di stabilità e misure tese ad affrontare le eccezionali sfide in Grecia.

Il 27 gennaio 2012 i capi di Stato o di governo hanno stabilito che il patto di bilancio assumerà la forma di Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla *governance* nell'Unione economica e monetaria. Il Trattato promuove il rafforzamento dell'assetto esistente per le politiche fiscali, in particolare attraverso l'inserimento nelle legislazioni nazionali della regola del bilancio strutturale in pareggio, la cui verifica spetterebbe alla Corte di giustizia dell'Unione europea. Gli scostamenti osservati rispetto alla regola e il relativo impatto cumulato sul debito pubblico saranno corretti automaticamente. Se applicata e fatta osservare efficacemente, questa nuova regola dovrebbe accrescere la sostenibilità delle finanze pubbliche nell'area dell'euro.

Per quanto concerne il settore bancario, l'Autorità bancaria europea e le autorità nazionali di vigilanza hanno adottato misure per un rafforzamento durevole del capitale delle banche dell'UE, sulla base di un esercizio di *stress test* condotto nell'UE e portato a termine a luglio. Per far fronte al fabbisogno di finanziamento delle banche, l'accesso alla provvista a termine è stato agevolato mediante la reintroduzione di schemi di garanzia finanziati dallo Stato, coordinati a livello di UE per quanto riguarda accesso e condizioni.

Durante il 2011 il programma di riforma della regolamentazione ha preservato il suo slancio. Una decisione importante per far fronte ai rischi per il sistema finanziario mondiale è stata l'adozione da parte del G20 di un insieme integrato di misure sulle istituzioni finanziarie di importanza sistemica. La BCE dà pieno sostegno ai nuovi standard internazionali, concepiti per ovviare alle esternalità negative

e al *moral hazard* posti dalle istituzioni di importanza sistemica operanti su scala mondiale. Tali standard costituiscono un passo necessario per ridurre la probabilità e la gravità dell'instabilità finanziaria e dei salvataggi. La BCE, in quanto membro del Consiglio per la stabilità finanziaria, ha contribuito attivamente ai lavori in questo settore.

Un'altra tematica di rilievo è rappresentata dal seguito dato al riesame e al completamento di alcuni elementi dei nuovi criteri patrimoniali e di liquidità (Basilea 3). La BCE ha contribuito anche all'attuazione dei criteri di Basilea 3 in Europa e ha accolto con favore la proposta presentata dalla Commissione europea il 20 luglio 2011 per una direttiva e un regolamento, che recepiranno nella legislazione dell'UE lo schema di regolamentazione di Basilea 3. Nel suo parere, pubblicato il 27 gennaio 2012, la BCE sostiene appieno il forte impegno dell'UE ad attuare gli standard e gli accordi internazionali nell'ambito della regolamentazione finanziaria, tenendo conto, ove rilevante, di alcuni aspetti precisi del sistema finanziario e giuridico dell'UE.

Il 2011 è stato il primo anno di esistenza del Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS), organismo di vigilanza macroprudenziale dell'UE incaricato di individuare e valutare i rischi sistemici e di formulare segnalazioni e raccomandazioni. La BCE assicura il Segretariato del CERS. Nel 2011 il CERS si è concentrato sulla realizzazione del proprio assetto istituzionale. Nel contempo, ha iniziato a intrattenere periodiche discussioni sui rischi sistemici per il sistema finanziario dell'UE; a questo riguardo, un tema rilevante è stato quello dell'interazione tra il merito di credito degli Stati europei, la crescente difficoltà delle banche di reperire fondi e l'indebolimento della crescita economica. Il CERS ha adottato e pubblicato tre raccomandazioni riguardanti: 1) i prestiti in valuta estera; 2) i finanziamenti in dollari statunitensi agli enti creditizi; 3) il mandato macroprudenziale delle autorità nazionali. Attualmente è impegnato a definire

un appropriato meccanismo di verifica sul seguito dato alle raccomandazioni, in linea con il principio in base al quale in caso di inazione si richiede di fornire debite motivazioni (“*act or explain*”). Infine, nell'anno passato, è stato impegnato in attività volte a sviluppare le fondamenta della politica macroprudenziale nell'UE; a tal fine ha esaminato gli aspetti macroprudenziali delle proposte di disposizioni legislative dell'UE – in particolare sui requisiti patrimoniali delle banche e sulle infrastrutture di mercato – e ha trasmesso i propri rilievi da una prospettiva macroprudenziale agli organi legislativi dell'UE.

La BCE ha continuato a contribuire alle principali iniziative intraprese sul piano delle politiche e della regolamentazione per rafforzare la stabilità delle infrastrutture dei mercati finanziari, comprese le iniziative legislative a livello dell'UE. La BCE ha contribuito anche alle attività del Comitato sui sistemi di pagamento e di regolamento e dell'International Organization of Securities Commissions, con particolare riguardo ai principi per le infrastrutture dei mercati finanziari e a quelle dei mercati degli strumenti derivati negoziati fuori borsa. Inoltre, nel maggio 2011 il Consiglio direttivo ha approvato il mandato del Consesso europeo per la sicurezza dei pagamenti al dettaglio. Infine, in corso d'anno è stato condotto un ampio riesame preliminare della documentazione disponibile sulla configurazione di *Target2-Securities*, con la partecipazione delle autorità competenti.

Per quanto concerne i servizi di banca centrale, l'Eurosistema gestisce la piattaforma unica per i pagamenti di importo rilevante Target2, che consente il regolamento lordo in tempo reale delle operazioni in euro e permette alle banche centrali di 24 paesi dell'UE e alle relative comunità di utenti di beneficiare dei medesimi servizi globali avanzati. Nel 2011 sono stati fatti notevoli progressi nell'ambito del progetto dell'Eurosistema *Target2-Securities* (T2S) per la realizzazione di una nuova piattaforma multivalutaria di regolamento delle operazioni in titoli. Dopo un negoziato durato oltre due anni, il Consiglio direttivo ha approvato la

documentazione legale, ponendo le basi affinché nel 2012 possano essere stipulati i contratti tra i sistemi di deposito accentrato e l'Eurosistema. È stato concluso anche il negoziato con le banche centrali dei paesi non appartenenti all'area dell'euro che intenderanno rendere disponibili le rispettive valute per il regolamento in T2S delle operazioni in titoli. Inoltre, ci sono stati positivi avanzamenti su questioni tecniche, in particolare la pubblicazione delle specifiche funzionali di dettaglio per gli utenti e la selezione dei fornitori dei servizi di rete. Progressi ci sono stati anche per quanto riguarda i futuri miglioramenti dei servizi dell'Eurosistema per la gestione delle garanzie, come l'eliminazione dell'obbligo di rimpatrio dei titoli nel paese dell'emittente e l'introduzione dei servizi *tri-party* per l'utilizzo transfrontaliero delle garanzie nell'ambito del modello di banche centrali corrispondenti (Correspondent Central Banking Model, CCBM).

Per quanto concerne l'organizzazione interna, il personale in organico della BCE alla fine del 2011 era pari a 1.440,5 unità equivalenti a tempo pieno su posizioni permanenti, rispetto a 1.421,5 alla fine del 2010. L'aumento è dovuto principalmente alle accresciute esigenze operative derivanti dalla crisi finanziaria. I membri del personale della BCE, provenienti da tutti i 27 Stati membri dell'UE, sono assunti mediante campagne di selezione aperte per coprire posizioni vacanti annunciate nel sito Internet della BCE. Nel 2011, in linea con la politica di mobilità della BCE, 237 membri del personale si sono ricollocati internamente in una diversa posizione lavorativa, mentre 6 sono stati distaccati presso altre organizzazioni per un'esperienza professionale esterna; a 54 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. I principali sviluppi sul fronte delle politiche delle risorse umane hanno interessato l'introduzione

di regole sull'orario di lavoro e sulle assenze più conciliabili con le esigenze della vita familiare, l'istituzione del Comitato per la sicurezza e la salute nel lavoro e l'introduzione di servizi di *coaching* per il personale.

I lavori di costruzione della nuova sede della BCE sono proseguiti nel 2011 secondo il calendario previsto e gli stanziamenti stabiliti. La realizzazione della doppia torre di uffici è avanzata in media al ritmo di un piano ogni sei giorni. La data di completamento della nuova sede, programmata per la fine del 2013, resta invariata.

Per quanto riguarda il bilancio, nel 2011 la BCE ha registrato un risultato di 1,89 miliardi di euro, rispetto a 1,33 miliardi nell'esercizio precedente. Il Consiglio direttivo ha deciso di trasferire, al 31 dicembre 2011, un importo di 1,17 miliardi di euro al fondo di accantonamento a fronte dei rischi di cambio, di tasso di interesse, di credito e di prezzo dell'oro, che ha così raggiunto il livello massimo di 6,36 miliardi di euro, pari al valore del capitale della BCE versato dalle BCN dei paesi dell'area dell'euro alla stessa data. Il profitto netto della BCE per il 2011, in seguito al trasferimento al fondo di accantonamento, è stato pari a 728 milioni di euro. L'ammontare è stato ripartito fra le BCN dei paesi dell'area in misura proporzionale alle quote rispettivamente versate del capitale della BCE.

Francoforte sul Meno, marzo 2012



Mario Draghi



Nuova sede della BCE (lato est) – La nuova sede della BCE, attualmente in costruzione su progetto di COOP HIMMELB(L)AU, sarà costituita da tre elementi architettonici principali: una doppia torre di uffici, la Grossmarkthalle e un edificio di accesso. Il completamento dei lavori è previsto entro la fine del 2013.

CAPITOLO I

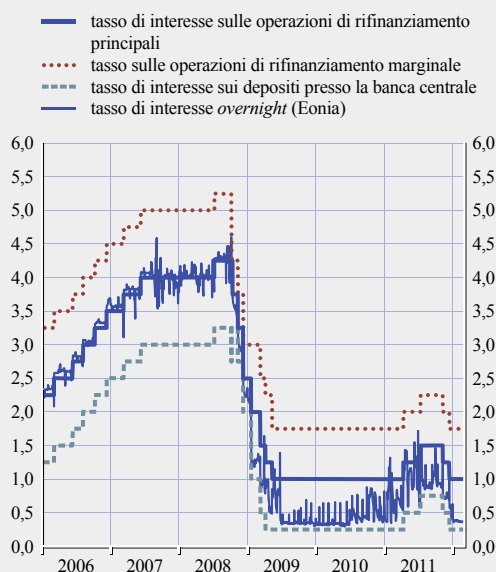
**L'EVOLUZIONE
ECONOMICA E LA
POLITICA MONETARIA**

I DECISIONI DI POLITICA MONETARIA

L'Eurosistema ha dovuto far fronte ancora una volta a una situazione estremamente difficile nel 2011. Fino all'estate le pressioni inflazionistiche sono andate crescendo a causa del rincaro delle materie prime, rischiando di innescare un processo inflattivo generalizzato nel contesto di ripresa economica. I rischi per le prospettive di inflazione sugli orizzonti rilevanti per la politica monetaria, come evidenziato dall'analisi economica, sono passati al rialzo. Inoltre, benché l'analisi monetaria indicasse che il ritmo di fondo dell'espansione monetaria fosse moderato, la liquidità monetaria era ampia e avrebbe potuto agevolare l'assestamento delle spinte sui prezzi. Al fine di contenere questi rischi, il Consiglio direttivo ha innalzato i tassi di interesse di riferimento della BCE a due riprese in aprile e luglio, per complessivi 50 punti base. Nella seconda metà dell'anno l'acutizzarsi delle tensioni nei mercati finanziari ha agito da freno significativo sull'attività economica nell'area dell'euro. Al fine di assicurare il mantenimento della stabilità dei prezzi, il Consiglio direttivo ha abbassato i tassi di interesse di riferimento della BCE a due riprese in novembre e dicembre, per complessivi 50 punti base. Alla fine dell'anno il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali si collocava all'1,00 per cento, quello sui depositi presso la banca centrale allo 0,25 per cento e il tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale all'1,75 per cento (cfr. figura 1).

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

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



Fonti: BCE, Bloomberg e Thomson Reuters.

A partire dall'estate le forti tensioni sui mercati finanziari avevano il potenziale di ostacolare la trasmissione dei segnali di politica monetaria all'economia. Tra l'agosto e il dicembre del 2011, la BCE ha pertanto adottato varie misure non convenzionali di politica monetaria al fine di garantire una trasmissione fluida e omogenea (cfr. il riquadro 1).

Riquadro 1

LE MISURE NON CONVENZIONALI NEL 2011¹

Nella seconda metà del 2011 i deterioramenti significativi di vari segmenti dei mercati finanziari nell'area dell'euro hanno indotto la BCE ad adottare alcune misure non convenzionali di politica monetaria. Le tensioni sul mercato del debito sovrano, che in un primo momento avevano riguardato pressoché esclusivamente la Grecia, l'Irlanda e il Portogallo, si sono progressivamente estese all'Italia e alla Spagna, e in seguito anche ad altri paesi dell'area dell'euro (cfr. figura). Questa evoluzione rifletteva, fra le altre cose, i rischi per la sostenibilità dei conti pubblici, specie

¹ Per un approfondimento sulla risposta della BCE alla crisi finanziaria nella seconda metà del 2011, cfr. i riquadri *I mercati finanziari agli inizi di agosto del 2011* e *le misure di politica monetaria della BCE e Ulteriori misure non convenzionali di politica monetaria decise dal Consiglio direttivo l'8 dicembre 2011*, rispettivamente nei numeri di settembre e di dicembre 2011 del Bollettino mensile della BCE.

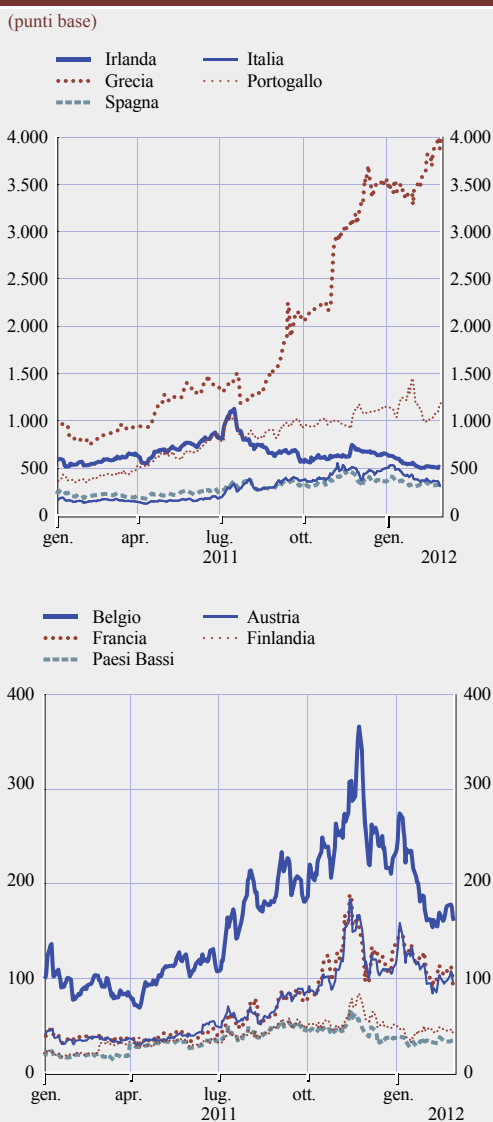
con riferimento ad alcuni paesi, i timori per le prospettive economiche mondiali e l'incertezza riguardo alle modalità del sostegno finanziario europeo a favore dei paesi dell'area più colpiti dalla crisi del debito sovrano, compresa la possibilità di un coinvolgimento del settore privato. Le gravi tensioni osservate nei mercati dei titoli di Stato nella seconda metà del 2011 hanno altresì influenzato il mercato monetario dell'area dell'euro.

Tali sviluppi hanno indotto il Consiglio direttivo della BCE ad adottare alcune misure non convenzionali di politica monetaria a partire dall'agosto 2011, allo scopo di evitare l'insorgere nei mercati finanziari di turbative analoghe a quelle osservate dopo il fallimento di Lehman Brothers nel settembre 2008. In assenza di tali misure, gli andamenti di mercato avrebbero potuto avere ripercussioni avverse per la trasmissione degli impulsi di politica monetaria, e quindi in definitiva per il mantenimento della stabilità dei prezzi nel medio termine nell'area dell'euro nel suo complesso.

Nell'agosto 2011 il Consiglio direttivo ha dichiarato che l'Eurosistema avrebbe continuato a fornire liquidità alle banche mediante procedure d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione degli importi almeno fino agli inizi del 2012. È stata inoltre introdotta un'operazione di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza di circa sei mesi.

In aggiunta, la BCE ha annunciato che avrebbe riattivato il Programma per i mercati dei titoli finanziari (PMT). Quest'ultimo era stato introdotto nel maggio 2010 per favorire la trasmissione delle decisioni di politica monetaria in un contesto di disfunzione di vari segmenti dei mercati finanziari, allo scopo di assicurare la stabilità dei prezzi per l'area dell'euro nel suo complesso. Da fine marzo 2011 non era stato effettuato alcun acquisto nell'ambito del programma, ma a partire da agosto sono emersi rischi significativi di disfunzioni in alcuni mercati dei titoli di Stato e di una propagazione delle tensioni ad altri mercati. Ove si fossero concretizzati, tali rischi avrebbero avuto un pesante impatto sull'accesso ai finanziamenti nell'economia dell'area dell'euro. Nel decidere di riattivare gli interventi nell'ambito del PMT, il Consiglio direttivo ha preso atto, fra l'altro, dell'impegno dei governi dell'area dell'euro a

Differenziali dei titoli di Stato



Fonte: Thomson Reuters.
 Note: i differenziali riflettono i rendimenti sui titoli di Stato a dieci anni meno i 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.

raggiungere i rispettivi obiettivi di bilancio e degli annunci di alcuni governi riguardo alle misure e alle riforme da adottare negli ambiti delle politiche fiscali e strutturali. Le modalità del PMT sono rimaste invariate: gli acquisti di titoli di Stato da parte dell'Eurosistema sono rigorosamente confinati ai mercati secondari; l'effetto di immissione di liquidità prodotto dagli acquisti effettuati nel contesto del PMT continua a essere completamente sterilizzato mediante specifiche operazioni di assorbimento della liquidità; infine, il PMT, come tutte le altre misure non convenzionali di politica monetaria, ha natura temporanea. A fine 2011 l'ammontare in essere di titoli regolati nell'ambito del PMT, come riportato nel bilancio dell'Eurosistema, era pari a 211,4 miliardi di euro.

Il 15 settembre, a seguito delle pressioni sul fronte della raccolta in dollari USA, il Consiglio direttivo ha annunciato tre operazioni di immissione di liquidità in dollari con una durata approssimativamente pari a tre mesi, a coprire il periodo sino a fine anno. Tale misura è stata decisa di concerto con altre importanti banche centrali. Le operazioni hanno preso la forma di pronti contro termine per lo scambio di garanzie stanziabili.

Il 6 ottobre sono state annunciate due ulteriori operazioni di rifinanziamento a più lungo termine, una da effettuarsi nel mese stesso con scadenza di circa 12 mesi, l'altra da effettuarsi in dicembre con una scadenza di circa 13 mesi. In ottobre il Consiglio direttivo ha inoltre indicato che le aste a tasso fisso con piena aggiudicazione sarebbero state ancora utilizzate per tutte le operazioni di rifinanziamento aggiudicate fino ad almeno la fine della prima metà del 2012. Queste misure sono state adottate allo scopo di favorire la raccolta bancaria e incoraggiare così gli istituti di credito a continuare ad erogare prestiti alle famiglie e alle imprese non finanziarie. In aggiunta è stato annunciato un nuovo programma di acquisto di obbligazioni garantite, nell'ambito del quale l'Eurosistema intendeva acquistare titoli per 40 miliardi di euro nei mercati primario e secondario fra il novembre 2011 e l'ottobre 2012. A fine 2011 l'ammontare in essere di obbligazioni regolate nel quadro di questo programma era pari a 3,1 miliardi di euro.

Il 30 novembre la BCE ha annunciato un'azione concertata con altre banche centrali volta ad accrescere la capacità delle autorità partecipanti di fornire un sostegno di liquidità al sistema finanziario internazionale tramite accordi di *swap*. È stato inoltre abbassato di 50 punti base il prezzo da corrispondere nell'ambito degli accordi temporanei per lo scambio di liquidità in dollari USA. L'obiettivo ultimo di questo provvedimento era di attenuare gli effetti prodotti dalle tensioni nei mercati finanziari sull'offerta di credito alle famiglie e alle imprese.

L'8 dicembre il Consiglio direttivo ha annunciato nuove misure per sostenere ulteriormente il credito bancario e la liquidità nel mercato monetario dell'area dell'euro. Più specificamente, ha deciso di condurre due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a tre anni con opzione di rimborso anticipato dopo un anno. La gamma di titoli stanziabili è stata ampliata riducendo la soglia di *rating* applicata a determinate *asset-backed securities* e consentendo alle BCN di accettare temporaneamente in garanzia altre attività di credito (ossia prestiti bancari) non problematiche che soddisfacessero specifici criteri di stanziabilità. In aggiunta, è stato ridotto dal 2 all'1 per cento il coefficiente di riserva obbligatoria. Infine, sono state sospese le operazioni di regolazione puntuale (*fine tuning*) svolte l'ultimo giorno dei periodi di mantenimento. Il 21 dicembre 2011, nella prima operazione di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a 3 anni, sono stati assegnati alle banche 489,2 miliardi di euro; nella seconda operazione, condotta il 29 febbraio 2012, sono stati assegnati 529,5 miliardi di euro.

Dopo aver segnato una crescita dell'1,8 per cento nel 2010, il PIL reale ha continuato a espandersi nel 2011, sebbene a un tasso leggermente inferiore. Il tasso di crescita trimestrale del PIL in termini reali nel primo trimestre del 2011 è stato sostenuto, anche per effetto di fattori temporanei come il rimbalzo dell'attività edilizia, che era stata debole a causa delle condizioni meteorologiche avverse verso la fine del 2010. Nel momento in cui l'effetto di questi fattori speciali è venuto meno, la crescita trimestrale del PIL in termini reali è diminuita, soprattutto nel secondo trimestre, anche di riflesso agli effetti avversi risultanti dal terremoto in Giappone. Nella seconda metà dell'anno la crescita del PIL in termini reali è risultata molto contenuta.

L'inflazione si è collocata su livelli elevati nell'arco dell'intero anno, risultando in media pari al 2,7 per cento nel 2011, in rialzo dall'1,6 per cento del 2010. Per quanto riguarda il profilo mensile dell'inflazione annua misurata sullo IAPC, il tasso è gradualmente aumentato dal 2,3 per cento di gennaio a un massimo del 3,0 per cento fra settembre e novembre, prima di scendere lievemente al 2,7 per cento in dicembre, riflettendo soprattutto gli andamenti dei prezzi dell'energia e delle altre materie prime. Le aspettative di inflazione di medio e lungo periodo sono rimaste solidamente ancorate su livelli coerenti con l'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere i tassi di inflazione in prossimità ma al disotto del 2 per cento nel medio termine.

Dopo un anno di crescita piuttosto moderata di M3 (1,7 per cento nel 2010), il ritmo di espansione monetaria nell'area dell'euro è gradualmente aumentato nei primi tre trimestri del 2011, raggiungendo in settembre il 2,9 per cento in termini annui. Tuttavia, le tensioni nei mercati finanziari e le pressioni sulle banche affinché risanassero i bilanci, specie in relazione ai requisiti patrimoniali, hanno frenato le dinamiche monetarie in autunno, inducendo un calo nel tasso di crescita annua di M3, che in dicembre si collocava all'1,5 per cento. Il profilo mensile dell'espansione di M3 nel 2011 è stato

significativamente influenzato dalle operazioni interbancarie condotte per il tramite delle controparti centrali, le quali fanno parte del settore detentore di moneta. Nel complesso, il ritmo di fondo dell'espansione monetaria è stato moderato nell'arco di tutto l'anno.

PRESSIONI INFLAZIONISTICHE IN CRESCITA NELLA PRIMA PARTE DEL 2011

Guardando più in dettaglio alle decisioni di politica monetaria nel 2011, l'economia dell'area dell'euro ha inaugurato l'anno con uno slancio di fondo positivo della crescita e rischi sostanzialmente bilanciati nel contesto di elevata incertezza. Si prevedeva che le esportazioni dell'area dell'euro avrebbero tratto vigore dall'espansione dell'economia mondiale. Si riteneva inoltre che anche la domanda del settore privato avrebbe fornito un contributo sempre maggiore alla crescita, considerati gli elevati livelli di fiducia delle imprese, l'orientamento accomodante della politica monetaria e le misure adottate per migliorare il funzionamento del sistema finanziario. Queste aspettative trovavano conferma anche nelle proiezioni economiche di marzo 2011 formulate dagli esperti della BCE, che situavano la crescita annua del PIL in termini reali fra l'1,3 e il 2,1 per cento nel 2011 e tra lo 0,8 e il 2,8 per cento nel 2012.

Nel contempo, vi erano evidenze di spinte al rialzo sull'inflazione complessiva, dovute soprattutto ai prezzi delle materie prime, rilevabili anche nelle prime fasi del processo produttivo. Considerato lo slancio positivo della crescita di fondo, tali spinte rischiavano di generare effetti di secondo impatto e pressioni inflazionistiche più generalizzate. Nelle proiezioni macroeconomiche del marzo 2011, gli esperti della BCE prevedevano che l'inflazione annua misurata sullo IAPC si sarebbe collocata fra il 2,0 e il 2,6 per cento nel 2011 e fra l'1,0 e il 2,4 per cento nel 2012, valori più elevati rispetto a quelli previsti nel dicembre 2010 dalle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema, soprattutto a causa dei prezzi più elevati di energia e alimentari.

Di conseguenza, il Consiglio direttivo rilevava in marzo che i rischi per le prospettive a medio termine per la stabilità dei prezzi erano orientati verso l'alto, dopo aver giudicato nei primi due mesi del 2011 che tali rischi erano sostanzialmente bilanciati ma avrebbero potuto per l'appunto orientarsi verso l'alto. In tale contesto, il Consiglio direttivo sottolineava di essere pronto a intervenire con fermezza e tempestività per assicurare che non si concretizzassero i rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio periodo. Tali rischi riguardavano, in particolare, rincari delle materie prime più elevati di quanto ipotizzato, ma anche incrementi superiori alle aspettative delle imposte indirette e dei prezzi amministrati (data l'esigenza di risanare i conti pubblici negli anni successivi), nonché pressioni interne sui prezzi più accentuate rispetto alle attese, a fronte della ripresa economica in atto.

La verifica incrociata dell'esito dell'analisi economica con i segnali provenienti dall'analisi monetaria mostrava che il ritmo dell'espansione monetaria di fondo rimaneva moderato. Al tempo stesso, la crescita modesta della moneta e del credito aveva fino a quel momento consentito un solo parziale riassorbimento dell'ingente ammontare di liquidità monetaria accumulata nell'economia prima del periodo di tensioni finanziarie. Ciò avrebbe potuto agevolare l'accomodamento delle pressioni sui prezzi che in quel momento emergevano nei mercati delle materie prime in seguito alla vigorosa espansione economica mondiale e all'abbondante liquidità risultante dalle politiche monetarie espansive su scala internazionale.

Alla luce dei rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi evidenziati dall'analisi economica, e al fine di preservare il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione nell'area dell'euro su livelli in linea con la stabilità dei prezzi, nella riunione del 7 aprile 2011 il Consiglio direttivo ha deciso di innalzare di 25 punti base i tassi di interesse di riferimento della BCE, dopo averli mantenuti invariati per quasi due anni su livelli storicamente bassi. Si riteneva indispensabile

che l'aumento dell'inflazione armonizzata non provocasse effetti di secondo impatto, dando luogo a spinte inflazionistiche generalizzate su un orizzonte di medio termine. Considerato il basso livello dei tassi di interesse su tutte le scadenze, l'orientamento di politica monetaria restava accomodante, continuando pertanto a sostenere in misura considerevole l'attività economica e la creazione di posti di lavoro.

Nel prosieguo del secondo trimestre le attese si sono orientate verso un leggero indebolimento dell'attività economica, dopo il forte aumento del PIL in termini reali dell'area dell'euro nel primo trimestre, senza tuttavia prevedere variazioni del ritmo di crescita di fondo dell'attività economica. I dati positivi del primo trimestre del 2011 hanno indotto una correzione al rialzo delle proiezioni per la crescita del PIL in termini reali per il 2011, che nel giugno del 2011 gli esperti dell'Eurosistema ritenevano si sarebbe collocata in un intervallo compreso tra l'1,5 e il 2,3 per cento, a fronte di proiezioni sostanzialmente invariate per il 2012. Le pressioni al rialzo derivanti dai prezzi delle materie prime permanevano, anche nelle prime fasi del processo produttivo. Ciò si è riflesso in una correzione al rialzo dell'intervallo dell'inflazione armonizzata al consumo nelle proiezioni macroeconomiche di giugno degli esperti dell'Eurosistema, passato al 2,5-2,7 per cento, mentre il corrispondente intervallo atteso per il 2012 si è ristretto rispetto alle proiezioni di marzo, attestandosi all'1,1-2,3 per cento. Malgrado una certa volatilità a breve termine, la crescita di M3 ha continuato a muoversi leggermente al rialzo nel secondo trimestre, mentre il tasso di crescita annua dei prestiti al settore privato si è anch'esso leggermente rafforzato, a indicare che il ritmo dell'espansione monetaria di fondo stava gradualmente recuperando terreno. Nel contempo, la liquidità monetaria rimaneva ampia, rischiando di assecondare le pressioni sui prezzi nell'area dell'euro.

Alla luce di questi andamenti, nella riunione del 7 luglio 2011 il Consiglio direttivo ha deciso

di innalzare di 25 punti base i tassi di interesse di riferimento della BCE. Secondo il Consiglio direttivo, inoltre, l'orientamento della politica monetaria rimaneva accomodante, considerato che i tassi di interesse restavano contenuti su tutte le scadenze.

L'INTENSIFICAZIONE DELLA CRISI DEL DEBITO SOVRANO A PARTIRE DALL'AGOSTO 2011

Le condizioni macroeconomiche nell'area dell'euro si sono deteriorate dall'estate del 2011, allorché le tensioni in alcuni segmenti del mercato del debito sovrano si sono acutizzate, principalmente in relazione ai timori nutriti degli operatori riguardo a vari fattori. Questi includevano le prospettive di crescita mondiali, la sostenibilità delle finanze pubbliche in alcuni paesi dell'area dell'euro e la percezione generale che la risposta dei governi alla crisi del debito sovrano fosse inadeguata. I differenziali di rendimento dei titoli di Stato di alcuni paesi dell'area sono balzati a livelli non più osservati dal 1999. Le tensioni non hanno risparmiato altri mercati, in particolare quello monetario.

Tali andamenti hanno avuto un impatto chiaramente negativo sulle condizioni di finanziamento e sul clima di fiducia del mercato, che, unitamente alla moderazione delle dinamiche di crescita mondiale e al processo di correzione dei bilanci nei settori finanziario e non finanziario, ha frenato lo slancio di fondo della crescita nell'area dell'euro a partire dal quarto trimestre del 2011. Di conseguenza, nel corso dell'autunno le aspettative per la crescita del PIL in termini reali per il 2012 sono state gradualmente riviste al ribasso. Mentre le proiezioni macroeconomiche di settembre degli esperti della BCE prevedevano ancora per il 2012 una crescita annua del PIL reale nell'ordine dello 0,4-2,2 per cento, quelle di dicembre formulate dagli esperti dell'Eurosistema collocavano tale crescita all'interno di un intervallo decisamente inferiore, fra il -0,4 e l'1,0%. Secondo il Consiglio direttivo, in un contesto di elevata incertezza, sussistevano considerevoli rischi al ribasso per le prospettive economiche nell'area dell'euro.

Benché l'inflazione rimanesse su valori elevati nella seconda metà del 2011, si attendeva che sarebbe scesa al disotto del 2 per cento nel corso del 2012, dal momento che le pressioni sui costi, i salari e i prezzi nell'area dell'euro avrebbero dovuto segnare una moderazione in un contesto di minore crescita tanto nell'area quanto a livello mondiale. Stando alle proiezioni macroeconomiche formulate nel dicembre 2011 dagli esperti dell'Eurosistema, l'inflazione annua misurata sullo IAPC si sarebbe collocata fra l'1,5 e il 2,5 per cento nel 2012 e fra lo 0,8 e il 2,2 per cento nel 2013. L'intervallo atteso per il 2012 era lievemente più alto di quello indicato nelle proiezioni di settembre 2011 degli esperti della BCE, pari all'1,2-2,2 per cento. Tale spostamento verso l'alto rifletteva i rincari dei corsi petroliferi in euro e il maggiore contributo fornito dalle imposte indirette, che aveva più che compensato l'effetto di freno della minore attività economica. I rischi per le prospettive di inflazione erano giudicati essere sostanzialmente bilanciati.

L'accresciuta incertezza nei mercati finanziari ha altresì influito sugli andamenti monetari, che hanno evidenziato verso la fine del 2011 un indebolimento dell'espansione di M3. Tale indebolimento si è accompagnato ai segnali di andamenti meno favorevoli del credito, soprattutto nel comparto dei prestiti al settore privato non finanziario. Considerato che gli effetti dell'offerta di credito possono manifestarsi con ritardo, si riteneva opportuno un attento monitoraggio degli andamenti creditizi. Nel complesso, l'espansione di fondo della moneta e del credito restava moderata.

Nelle riunioni del 3 novembre e dell'8 dicembre 2011 il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre di 25 punti base i tassi di interesse di riferimento della BCE. Tale intervento era giudicato essenziale per assicurare il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione nell'area dell'euro, in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine.

2 GLI ANDAMENTI MONETARI, FINANZIARI ED ECONOMICI

2.1 IL CONTESTO MACROECONOMICO INTERNAZIONALE

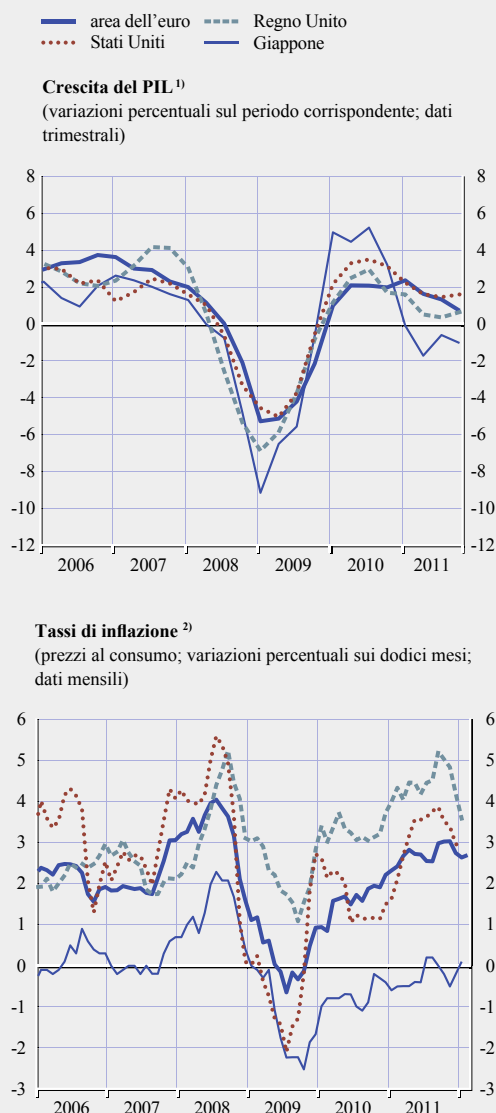
INDEBOLIMENTO DELLA CRESCITA MONDIALE NEL 2011

Agli inizi del 2011 gli indicatori basati sulle indagini congiunturali segnalavano per il primo trimestre dell'anno una prosecuzione della fase di consolidamento della crescita su scala internazionale che aveva contraddistinto l'ultimo trimestre del 2010: in febbraio l'indice mondiale complessivo dei responsabili degli acquisti (PMI) è salito a 59,4, il suo livello massimo nel periodo successivo alla crisi. Durante la prima metà dell'anno, tuttavia, una serie di imprevisti sfavorevoli ha determinato un lieve ridimensionamento del ritmo di espansione economica. Il terremoto che ha colpito la parte orientale del Giappone ha avuto sia un impatto diretto sull'economia interna sia ripercussioni nel resto del mondo attraverso distorsioni lungo le catene produttive mondiali. Inoltre, i rincari delle materie prime hanno depresso i redditi reali nei principali paesi avanzati. A livello mondiale si registrano perduranti differenze in termini di andamenti economici non solo tra paesi emergenti e avanzati, ma anche tra le varie economie avanzate. Nei mercati emergenti la crescita si è mantenuta relativamente robusta, nonostante un leggero indebolimento nell'ultima parte dell'anno che ha contribuito a moderare la tendenza al surriscaldamento dell'economia. In quelli avanzati, i problemi connessi alla perdurante esigenza di risanare i bilanci sia pubblici che privati e alla persistente debolezza del mercato immobiliare e del lavoro, hanno continuato ad agire da freno (cfr. figura 2). Nonostante l'andamento del mercato del lavoro sia stato disomogeneo nelle diverse economie avanzate, la disoccupazione è rimasta stabilmente elevata nell'insieme dei paesi OCSE.

Nella seconda metà del 2011 il clima di fiducia delle imprese e dei consumatori ha continuato a deteriorarsi in un contesto di acute incertezze e accresciute tensioni nei mercati finanziari, contemporaneo all'aggravarsi della crisi del debito sovrano nell'area dell'euro ed al dibattito

in corso circa il tetto del debito statunitense. Tali andamenti hanno in qualche misura smorzato l'effetto favorevole esercitato dal ripristino della filiera produttiva che era stata danneggiata dal terremoto giapponese di marzo 2011: la dinamica di fondo dell'economia mondiale si è complessivamente indebolita. Per la fine

Figura 2 Principali andamenti delle maggiori economie avanzate



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.

dell'anno, tuttavia, sia i dati disponibili che gli indicatori ottenuti da indagini campionarie evidenziano segnali incerti di stabilizzazione dell'attività su scala globale.

Il commercio internazionale di beni ha seguito andamenti analoghi a quelli dell'economia mondiale, con una ripresa dei volumi che è iniziata nell'ultimo trimestre del 2010 e si è protratta nel primo del 2011. Le difficoltà lungo le catene produttive globali provocate dalle calamità naturali in Giappone hanno determinato una contrazione dell'interscambio mondiale nel secondo trimestre, per la prima volta dalla metà del 2009. Sebbene il rallentamento abbia interessato tutte le aree geografiche, il calo delle esportazioni è stato più pronunciato in Giappone e nei paesi asiatici di recente industrializzazione. Nonostante l'effetto favorevole derivante dal venir meno delle suddette difficoltà nel terzo trimestre del 2011, il commercio internazionale – al pari dell'economia – ha evidenziato una dinamica debole nella seconda metà dell'anno; ad incidere negativamente sono state anche le alluvioni in Thailandia. Entro la fine dell'anno, tuttavia, il PMI mondiale relativo ai nuovi ordinativi dall'estero mostrava una lieve stabilizzazione dell'interscambio globale.

Con riferimento ai prezzi, nelle economie avanzate l'inflazione sui dodici mesi ha registrato un aumento graduale nel corso del 2011 e un lieve calo nel trimestre finale dell'anno; le pressioni inflazionistiche sono rimaste, nel complesso, relativamente contenute. Nei paesi dell'OCSE l'indice dei prezzi al consumo è aumentato mediamente del 2,9 per cento nel 2011 (in crescita rispetto all'1,9 del 2010), mentre il tasso medio di inflazione calcolato al netto della componente alimentare ed energetica si è attestato all'1,7 per cento (dall'1,3 del 2010). Nelle economie emergenti l'inflazione sui dodici mesi è diminuita lievemente nel quarto trimestre del 2011 e questo ha indotto alcune banche centrali ad arrestare le operazioni di restringimento monetario. Hanno tuttavia continuato a manifestarsi pressioni inflazionistiche di fondo.

STATI UNITI

Nel 2011 l'economia statunitense ha continuato a recuperare, sebbene a ritmi inferiori rispetto al 2010. La crescita del PIL in termini reali è scesa all'1,7 per cento, dal 3,0 di un anno prima. Nel primo trimestre l'economia ha ristagnato, a causa del calo della spesa pubblica federale e statale e dell'effetto temporaneo degli avversi fattori esterni richiamati in precedenza. Nella seconda metà dell'anno il PIL ha accelerato grazie all'aumento dei consumi privati, nonostante il basso livello degli indicatori del clima di fiducia dei consumatori e la debole dinamica del reddito disponibile. Gli investimenti in settori diversi dall'edilizia residenziale hanno continuato a contribuire notevolmente alla crescita, sorretti dagli ingenti utili societari e da un contesto di tassi di interesse estremamente contenuti, mentre quelli in edilizia residenziale avrebbero superato il loro punto di svolta inferiore e fornito un contributo positivo a partire dal secondo trimestre del 2011. L'interscambio netto ha contribuito positivamente alla crescita, ma in misura minore. Il disavanzo di conto corrente è stato pari a circa il 3,2 per cento del PIL nei primi tre trimestri del 2011 (quasi invariato rispetto al 2010). Per quanto riguarda il mercato del lavoro, l'occupazione è aumentata in misura insufficiente a compensare il precedente calo del 2008 e del 2009 e ad abbassare sensibilmente il tasso di disoccupazione, che nell'insieme del 2011 è stato mediamente pari all'8,9 per cento (contro il 9,6 del 2010).

Nonostante la debolezza nel mercato dei beni e servizi e in quello del lavoro, l'inflazione generale è stata elevata nel 2011 per motivi riconducibili in particolare all'aumento dei costi dei beni alimentari ed energetici. Il tasso annuo misurato sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è salito nel 2011 al 3,1 per cento, dall'1,6 dell'anno precedente. Il tasso calcolato al netto della componente alimentare ed energetica è stato mediamente pari all'1,7 per cento, in crescita rispetto all'1 per cento del 2010, il che costituisce un'inversione della tendenza discendente iniziata con la fase di congiuntura negativa nel 2008.

Il Federal Open Market Committee (FOMC) del Federal Reserve System ha mantenuto inalterato l'obiettivo per il tasso ufficiale sui Federal Funds entro un intervallo compreso tra lo 0 e lo 0,25 per cento per tutto il 2011, richiamando i bassi livelli di utilizzo delle risorse e le prospettive di inflazione contenuta nel medio periodo. Il FOMC si è espresso in termini più espliciti sulle prospettive per il tasso sui Federal Funds nella sua dichiarazione di agosto, nella quale ha affermato che le condizioni economiche previste avrebbero verosimilmente giustificato valori eccezionalmente bassi di tale tasso "almeno fino alla metà del 2013" e non più, come dichiarato in precedenza, "per un periodo prolungato". A giugno 2011 il FOMC ha completato il programma di acquisto di titoli del Tesoro a più lungo termine per un importo pari a 600 miliardi di dollari iniziato a novembre 2010. Alla luce della perdurante debolezza della crescita economica, e in particolare della situazione nel mercato del lavoro, a settembre 2011 il FOMC ha deciso di estendere la scadenza media dei titoli da esso detenuti con il duplice obiettivo di esercitare pressioni al ribasso sui tassi di interesse a lungo termine e rendere più accomodanti le condizioni dei mercati finanziari.

Per quanto concerne la politica fiscale, il disavanzo del bilancio federale si è lievemente ridotto nel 2011 (all'8,7 per cento del PIL, dal 9,0 dell'anno precedente). Ciò ha determinato un ulteriore aumento del debito federale collocato sul mercato, al 68 per cento del PIL alla fine del 2011, dal 63 dell'anno precedente. Alla metà del 2011, dopo l'acuirsi delle tensioni conseguente alle divergenze tra gli schieramenti politici e al rischio di insolvenza sovrana, è stato raggiunto un accordo bipartitico inteso ad accrescere il limite massimo per il debito statunitense subordinatamente all'adozione di un programma di contenimento del disavanzo per un totale di circa 2.100 miliardi di dollari in dieci anni. I partiti sono tuttavia rimasti in serio disaccordo sulle misure necessarie per ridurre il disavanzo e questo ha acuito le incertezze circa le prospettive mondiali.

GIAPPONE

Nel 2011 l'andamento della crescita in Giappone ha risentito pesantemente del terremoto di marzo e del conseguente disastro nucleare. Nel periodo immediatamente successivo a tali eventi, la produzione e le esportazioni hanno subito un netto calo e la domanda interna del settore privato si è considerevolmente indebolita. Ciò ha fatto scendere notevolmente il PIL in termini reali nella prima metà del 2011. I vincoli dal lato dell'offerta provocati dal sisma si sono allentati più rapidamente del previsto e questo ha reso possibile una ripresa dell'attività economica nel terzo trimestre. Nel quarto trimestre il PIL è tuttavia tornato a diminuire, di riflesso all'indebolimento della domanda mondiale e alle difficoltà per il commercio asiatico provocate dalle alluvioni in Thailandia. La debolezza delle esportazioni, dovuta in parte all'apprezzamento dello yen, e l'aumento delle importazioni di materie prime successivo al terremoto hanno determinato, per la prima volta dal 1980, un disavanzo annuo di bilancia commerciale. L'economia continua ad essere in deflazione: la crescita dei prezzi al consumo è rimasta negativa per gran parte del 2011.

Dopo le catastrofi, la Banca del Giappone ha fornito immediatamente liquidità di emergenza a breve termine, aumentato le dimensioni del programma di acquisto di attività ed introdotto un programma di sostegno al credito per le istituzioni finanziarie nelle zone colpite. Per tutto il 2011 la banca centrale ha seguito un orientamento monetario accomodante con lo scopo di stimolare l'economia e contrastare la deflazione, mantenendo il tasso sui depositi *overnight* non garantiti da collaterale entro un intervallo compreso fra lo 0,0 e lo 0,1 per cento. Inoltre, le autorità giapponesi hanno effettuato sporadici interventi nei mercati valutari per evitare un rapido apprezzamento dello yen. Quanto alla politica fiscale, il governo ha approvato quattro bilanci supplementari per un totale di 20.700 miliardi di yen (corrispondenti a circa il 4,4 per cento del PIL) al fine di sostenere gli sforzi immediati di soccorso e ricostruzione.

PAESI EMERGENTI DELL'ASIA

Nei paesi emergenti dell'Asia l'economia si è indebolita nel 2011, dopo l'espansione eccezionalmente robusta dell'anno precedente. Le esportazioni hanno decelerato significativamente nella seconda metà dell'anno, in presenza di una moderazione della crescita su scala internazionale. Inoltre, i timori per le prospettive mondiali hanno alimentato la volatilità nei mercati finanziari e dato origine a consistenti deflussi di capitali dalla regione verso la fine dell'anno. La domanda interna è tuttavia rimasta vivace, seppur in via di moderazione per il graduale ritiro delle misure di stimolo. La crescita annua del PIL è stata pari al 7,3 per cento, un livello prossimo alla sua media di lungo periodo.

Le spinte inflazionistiche nella regione sono rimaste forti nel 2011. L'inflazione è aumentata nei primi due trimestri, inizialmente a causa del rialzo dei prezzi dei beni alimentari e di altre materie prime, per poi diffondersi successivamente alle altre componenti. Dopo avere raggiunto un punto di massimo nel terzo trimestre, l'inflazione ha quindi iniziato a diminuire per il calo dell'inflazione importata e l'allentamento delle pressioni dal lato della domanda interna. Alla luce della minore inflazione e delle prospettive sfavorevoli per la crescita, nel quarto trimestre le banche centrali hanno arrestato il ciclo di inasprimento monetario avviato nella seconda metà del 2010. A fine anno perduravano inoltre pressioni di surriscaldamento, ancorché significativamente ridotte.

In Cina la crescita del PIL in termini reali è scesa al 9,2 per cento nel 2011, dal 10,3 del 2010. L'ha sorretta principalmente la domanda interna, alimentata dall'ampia liquidità accumulatasi negli anni precedenti, mentre le esportazioni nette sono passate a fornire un contributo negativo. Le costruzioni hanno tratto beneficio dal programma di offerta di case popolari attuato dal governo nel 2011, che prevedeva la realizzazione di 36 milioni di nuove unità abitative entro la fine del 2015. L'inflazione è rimasta elevata nel corso dell'anno, principalmente a causa dell'alto

livello dei prezzi delle materie prime e degli shock avversi dal lato dell'offerta interna per i beni alimentari, ma è scesa al 3,1 per cento entro la fine dell'anno. Per il deterioramento delle prospettive economiche, a dicembre 2011 le autorità hanno abbassato di mezzo punto percentuale l'aliquota di riserva obbligatoria per le banche e hanno attuato misure fiscali e monetarie aventi lo scopo di sostenere le piccole e medie imprese. Le esportazioni si sono significativamente indebolite nella seconda metà dell'anno, principalmente a causa della minore crescita mondiale. Le importazioni hanno evidenziato una tenuta relativamente buona, sorrette dal vigore della domanda interna. L'avanzo commerciale è di conseguenza sceso a 155 miliardi di dollari statunitensi nel 2011, dai 181 miliardi dell'anno prima. Nel 2011 il renminbi si è apprezzato in termini effettivi nominali del 5,5 per cento e alla fine dell'anno le riserve ufficiali cinesi erano pari a 3.200 miliardi di dollari statunitensi.

AMERICA LATINA

Nella prima metà del 2011 l'attività economica in America latina ha continuato a espandersi a ritmi robusti, sebbene inferiori rispetto al 2010: la crescita sul periodo corrispondente è stata pari al 4,9 per cento nell'insieme della regione, contro il 6,3 del 2010. Il principale fattore alla base di questo indebolimento è costituito dalla decelerazione della domanda interna, riconducibile all'inasprimento monetario attuato in gran parte dei paesi, che è stata parzialmente compensata dal contributo meno negativo della domanda estera. I consumi privati hanno continuato a costituire il motore principale della crescita, poiché le condizioni nel mercato del lavoro sono rimaste favorevoli e i criteri di erogazione del credito sono stati allentati. Gli investimenti hanno tuttavia rappresentato la componente più dinamica della domanda interna. Per quanto concerne i singoli paesi, le economie esportatrici di materie prime hanno continuato in particolare a evidenziare il maggior dinamismo. La solida crescita economica della regione e l'incremento dei prezzi dei beni alimentari hanno dato origine a un aumento diffuso delle spinte inflazionistiche.

L'inflazione al consumo è stata pari al 6,7 per cento nella prima metà del 2011 (superiore di 0,3 punti percentuali rispetto al 2010) e questo ha indotto diverse banche centrali a innalzare i tassi di riferimento nel periodo.

Nella seconda metà del 2011 le condizioni esterne si sono deteriorate rapidamente, in presenza di maggiori tensioni nei mercati finanziari e di una considerevole revisione al ribasso delle prospettive per la ripresa economica mondiale. Su tale sfondo è stata registrata una significativa inversione dei flussi di capitali dall'America latina verso l'esterno, con la conseguenza di un forte deprezzamento delle monete locali e di un peggioramento di indicatori finanziari quali i corsi azionari e i differenziali del debito sovrano. Tali andamenti hanno altresì provocato un ulteriore indebolimento dell'attività economica in gran parte della regione, mentre le spinte inflazionistiche sono rimaste elevate. La fase di inasprimento monetario si è interrotta nella maggioranza dei paesi, di riflesso alle accresciute incertezze. In Brasile la banca centrale ha abbassato di 150 punti base il suo tasso di riferimento principale nella seconda metà del 2011, dopo averlo innalzato complessivamente di 175 punti base nel primo semestre dell'anno.

ANDAMENTI CONTRASTANTI DEI CORSI DELLE MATERIE PRIME NEL 2011

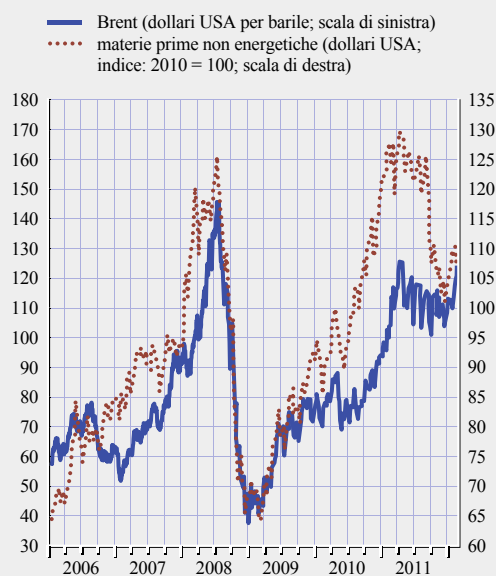
Il prezzo del greggio di qualità Brent è stato mediamente pari a 111 dollari statunitensi per barile nel 2011, un livello superiore del 38 per cento alla media del 2010. L'aumento annuo medio è stato il più elevato dal 2005. Nel 2011 i corsi petroliferi sono saliti bruscamente a un massimo di 126 dollari per barile il 2 maggio e successivamente scesi a 108 dollari a fine dicembre, contro i 93 dei primi di gennaio.

La forte tendenza ascendente delle quotazioni del petrolio iniziata a settembre 2010 è proseguita fino agli inizi di maggio 2011, richiamando da vicino l'impennata osservata fra il 2007 e la metà del 2008. L'aumento è stato favorito dalla ripresa della domanda mondiale di greggio e

ulteriormente sostenuto dai gravi problemi dal lato dell'offerta di petrolio libico nel contesto di turbolenza politica della regione. Inoltre, interruzioni maggiori del previsto nelle forniture dei paesi non appartenenti all'OPEC hanno ulteriormente esacerbato la situazione già tesa in termini di offerta e domanda che ha caratterizzato gran parte dell'anno. Questa è la principale ragione della tenuta dei prezzi petroliferi nella seconda metà del 2011 nonostante l'indebolimento della crescita mondiale. Verso il volgere dell'anno le quotazioni sono state sorrette dai crescenti timori di forti turbative nell'offerta di greggio dall'Iran.

I prezzi delle materie prime non energetiche, e in particolare dei metalli non ferrosi, sono invece diminuiti sostanzialmente durante il 2011 (cfr. figura 3) riflettendo in larga parte le incertezze circa le prospettive economiche mondiali e le condizioni relativamente accomodanti dal lato dell'offerta. In termini aggregati, verso la fine del 2011 i prezzi in dollari delle materie prime non energetiche erano scesi di circa il 15 per cento rispetto agli inizi dell'anno.

Figura 3 Principali andamenti dei prezzi delle materie prime



Fonti: Bloomberg e Hamburg Institute of International Economics.

IL TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO SI È MODERATAMENTE INDEBOLITO NEL CORSO DELL'ANNO IN PRESENZA DI UNA VOLATILITÀ ELEVATA

Nel 2011 il tasso di cambio dell'euro ha rispecchiato in larga misura l'evolversi delle percezioni degli operatori circa le prospettive economiche dell'area dell'euro e quelle fiscali dei suoi Stati membri rispetto alle altre economie principali. Il moderato deprezzamento della moneta unica è stato pertanto caratterizzato, come nell'anno precedente, da livelli elevati di volatilità implicita (cfr. figura 4). Nel periodo fino ad aprile 2011 l'euro si è generalmente apprezzato, ma successivamente ha iniziato a seguire un andamento discendente che si è accentuato verso la fine dell'estate. Tale tendenza si è arrestata in ottobre, quando la moneta unica ha registrato un marcato apprezzamento nei confronti del dollaro statunitense e dello yen giapponese in presenza di un calo temporaneo della volatilità. L'indebolimento successivo dell'euro nei confronti di queste divise è stato parzialmente controbilanciato da un

rafforzamento rispetto ad altre valute e in particolare quelle delle economie dell'Europa centrale e orientale. Di conseguenza il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro – misurato rispetto alle divise dei 20 più importanti partner commerciali dell'area – è sceso del 2,2 per cento nel corso dell'anno (cfr. figura 5) e alla fine del 2011 era inferiore del 4,0 per cento alla media del 2010 e prossimo al suo livello medio dal 1999.

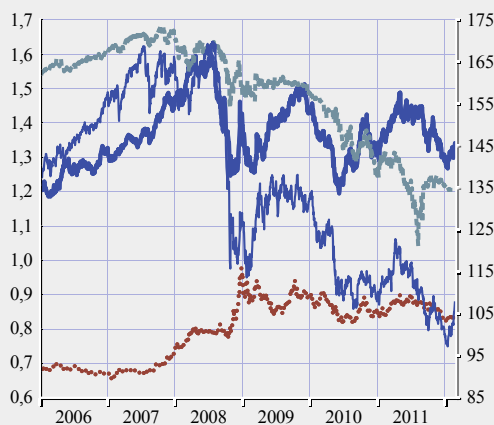
Nei confronti del dollaro statunitense l'euro si è apprezzato fino ad aprile 2011, per poi registrare un deprezzamento complessivo nella seconda metà dell'anno. Ciò ha riflesso il mutare delle percezioni circa le prospettive per le finanze pubbliche in alcuni paesi dell'area dell'euro e negli Stati Uniti, oltre che le variazioni dei differenziali di rendimento tra le due economie. Il 30 dicembre 2011 l'euro è stato scambiato a 1,29 dollari statunitensi, un valore inferiore del 3,2 per cento rispetto agli inizi dell'anno e del 2,4 per cento rispetto alla media del 2010.

Figura 4 Tassi di cambio e volatilità implicite

(dati giornalieri)

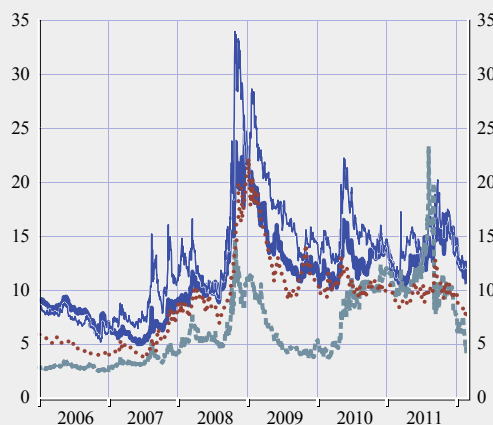
Tassi di cambio

- USD/EUR (scala di sinistra)
- ... GBP/EUR (scala di sinistra)
- - - CHF/EUR (scala di sinistra)
- JPY/EUR (scala di destra)



Volatilità implicita (a tre mesi) dei tassi di cambio

- USD/EUR
- ... GBP/EUR
- - - CHF/EUR
- JPY/EUR

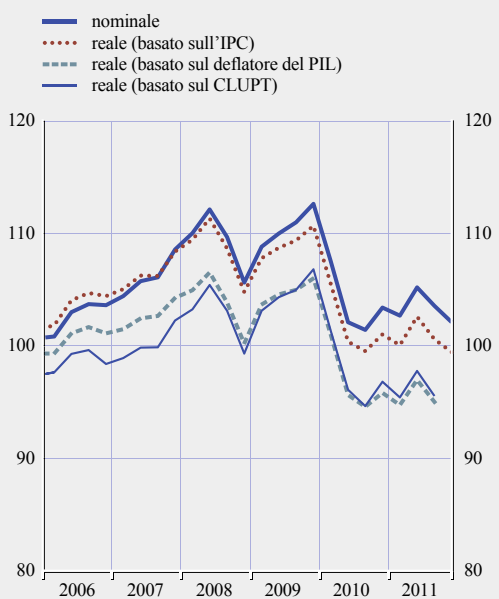


Fonti: Bloomberg e BCE.

Nota: l'ultima rilevazione si riferisce al 2 marzo 2012.

Figura 5 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 2011, per i tassi nominali e reali basati sull'IPC, e al terzo trimestre del 2011 per quelli reali basati sul 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.

Nel corso del 2011 l'euro si è deprezzato anche sullo yen giapponese e la sterlina britannica. Il 30 dicembre è stato quotato a 100,20 yen (un livello inferiore del 7,8 per cento a quello degli inizi dell'anno e del 13,9 per cento alla media del 2010) e 0,84 sterline (un valore inferiore del 3,0 per cento rispetto ai primi dell'anno e del 2,7 per cento rispetto alla media del 2010).

L'euro ha oscillato notevolmente nei confronti del franco svizzero nel 2011. In agosto è sceso a un minimo storico e successivamente si è apprezzato fino agli inizi di settembre, quando la Banca nazionale svizzera ha annunciato unilateralmente un tasso di cambio minimo di 1,20 franchi per euro. Il 30 dicembre la moneta unica è stata scambiata a 1,22 franchi, un valore inferiore del 2,8 per cento a quello dei primi dell'anno e del 12,0 per cento alla media del 2010.

Per quanto concerne le altre valute principali, nel 2011 l'euro si è deprezzato sul dollaro australiano, sul dollaro canadese e sulla corona norvegese (rispettivamente del 3,1, 0,8 e 0,6 per cento). Si è inoltre indebolito nei confronti delle divise asiatiche agganciate al dollaro statunitense – compreso il renminbi cinese (del 7,5 per cento) e il dollaro di Hong Kong (3,2 per cento) – mentre è rimasto invariato rispetto al won coreano.

I tassi di cambio effettivi reali dell'euro calcolati con diversi indici di costo e di prezzo si sono rafforzati nella prima metà del 2011, per poi scendere su livelli prossimi a quelli della fine del 2010 (cfr. figura 5). Nel 2011 il tasso effettivo reale deflazionato tramite l'IPC è stato mediamente inferiore rispetto all'anno precedente e alla fine dell'anno era vicino alla sua media dal 1999.

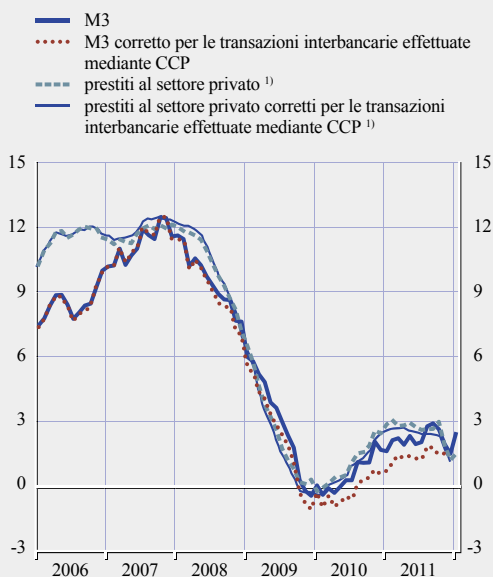
2.2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

L'ESPANSIONE MONETARIA È RIMASTA MODERATA

Dopo essersi ripresa dai deboli andamenti osservati all'inizio del 2010, la crescita dell'aggregato monetario ampio è rimasta su livelli contenuti nel 2011. Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3, che era stato pari all'1,7 per cento in dicembre 2010, è rimasto stabile intorno al 2 per cento nella prima metà del 2011, in linea con la debole crescita della domanda aggregata. Le accresciute tensioni nei mercati finanziari e l'incertezza economica che hanno contraddistinto la seconda metà dell'anno hanno favorito riallocazioni di portafoglio sia da che verso le attività monetarie. Ciò ha dato luogo a un notevole incremento della volatilità del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 (che aveva raggiunto il 2,9 per cento in settembre 2011, prima di ridursi all'1,5 per cento in dicembre e quindi riprendersi collocandosi al 2,5 per cento in gennaio 2012). Anche le operazioni (principalmente operazioni interbancarie) condotte tramite controparti centrali, che fanno parte del settore detentore di moneta, hanno alimentato l'accresciuta volatilità dei dati mensili sulla moneta e sul credito (cfr. figura 6).

Figura 6 M3 e prestiti al settore privato

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



Fonte: BCE.

1) Corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni dei prestiti.

Tali fattori hanno inoltre influenzato il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti al settore privato (corretti per cessioni e cartolarizzazioni). Di conseguenza, dopo aver oscillato al di sopra del 2,5 per cento per gran parte del 2011, esso è diminuito in maniera marcata verso la fine dell'anno (collocandosi all'1,2 per cento in dicembre a fronte del 2,4 per cento di dicembre 2010). I dati sui prestiti di gennaio 2012 suggeriscono che il rischio di una severa restrizione dell'offerta di credito è diminuito. A tale riguardo, le misure non convenzionali adottate dal Consiglio direttivo della BCE agli inizi di dicembre, in particolare le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con durata pari a 3 anni, hanno attenuato le pressioni sulla provvista cui sono state sottoposte le IFM (per una descrizione di queste misure cfr. il riquadro 1). Nel complesso, guardando oltre la volatilità di breve periodo, gli andamenti della moneta e del credito indicano che il ritmo di espansione monetaria di fondo è stato moderato nel 2011.

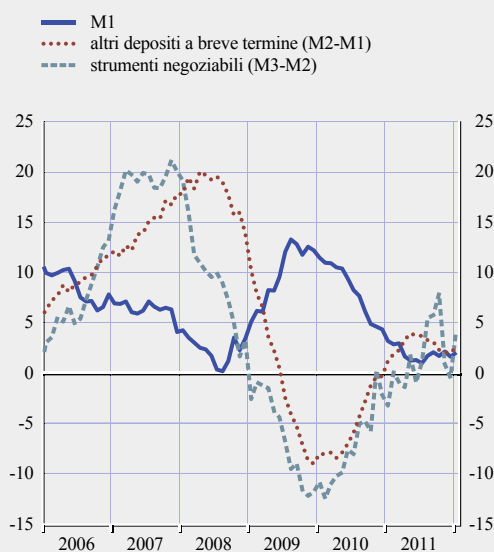
LE CONSIDERAZIONI DI PORTAFOGLIO SONO STATE LA PRINCIPALE DETERMINANTE DEGLI ANDAMENTI DELLE COMPONENTI DI M3

Nella prima metà del 2011 le considerazioni di portafoglio relative ai tassi di interesse corrisposti sui vari strumenti compresi in M3 hanno sospinto gli andamenti delle principali componenti di tale aggregato. In tale periodo il differenziale tra i tassi di interesse corrisposti sui depositi *overnight* e sugli altri depositi a breve termine si è ampliato, incoraggiando il settore detentore di moneta a investire negli altri depositi a breve termine. Poiché le tensioni nei mercati finanziari si sono acuite e l'incertezza economica è aumentata, a fine estate si sono osservate notevoli riallocazioni di portafoglio da attività più rischiose verso M3. La preferenza espressa per la liquidità, unitamente al fatto che il differenziale tra i tassi di interesse corrisposti sui depositi *overnight* e sugli altri depositi a breve termine aveva già cessato di ampliarsi (e si era addirittura ristretto lievemente), aiuta a spiegare perché questi afflussi verso M3 siano stati allocati per la maggior parte nei depositi *overnight* (cfr. figure 7 e 8).

Il tasso di crescita sui dodici mesi degli strumenti negoziabili, aumentato al -0,5 per cento in dicembre 2011, dal -2,3 per cento di dicembre 2010, ha evidenziato un grado elevato di volatilità nel corso dell'anno. Tale tasso di crescita meno negativo è riconducibile al lieve incremento osservato nelle consistenze di titoli di debito a breve termine delle IFM e al fatto che il deflusso annuale piuttosto ridotto delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari è stato interamente compensato da un afflusso di entità analoga di contratti pronti contro termine. Il grado elevato di volatilità sul mese precedente è ampiamente imputabile ai flussi dei contratti pronti contro termine. Come nel 2010, gli afflussi di tali strumenti hanno rispecchiato in larga misura un accresciuto ricorso alle operazioni interbancarie garantite condotte tramite controparti centrali, che presentano il vantaggio di ridurre il rischio di controparte delle banche. In una prospettiva di dati monetari, tali operazioni si compongono di due elementi:

Figura 7 Principali componenti di M3

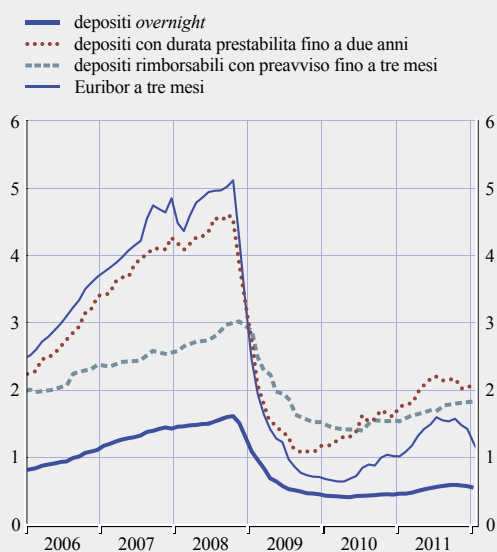
(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

Figura 8 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.

a) un prestito dell'IFM prestatrice alla controparte centrale; b) un contratto pronti contro termine tra l'IFM prenditrice e la controparte centrale.

Data la volatilità insita nelle operazioni interbancarie, il fatto che i prestiti interbancari garantiti condotti per mezzo di controparti centrali siano aumentati nel corso della crisi finanziaria (soprattutto dopo il fallimento di Lehman Brothers) si è tradotto in livelli più elevati di volatilità nelle relative serie monetarie (cfr. anche le successive sezioni sulle disponibilità monetarie per settore detentore e sulla dinamica dei prestiti). Di conseguenza, i flussi negativi osservati per i contratti pronti contro termine alla fine del 2011 sulla scorta di questa tipologia di operazioni – che hanno rispecchiato l'acuirsi delle tensioni connesse al debito sovrano in vari paesi dell'area dell'euro e la riduzione osservata per i prestiti interbancari a causa della forte correlazione tra rischio sovrano e rischio bancario – sono stati una determinante principale della dinamica monetaria in tale periodo.

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

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi di M3, che comprendono i depositi a breve termine e i contratti pronti contro termine e che rappresentano l'aggregato monetario più ampio per cui è disponibile una tempestiva scomposizione per settore, è diminuito all'1,1 per cento in dicembre 2011, dal 3,1 per cento di dicembre 2010. Tuttavia, gli andamenti dei depositi di M3 sono stati determinati prevalentemente dal contributo delle istituzioni finanziarie non monetarie diverse dalle società di assicurazione e dai fondi pensione (denominate altri intermediari finanziari o AIF). Il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi di M3 detenuti dagli AIF, collocatosi al 10,4 per cento in dicembre 2010, ha oscillato tra il 6 e il 12 per cento per la maggior parte dell'anno, per poi diminuire al 3,4 e 0,9 per cento rispettivamente in novembre e dicembre 2011. Esso è quindi risalito attestandosi al 5,7 per cento in gennaio 2012. Questo grado elevato di volatilità è imputabile principalmente alle

operazioni interbancarie condotte tramite controparti centrali (poiché queste ultime fanno parte del settore degli AIF) e al fatto che, a fine 2011, gli investitori istituzionali hanno ridotto i depositi di M3 detenuti per l'accentuarsi delle tensioni nei mercati finanziari e del rischio bancario percepito. Di fatto, le consistenze monetarie detenute dagli AIF tendono a mostrare un grado elevato di correlazione con i prezzi delle attività (per un'analisi del ruolo svolto dagli andamenti della moneta e del credito negli squilibri dei prezzi delle attività, cfr. riquadro 2)¹.

Nella prima metà del 2011 il tasso di incremento sui dodici mesi dei depositi di M3 detenuti dalle famiglie ha proseguito la modesta ripresa osservata dalla metà del 2010. Si è quindi stabilizzato su livelli di poco superiori al 2 per

cento per poi diminuire all'1,4 per cento in dicembre per effetto di un cospicuo deflusso mensile, che si è poi invertito in gennaio 2012 a seguito dell'implementazione delle ulteriori misure non convenzionali di politica monetaria. Le consistenze detenute dalle famiglie costituiscono la maggior parte dei depositi di M3 e sono quelle più strettamente connesse ai prezzi al consumo. A differenza degli andamenti dei depositi di M3 detenuti dalle famiglie, il tasso di crescita delle consistenze detenute dalle società non finanziarie è diminuito nel 2011, soprattutto nella seconda metà dell'anno. Ciò è stato verosimilmente connesso con una preferenza per le fonti di finanziamento interne (anziché esterne).

¹ Cfr. anche l'articolo *Interazione fra gli intermediari finanziari e impatto sull'analisi monetaria* nel numero di gennaio 2012 del Bollettino mensile della BCE.

Riquadro 2

LA MONETA E IL CREDITO QUALI INDICATORI PREVENTIVI DI DISALLINEAMENTI DI PREZZI

I mercati delle attività svolgono un ruolo sempre più importante in molte economie e i responsabili delle politiche sono diventati più consapevoli del fatto che variazioni e correzioni considerevoli dei prezzi delle attività possono generare instabilità finanziaria e, in ultima istanza, macroeconomica. Pertanto, le banche centrali hanno interesse a ridurre i rischi per la stabilità dei prezzi che discendono da tali andamenti. Ricerche recenti suggeriscono che gli indicatori della moneta e del credito possono essere particolarmente utili nel prevedere cicli di forte ascesa e repentino calo (*boom and bust*) nei prezzi delle attività. Ciò fornisce un motivo in più alle banche centrali per tenere sotto stretta osservazione tali variabili¹.

L'individuazione di *boom and bust* dei prezzi delle attività

L'ideazione di un sistema di allarme preventivo per gli squilibri nei prezzi delle attività può essere suddivisa in tre fasi. La prima consiste nel definire i disallineamenti dei prezzi delle attività (ad esempio in termini di deviazioni dalle tendenze di lungo periodo o delle loro conseguenze economiche). In letteratura sono stati adottati molti approcci per definire tali disallineamenti, che vanno da metodi puramente statistici a metodi maggiormente basati su modelli². In pratica, date le incertezze che contraddistinguono la corretta individuazione di tali episodi in tempo reale, è necessario un controllo incrociato dei risultati ottenuti con i vari metodi. La seconda fase comporta la scelta degli indicatori anticipatori adeguati e la formulazione di modelli che li colleghino al

¹ Per ulteriori dettagli, cfr. l'articolo *Bolle dei prezzi delle attività e politica monetaria* nel numero di aprile 2005 del Bollettino mensile della BCE.

² Cfr. l'articolo *Bolle dei prezzi delle attività e politica monetaria: un riesame* nel numero di novembre 2010 del Bollettino mensile della BCE.

periodo di disallineamento. La terza e ultima fase consiste nel valutare l'efficacia predittiva di ciascun indicatore in un periodo campione e/o in un gruppo di paesi. L'utilità di un indicatore è valutata in genere confrontando il numero di falsi allarmi con quello dei segnali corretti forniti dall'indicatore. In letteratura sono stati utilizzati metodi diversi (e complementari) per prevedere i disallineamenti dei prezzi delle attività, e due di questi sono stati impiegati recentemente negli studi della BCE. Il primo è il metodo "di segnalazione", in cui in un determinato periodo viene emesso un segnale di avviso di *boom* o di *bust* ogniqualvolta l'indicatore prescelto supera una soglia. Il secondo è il metodo "della scelta discreta", che utilizza tecniche di regressione probit/logit per valutare la capacità di un indicatore di prevedere un *boom* o un *bust* stimando la probabilità che un episodio del genere si verifichi entro un determinato lasso temporale. Quando questa probabilità supera una particolare soglia, viene emesso un segnale di allarme.

Il ruolo della moneta e del credito come indicatori preventivi

Un aspetto fondamentale del funzionamento degli indicatori di allerta preventiva è rappresentato dalla scelta di variabili che, in base alle regolarità storiche, evidenziano comportamenti insoliti prima degli episodi di *boom and bust*. Spiccano a tale riguardo gli andamenti della moneta e del credito, poiché vari canali teorici collegano queste variabili ai prezzi delle attività e, in ultima analisi, ai prezzi al consumo. Innanzitutto, i prezzi delle attività influiscono sulla domanda di moneta quale parte di un problema più ampio di scelte di portafoglio, in base al quale i rendimenti sulle varie attività influenzano le disponibilità monetarie. Inoltre, gli andamenti del credito potrebbero essere influenzati dalla dinamica dei prezzi delle attività, compresa quella generata per via di certi meccanismi capaci di autorinforzarsi. Ad esempio, durante i *boom* dei prezzi delle attività le posizioni di bilancio delle società finanziarie e non finanziarie migliorano e il valore delle garanzie aumenta, consentendo alle banche di erogare ulteriore credito per finanziare gli investimenti delle imprese. I coefficienti di leva finanziaria delle banche diminuiscono con l'aumento dei prezzi delle attività, consentendo loro di emettere nuove passività³. I capitali aggiuntivi detenuti dalle società finanziarie e non finanziarie possono, in parte, essere investiti nelle attività in forte ascesa, determinando ulteriori aumenti dei prezzi. A tale proposito, può rivestire importanza anche l'"acceleratore finanziario". Infatti, imprese e famiglie possono essere vincolate nel loro indebitamento a causa di asimmetria informativa nei mercati del credito e quanto più limitato è il loro patrimonio netto, tanto più stringenti saranno tali vincoli, dal momento che sono disponibili meno garanzie per ottenere prestiti⁴.

Allo stesso tempo, il nesso di causalità può anche assumere la direzione opposta. Ad esempio, è possibile che l'aumento della domanda di attività derivante da posizioni di investimento sottoposte a un grado di leva sempre crescente, in un mondo in cui sono presenti frizioni finanziarie, accresca i prezzi delle attività⁵. Inoltre, livelli elevati di disponibilità monetarie potrebbero indicare che elevate quantità di liquidità sono investite in strumenti potenzialmente in grado di produrre rendimenti più elevati, circostanza che potrebbe quindi generare una bolla qualora si sia avviata una tendenza e si sia instaurato un comportamento emulativo. Alla base di questo processo potrebbe esserci un reale effetto di equilibrio di portafoglio da parte degli intermediari finanziari non monetari diversi dalle società di assicurazione e dai fondi pensione: un'eccedenza di liquidità nei loro bilanci indurrebbe il desiderio di una ricomposizione di

3 Cfr. Adrian, T. e Shin, H.S., "Liquidity and leverage", *Staff Reports*, n. 328, Federal Reserve Bank of New York, 2008.

4 Cfr. Bernanke, B., Gertler, M. e Gilchrist, S., "The financial accelerator in a quantitative business cycle framework", *NBER Working Paper Series*, n. 6455, National Bureau of Economic Research, 1998.

5 Cfr. Allen, F. e Gale, D., "Bubbles and crises", *Economic Journal*, vol. 110, 2000, pp. 236-255.

portafoglio, aumentando le quote di altre attività. Un altro potenziale collegamento tra la moneta e, da un lato, il credito e, dall'altro, i prezzi delle attività è il "canale dell'assunzione di rischio" della trasmissione monetaria. Mentre bassi tassi di interesse sono solitamente associati a una vigorosa crescita della moneta, si è riscontrato anche che determinano un allentamento dei criteri di erogazione del credito, circostanza che a sua volta potrebbe consentire una maggiore leva finanziaria negli investimenti, aumentando quindi potenzialmente i prezzi delle attività.

Infatti, analizzando le regolarità empiriche, i cicli di *boom and bust* nei mercati delle attività sembrano strettamente associati, in termini storici, ad ampie oscillazioni degli aggregati monetari e creditizi, soprattutto nei periodi di repentino calo o di forte ascesa dei prezzi delle attività che si traducono in tensioni finanziarie⁶. Un robusto riscontro proveniente da un numero di recenti studi è che varie misure di eccessiva creazione di credito sono buoni indicatori anticipatori di un accumulo di squilibri finanziari nell'economia. Esistono anche alcune evidenze del fatto che la moneta possiede buone proprietà come indicatore delle fasi di *boom* e di *bust* dei prezzi delle attività, in quanto costituisce un indicatore sintetico dei bilanci bancari⁷.

La previsione dei cicli di *boom and bust* dei prezzi delle attività

Studi recenti condotti dagli esperti della BCE analizzano l'emergere di *boom and bust* nei mercati delle attività. Uno studio di Alessi e Detken⁸ si basa sull'utilizzo di un metodo di segnalazione per rilevare i *boom* (ad alto costo) dei prezzi delle attività, questi ultimi definiti come *boom* seguiti da un periodo di tre anni nel quale la crescita del PIL in termini reali è inferiore a quella potenziale di almeno 3 punti percentuali. I risultati mostrano che gli scostamenti (*gap*) del credito privato e di M1 a livello mondiale costituiscono i migliori indicatori preventivi di tali episodi.

Altri due studi di Gerdesmeier, Reimers e Roffia ricorrono a modelli probit che stimano la probabilità di un *boom* o un *bust* dei prezzi delle attività nei due anni successivi⁹. Un *boom (bust)* si verifica quando un indicatore composito dei prezzi delle attività (calcolato come media ponderata degli indici delle quotazioni azionarie e immobiliari) sale (scende) al di sopra (al di sotto) di una determinata soglia. Alla variabile binaria di *boom/bust* viene quindi attribuito un valore pari a uno se si verifica un *boom/bust* entro gli otto trimestri successivi. Le equazioni probit sono verificate per un gruppo di 17 paesi dell'OCSE. La specificazione finale per i *boom* include sia i *gap* di crescita del credito e delle quotazioni immobiliari sia il rapporto investimenti/PIL, insieme alle variazioni dei mercati azionari e del PIL in termini reali (nel caso dei *bust*, queste ultime variabili sono sostituite dalle variazioni dei tassi di interesse nominali a lungo termine).

6 Cfr. Fisher, I., *Booms and depressions*, Adelphi, New York, 1932; nonché Kindleberger, C., *Manias, panics and crashes: a history of financial crises*, John Wiley, New York, 1978. Ulteriori conferme circa le possibili ripercussioni di un'eccessiva espansione del credito sulla creazione di bolle sono reperibili nei primi lavori della Scuola Austriaca.

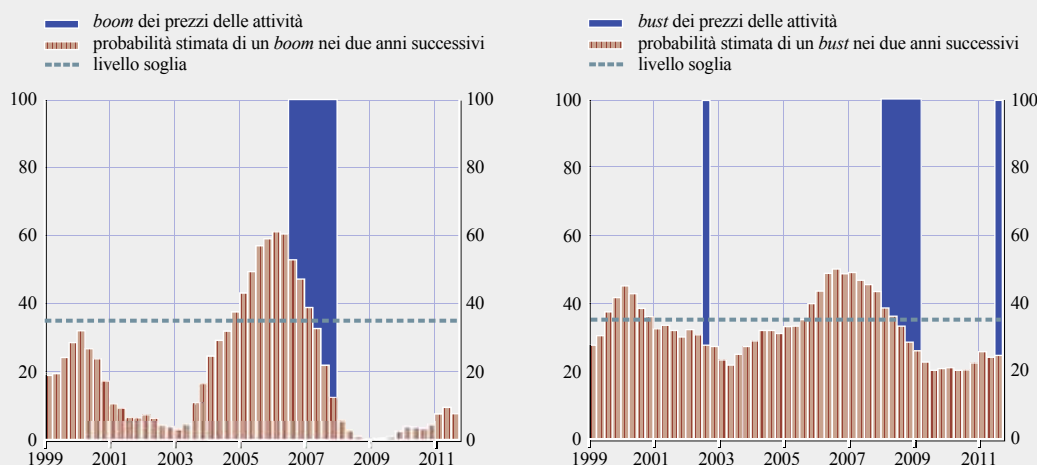
7 Cfr. "Lessons for monetary policy from asset price fluctuations", capitolo 3, *World Economic Outlook*, FMI, Washington DC, ottobre 2009; Detken, C. e Smets, F., "Asset price booms and monetary policy", in Siebert, H. (a cura di), *Macroeconomic Policies in the World Economy*, Springer, Berlino, 2004; Adalid, R. e Detken, C., "Liquidity shocks and asset price boom/bust cycles", *Working Paper Series*, n. 732, BCE, 2007; Borio, C. e Lowe, P., "Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus", *BIS Working Papers*, n. 114, BRI, Basilea, luglio 2002; nonché Helbling, T. e Terrones, M., "When bubbles burst", capitolo 2, *World Economic Outlook*, FMI, Washington DC, aprile 2003.

8 Cfr. Alessi, L. e Detken, C., "'Real time' early warning indicators for costly asset price boom/bust cycles: a role for global liquidity", *Working Paper Series*, n. 1039, BCE, 2009.

9 Cfr. Gerdesmeier, D., Reimers, H.-E. e Roffia, B., "Asset price misalignments and the role of money and credit", *International Finance*, vol. 13, 2010, pp. 377-407; nonché Gerdesmeier, D., Reimers, H.-E. e Roffia, B., "Early warning indicators for asset price booms", *Review of Economics & Finance*, vol. 3, 2011, pp. 1-20.

Figura A Probabilità di un boom and bust dei prezzi delle attività nell'area dell'euro nei due anni successivi

(valori percentuali)



Fonte: BCE (cfr. gli studi di cui alla nota 9).

Questi risultati possono essere impiegati per valutare il possibile emergere di *boom and bust* nei mercati delle attività dell'area dell'euro. In primo luogo, i recenti andamenti del *gap* del credito mondiale, dei *gap* di crescita del credito interno e di crescita delle quotazioni immobiliari e il rapporto tra investimenti e PIL non sembrano fornire alcuna particolare indicazione di un prossimo *boom* o *bust* a livello dell'area dell'euro. In secondo luogo, i modelli probit di *boom and bust* sono stimati utilizzando gli ultimi dati disponibili e viene poi calcolata la probabilità (cfr. figura A). I risultati indicano che la probabilità di un prossimo *bust* è aumentata ulteriormente al 28 per cento nel terzo trimestre del 2011, pur rimanendo inferiore alla soglia del 35 per cento. Allo stesso tempo, la probabilità di un prossimo *boom* rimane piuttosto bassa, a circa il 10 per cento.

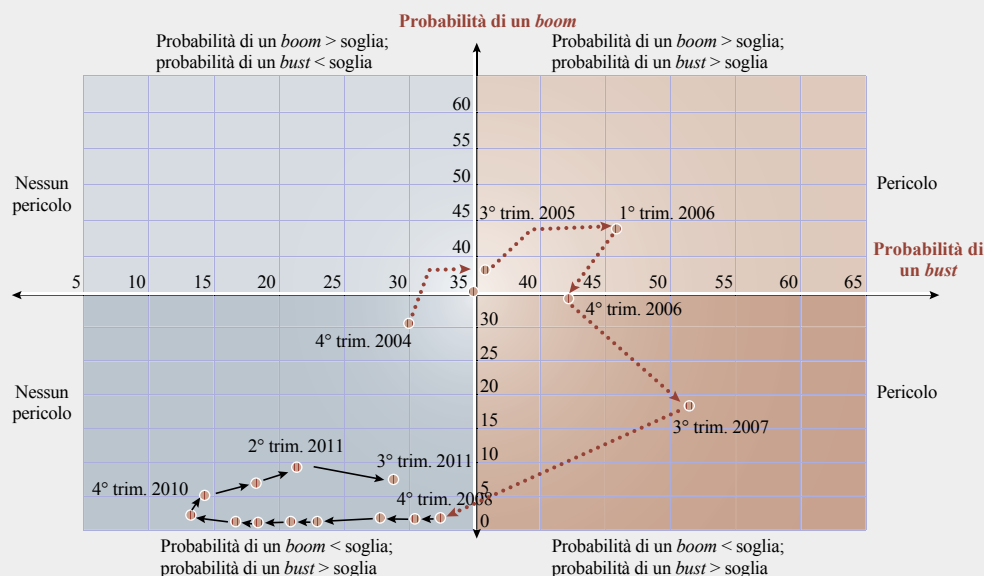
Queste informazioni quantitative sono fornite anche sotto forma di grafico nella figura B. Gli assi delle ordinate e delle ascisse indicano rispettivamente le probabilità di *boom* e di *bust*, mentre l'origine rappresenta la soglia del 35 per cento. I quattro quadranti rappresentano le varie combinazioni possibili in termini di probabilità di *boom and bust*. Gli attuali andamenti continuano a collocare l'area dell'euro nel quadrante in basso a sinistra, che è contraddistinto da una probabilità che nei prossimi due anni si verifichi un *boom* o un *bust* al di sotto dei rispettivi valori soglia. Tuttavia, la probabilità di un *bust* sembra essere aumentata nel corso degli ultimi trimestri, avvicinandosi pertanto alla situazione riportata nel quadrante in basso a destra.

Valutazione complessiva

Nell'insieme, i recenti studi degli esperti della BCE mostrano che è possibile individuare indicatori preventivi per singoli paesi e gruppi di paesi che funzionano ragionevolmente bene. Questi studi confermano implicitamente che il grado di leva è uno degli indicatori più importanti per prevedere cicli di *boom and bust* dei prezzi delle attività che comportano costi elevati. I segnali ricavati da tali indicatori dovrebbero essere considerati soltanto come un elemento dell'insieme di informazioni utilizzato dai responsabili delle decisioni per valutare i rischi per la stabilità macroeconomica e le potenziali conseguenze in termini di rischi per la stabilità dei prezzi.

Figura B Valutazione del rischio di boom and bust nell'area dell'euro

(valori percentuali)



Fonte: stime degli esperti della BCE.

Nota: il calcolo è stato effettuato in tempo reale per ciascun trimestre nel periodo per il quale sono utilizzate frecce nere, ma solo per alcuni trimestri (in "pseudo" tempo reale) nel periodo per in quale sono utilizzate frecce tratteggiate rosse.

IL TASSO DI CRESCITA SUI DODICI MESI DEL CREDITO AL SETTORE PRIVATO È DIMINUITO

Per quanto concerne le contropartite di M3, il tasso di crescita sui dodici mesi del credito delle IFM ai residenti dell'area dell'euro è sceso in dicembre 2011 all'1,4 per cento, dal 3,4 per cento di dicembre 2010 (cfr. figura 9). L'andamento ha rispecchiato una forte flessione del ritmo di espansione sui dodici mesi del credito alle amministrazioni pubbliche e una moderazione del tasso di crescita sui dodici mesi del credito al settore privato. La diminuzione del tasso di crescita sui dodici mesi del credito alle amministrazioni pubbliche è attribuibile all'andamento dei prestiti, il cui tasso di espansione sui dodici mesi è sceso gradualmente per gran parte del 2011, entrando in territorio negativo nel quarto trimestre dell'anno riflettendo principalmente un considerevole effetto base (connesso alle attività trasferite alle *bad bank* nell'ottobre 2010)². Per contro, il tasso di variazione sui dodici mesi dei titoli di debito si è posizionato alla fine dell'anno su un livello di poco superiore a quello osservato alla fine del

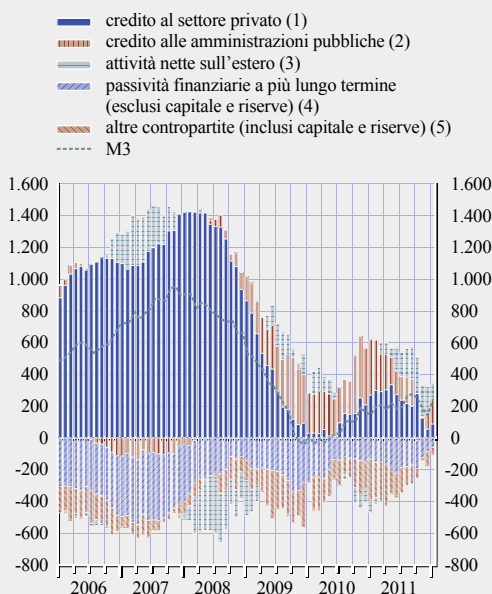
2010, riflettendo i flussi positivi nella seconda metà dell'anno. Tali afflussi, però, hanno quasi interamente rispecchiato gli acquisti di titoli di Stato effettuati nell'ambito del Programma per il mercato dei titoli finanziari. Per contro, l'esposizione a tali titoli da parte delle IFM, escluso l'Eurosistema, è rimasta sostanzialmente invariata.

Il profilo di crescita del credito al settore privato rispecchia quello dei prestiti, che costituisce la principale componente di questo aggregato. Tuttavia, il suo tasso di crescita sui dodici mesi (che si è attestato allo 0,4 per cento in dicembre 2011, dall'1,6 per cento di dicembre 2010) è rimasto lievemente inferiore a quello dei prestiti al settore privato, per effetto dell'espansione negativa delle consistenze detenute dalle IFM sia dei titoli di debito del settore privato diversi da azioni, sia delle azioni e altre partecipazioni.

² Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro *Il trasferimento di attività alle bad bank: analisi aggiornata dell'impatto sul credito delle IFM al settore privato dell'area dell'euro* nel numero di gennaio 2011 del Bollettino mensile della BCE.

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

La contrazione delle consistenze detenute dalle IFM in questi strumenti ha rispecchiato probabilmente la riduzione della leva finanziaria da parte delle IFM dell'area dell'euro attraverso la riduzione delle attività più rischiose detenute, nonché i bassi livelli dell'attività di cartolarizzazione.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) è sceso marcatamente verso la fine del 2011 (collocandosi all'1,2 per cento in dicembre, dal 2,4 per cento di dicembre 2010), dopo essersi situato al di sopra del 2,5 per cento per la maggior parte dell'anno (cfr. figura 6). Tale andamento è in linea con l'evoluzione dell'attività economica e dei mercati finanziari nel corso del 2011, sebbene il calo – manifestatosi interamente negli ultimi due mesi dell'anno, principalmente in dicembre – si è particolarmente concentrato nei prestiti alle

società non finanziarie. Ciò nonostante, il flusso di prestiti al settore privato non finanziario (ossia famiglie e società non finanziarie) è rimasto la principale determinante del flusso annuo di prestiti al settore privato. Nel 2011 è aumentata ulteriormente l'incidenza percentuale dei prestiti agli AIF su quelli totali erogati dalle IFM al settore privato. Al pari dell'anno precedente, ciò è imputabile prevalentemente all'accresciuta preferenza delle IFM per la negoziazione interbancaria garantita condotta tramite controparti centrali. Come per gli aggregati monetari, la volatilità intrinseca di questo tipo di negoziazione ha dato luogo a livelli più elevati di volatilità sia per i prestiti agli AIF sia (in base alla quota di tali prestiti in ogni singola serie) per gli altri aggregati creditizi.

Quanto ai prestiti al settore privato non finanziario, il tasso di incremento sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie (corretti per cessioni e cartolarizzazioni), collocatosi al 3,1 per cento in dicembre 2010, è rimasto sostanzialmente invariato nella prima metà del 2011. È poi gradualmente diminuito nella seconda metà dell'anno, situandosi in dicembre all'1,9 per cento. L'andamento è stato sostanzialmente in linea con l'indebolimento dell'attività economica e con il deterioramento delle prospettive per il mercato degli immobili residenziali, sebbene anche fattori dal lato dell'offerta hanno svolto un ruolo (per maggiori dettagli sui prestiti alle famiglie, cfr. la sezione sull'indebitamento delle famiglie più avanti nel presente capitolo). Il tasso di espansione dei prestiti alle società non finanziarie (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) si è attestato all'1,2 per cento alla fine del 2011, in aumento dall'1,0 per cento in dicembre 2010. Tale andamento ha celato tuttavia un profilo di crescita moderatamente non lineare, in particolare verso la fine dell'anno, per effetto di significativi rimborsi netti su base mensile in novembre e particolarmente in dicembre. L'indebolimento del contesto economico e il peggioramento delle attese delle imprese sono stati i principali fattori alla base del livello relativamente modesto dell'indebitamento societario nel 2011. Potrebbero aver influito tuttavia anche

altri elementi. Dal lato della domanda, il debito delle imprese è rimasto relativamente elevato in termini storici. Nel cercare di controllarne il livello, le imprese sarebbero state restie ad assumere ulteriori prestiti, per fare invece maggior ricorso ai fondi disponibili internamente. L'andamento dei depositi di M3 detenuti dalle società non finanziarie avvalorava questa tesi. Dal lato dell'offerta, le pressioni sulla provvista cui sono stati confrontati gli enti creditizi dell'area dell'euro sono notevolmente peggiorate nella seconda metà del 2011 e si sono aggravate negli ultimi due mesi dell'anno in seguito all'acuirsi della crisi del debito sovrano, nonché a stime più elevate delle carenze patrimoniali degli istituti di credito. Nel complesso, nonostante un certo grado di eterogeneità tra paesi, i dati di gennaio 2012 hanno mostrato che non sono proseguiti gli ingenti rimborsi netti di prestiti osservati a dicembre 2011.

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 all'1,6 per cento in dicembre 2011, dal 3,1 per cento di fine 2010, mostrando un profilo

analogo a quello dei prestiti al settore privato nel corso dell'anno. L'emissione di titoli di debito a più lungo termine è stata relativamente contenuta e si è ridotta verso la fine del 2011, per effetto delle pressioni di provvista cui sono stati sottoposti gli enti creditizi dell'area dell'euro.

Infine, la posizione netta sull'estero delle IFM dell'area dell'euro è aumentata di 162 miliardi di euro nel 2011, dopo essere diminuita di 85 miliardi nel 2010. L'incremento si è avuto in gran parte nella prima metà dell'anno, che ha registrato flussi positivi per le attività e deflussi modesti per le passività. Nella seconda metà dell'anno le IFM hanno ridotto le passività sull'estero a un ritmo più sostenuto, andamento che è stato compensato da una simile riduzione delle attività sull'estero in parte per effetto del ritiro dei depositi da parte dei non residenti nonché dello spostamento di fondi verso attività situate all'esterno dell'area dell'euro da parte degli investitori istituzionali. Nel 2011 la posizione netta sull'estero delle IFM dell'area dell'euro ha svolto un ruolo essenziale come contropartita delle variazioni di M3, specie nella seconda metà dell'anno (per maggiori dettagli, cfr. il riquadro 3).

Riquadro 3

ANDAMENTI RECENTI DEL CONTO FINANZIARIO DELL'AREA DELL'EURO

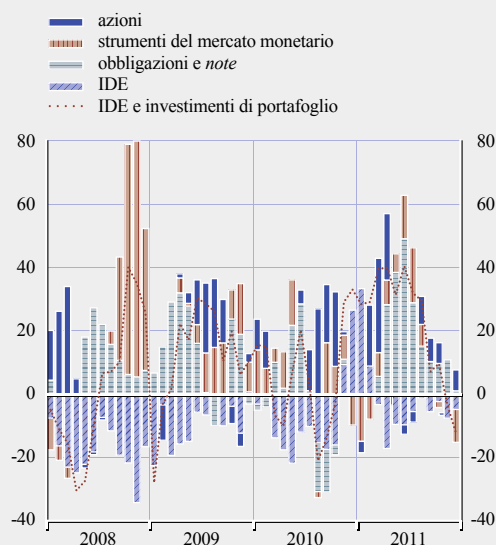
Nei dodici mesi fino a dicembre 2011 gli afflussi netti nel conto finanziario dell'area dell'euro sono aumentati, per effetto principalmente di quelli relativi all'insieme degli investimenti diretti e di portafoglio, che sono saliti a 223,7 miliardi di euro da 98,1 miliardi di un anno prima. L'andamento è imputabile a maggiori flussi netti in entrata per investimenti di portafoglio, che sono stati compensati solo in parte da più elevati deflussi netti per investimenti diretti esteri. Al contempo, si sono accresciuti i deflussi netti a titolo di altri investimenti.

Gli andamenti trimestrali degli investimenti di portafoglio sono stati piuttosto variabili, sulla scorta di bruschi cambiamenti del clima di mercato e delle scelte di investimento. In particolare, gli afflussi netti per investimenti di portafoglio sono aumentati considerevolmente nella prima metà del 2011. Nel primo trimestre, questo aumento è stato prevalentemente dovuto a maggiori acquisti di titoli azionari dell'area dell'euro da parte di investitori esteri e a ridotti investimenti in azioni estere da parte di investitori dell'area dell'euro. Gli afflussi netti in titoli di debito si sono mantenuti stabili. Nel secondo trimestre del 2011, per contro,

i maggiori afflussi netti di investimenti di portafoglio sono conseguiti principalmente da acquisti significativi di titoli di debito dell'area dell'euro da parte di investitori esteri e, sebbene in misura inferiore, da una moderazione degli investimenti dell'area dell'euro in titoli di debito esteri (cfr. figura). La domanda estera di titoli di debito emessi da soggetti diversi dalle IFM di alcuni paesi dell'area dell'euro è stata relativamente robusta, circostanza che rifletterebbe i flussi verso investimenti "rifugio" in un contesto di calo delle attese di crescita mondiale. Allo stesso tempo, gli investitori esteri hanno ceduto titoli azionari dell'area dell'euro. Presi nel loro complesso, questi andamenti sembrano indicare che gli investitori esteri abbiano ricomposto i propri portafogli riducendo l'esposizione in titoli azionari e aumentando gli investimenti in titoli di debito molto liquidi e con *rating* elevato. Inoltre, poiché riflettono in ampia misura operazioni che coinvolgono soggetti diversi dalle IFM, questi afflussi per investimenti di portafoglio nell'area dell'euro hanno contribuito positivamente alla liquidità disponibile nell'area stessa, come si può evincere dalla posizione netta sull'estero delle IFM¹.

Principali componenti del conto finanziario

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



Fonte: BCE.

Nota: IDE sta per investimenti diretti esteri.

L'ultima osservazione si riferisce a dicembre 2011.

Considerando la seconda metà del 2011, gli afflussi netti in titoli di debito sono considerevolmente diminuiti nel terzo trimestre, trasformandosi in deflussi netti nel quarto trimestre, mentre si sono registrati flussi netti in entrata a favore dei titoli azionari in entrambi i trimestri. Si è osservato un disinvestimento reciproco degli investimenti di portafoglio, nell'ambito dei quali gli investitori esteri sono diventati venditori netti di titoli dell'area dell'euro e gli investitori dell'area sono diventati venditori netti di titoli esteri. L'ulteriore acuirsi delle tensioni nei mercati finanziari e gli accresciuti timori in merito alla crisi del debito sovrano hanno innalzato il livello di avversione al rischio. Quest'ultimo, a sua volta, avrebbe spinto gli investitori a preferire attività emesse sull'interno e avrebbe indotto flussi a favore di investimenti ritenuti a più basso rischio. Tra gli investitori dell'area dell'euro, il settore delle IFM ha aumentato le vendite nette di titoli esteri, in linea con gli sforzi di ristrutturazione dei bilanci in corso. Questo aumento delle vendite nette potrebbe anche essere stato un modo di smobilizzare fondi, in un contesto di vendite nette di titoli delle IFM dell'area dell'euro da parte degli investitori esteri. Il ridimensionamento è stato particolarmente marcato per i titoli di debito (sia obbligazioni sia strumenti di mercato monetario), a indicazione di un'inversione della precedente dinamica degli investimenti esteri.

¹ Nella misura in cui sono regolate tramite banche residenti, le transazioni effettuate dal settore detentore di moneta influiscono sulla posizione patrimoniale del settore bancario verso l'estero, che costituisce una delle contropartite di M3. Il settore detentore di moneta include le famiglie, le società non finanziarie, gli intermediari finanziari non monetari e le amministrazioni pubbliche diverse da quelle centrali. Per maggiori informazioni sulla presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti, cfr. Bè Duc, L., Mayerlen, F. e Sola, P., "The monetary presentation of the euro area balance of payments", *Occasional Paper Series*, n. 96, BCE, settembre 2008. Cfr. anche l'articolo *La dimensione esterna dell'analisi monetaria* nel numero di agosto 2008 del Bollettino mensile della BCE.

LE CONDIZIONI DEL MERCATO MONETARIO HANNO RISENTITO DELLE RINNOVATE TENSIONI NEI MERCATI DEI TITOLI DI STATO DELL'AREA DELL'EURO

Nella prima metà del 2011 le condizioni nei mercati monetari dell'area dell'euro sono temporaneamente migliorate, determinando una graduale riduzione della liquidità in eccesso (misurata dai volumi depositati presso l'Eurosistema). Questa fase è stata però seguita da un brusco deterioramento nella seconda metà del 2011, dovuto all'acuirsi della crisi del debito sovrano. In agosto le rinnovate tensioni nei mercati dei titoli di Stato di alcuni paesi dell'area dell'euro hanno determinato un aumento del rischio di credito e di liquidità percepito, con effetti avversi sul meccanismo

di trasmissione della politica monetaria. Per far fronte al malfunzionamento dei mercati dei titoli e ripristinare un adeguato meccanismo di trasmissione della politica monetaria, l'Eurosistema ha riattivato il Programma per i mercati dei titoli finanziari e ha ampliato l'insieme di misure non convenzionali. Nel riquadro 1 sono descritte le misure non convenzionali utilizzate nel 2011, che sono risultate essenziali per limitare il contagio in relazione ai tassi del mercato monetario. Nel riquadro 4 è illustrato come, nel contesto di un funzionamento inadeguato del mercato monetario, l'accomodamento del fabbisogno di liquidità delle banche da parte dell'Eurosistema si è rispecchiato nell'accumulo da parte delle BCN di posizioni rilevanti nel sistema di pagamento Target2.

Riquadro 4

I SALDI TARGET2 NELL'EUROSISTEMA IN UN CONTESTO DI MERCATI MONETARI MALFUNZIONANTI

Quando un istituto effettua un pagamento a favore di una banca di un altro paese attraverso il sistema di pagamento Target2¹, l'operazione è regolata in moneta di banca centrale, influenzando i saldi di conto corrente delle banche presso le rispettive banche centrali. Il regolamento di tali pagamenti transfrontalieri tra banche nell'area dell'euro mediante Target2 dà luogo quindi a saldi all'interno dell'Eurosistema. Questi saldi sono aggregati automaticamente e, al termine di ogni giornata, compensati in tutto l'Eurosistema, lasciando ciascuna BCN con una singola posizione bilaterale netta nei confronti della BCE. Di conseguenza, in Target2 alcune BCN detengono crediti e altre detengono debiti nei confronti della BCE.

Prima della crisi finanziaria e del debito sovrano, i crediti e i debiti delle BCN in Target2 erano relativamente stabili. Questo perché il flusso dei pagamenti transfrontalieri tra i paesi dell'area dell'euro tendeva a essere sostanzialmente equilibrato. Il sistema bancario di un paese poteva compensare i pagamenti in uscita associati alle importazioni nette di beni e servizi o all'acquisizione di attività da altri paesi dell'area dell'euro con pagamenti in entrata, in particolare raccogliendo fondi sul mercato interbancario transfrontaliero.

Con la crisi, le passività in Target2 sono notevolmente aumentate per alcune BCN (cfr. figura A). Ciò è imputabile al fatto che i relativi sistemi bancari hanno registrato pagamenti in euro in uscita ai quali non sono corrisposti pagamenti in euro in entrata, anche se si considerano gli afflussi di denaro pubblico (compresi quelli sotto forma di prestiti dell'UE-FMI, che finiscono per confluire nei sistemi bancari). È stato questo il caso di Irlanda, Grecia e Portogallo e, più di recente, anche

¹ Target2 è il sistema di regolamento lordo in tempo reale dell'Eurosistema (cfr. la sezione 2 del capitolo 2). Esso consente alle banche commerciali in Europa di condurre le operazioni di pagamento in euro tramite una piattaforma condivisa ed è utilizzato per regolare le operazioni di banca centrale nell'area dell'euro.

di altri paesi. L'accesso al mercato monetario interbancario è diventato estremamente difficile e i prestiti transfrontalieri per alcuni sistemi bancari si sono prosciugati, mentre quelli già assunti dovevano essere rimborsati. Inoltre, le tensioni sulla raccolta delle banche sono state acuite in alcuni paesi dal ritiro dei depositi al dettaglio da parte del settore privato.

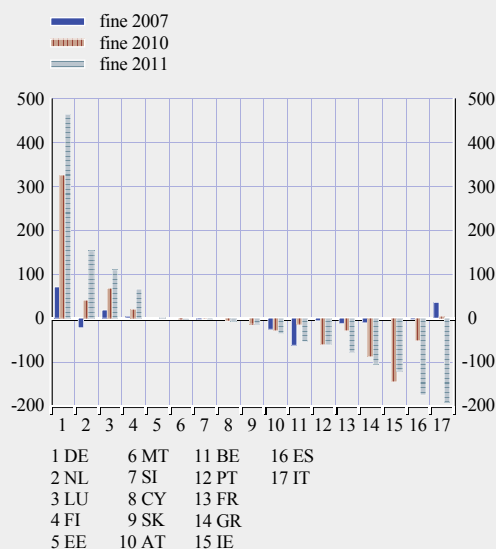
Tuttavia, i fondi che una banca può utilizzare per effettuare un pagamento devono essere compensati da flussi in entrata. Nel contesto dei malfunzionamenti nei mercati monetari interbancari e delle misure non convenzionali di politica monetaria introdotte di conseguenza dalla BCE, la compensazione deriva dalla liquidità della banca centrale: una banca può ottenere prestiti dalla rispettiva banca centrale purché disponga di garanzie adeguate. Ciò si è rispecchiato in un aumento eccezionale della liquidità offerta dall'Eurosistema durante la crisi (cfr. figura B).

Lo squilibrio dei pagamenti transfrontalieri fa sì che i sistemi bancari di alcuni paesi necessitino di un volume maggiore di liquidità della banca centrale rispetto a quelli in cui le banche commerciali riportano pagamenti in entrata. Di conseguenza, la distribuzione della liquidità offerta nel complesso dell'Eurosistema è disomogenea: alcune BCN forniscono più liquidità in termini netti rispetto ad altre (in rapporto alle dimensioni del sistema bancario del rispettivo paese). Le BCN che forniscono maggiori volumi netti di liquidità sono quindi anche quelle che detengono passività nei confronti della BCE in Target2. Per contro, le BCN che forniscono meno liquidità in termini netti sono anche quelle che detengono crediti nei confronti della BCE in Target2 (cfr. figura C): i loro sistemi bancari riportano pagamenti netti in entrata dagli altri paesi dell'area dell'euro. L'offerta di liquidità di banca centrale a questi sistemi bancari non è soggetta a vincoli; il credito in Target2 è invece un'indicazione di abbondante disponibilità di liquidità bancaria in detti sistemi.

Il notevole incremento delle passività in Target2 per le BCN di alcuni paesi durante la crisi finanziaria è dunque un effetto delle tensioni sulla raccolta nei sistemi bancari di tali paesi e dell'accomodamento da parte dell'Eurosistema del fabbisogno di liquidità

Figura A I saldi Target2 delle BCN dell'area dell'euro

(miliardi di euro)



Fonte: BCN.

Figura B Liquidità offerta alle controparti dell'area dell'euro mediante le operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema

(miliardi di euro; dati di fine mese)



Fonte: BCE.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce a fine dicembre 2011.

Figura C Bilanci stilizzati delle BCN con saldi TARGET2 negativi, positivi e neutrali

BCN con un saldo TARGET2 negativo		BCN con un saldo TARGET2 positivo		BCN con un saldo TARGET2 neutrale	
Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività
Operazioni di prestito	Banconote	Operazioni di prestito	Banconote	Operazioni di prestito	Banconote
	CC e depositi		CC e depositi		CC e depositi
Altre (comprese attività finanziarie)	Passività TARGET2	Attività TARGET2	Altre	Altre (comprese attività finanziarie)	Altre
	Altre	Altre (comprese attività finanziarie)	Altre		

Fonte: BCE.

Note: quelle riportate sono rappresentazioni stilizzate dei bilanci delle BCN e non riflettono i dati effettivi.

Dal lato delle attività, la categoria "Altre" comprende in particolare le attività finanziarie, le riserve auree e le potenziali attività interne all'Eurosistema relative alla minore emissione di banconote rispetto alla quota di partecipazione della BCN al capitale della BCE.

Dal lato delle passività, "Banconote" corrisponde alle banconote in circolazione (commisurate alla quota di partecipazione delle BCN al capitale della BCE). La categoria "CC e depositi" corrisponde alla liquidità detenuta dalle banche su conti correnti (CC) presso le rispettive BCN, essenzialmente al fine di ottemperare all'obbligo di riserva, nonché ai depositi collocati di propria iniziativa dalle banche presso la rispettiva BCN e la liquidità detenuta sotto forma di depositi a scadenza fissa. La categoria "Altre" comprende capitale e riserve, accantonamenti e conti di rivalutazione, altre passività (comprese quelle nei confronti di residenti nell'area dell'euro, come i depositi delle amministrazioni pubbliche, e le passività interne all'Eurosistema relative alla maggiore emissione di banconote rispetto alla quota di partecipazione della BCN al capitale della BCE, le quali risultano ingenti soltanto nel diagramma centrale).

che ne è conseguito. Pertanto, il livello molto elevato di pagamenti netti transfrontalieri rispecchia lo straordinario sostegno profuso dall'Eurosistema per assicurare l'efficacia della politica monetaria unica. Evitare alle banche solvibili vincoli di liquidità nella provvista è stato un elemento essenziale delle misure non convenzionali dell'Eurosistema (cfr. riquadro 1). Ciò contribuisce all'efficace trasmissione della politica monetaria all'economia dell'area dell'euro nel suo insieme e, quindi, al mantenimento della stabilità dei prezzi a medio termine nella regione.

Nell'Unione monetaria, il rischio cui sono confrontate le banche centrali dell'Eurosistema (ossia la BCE e le BCN dei paesi dell'area dell'euro) è connesso alla conduzione stessa delle operazioni di politica monetaria, non ai saldi Target2 a queste associati. Una banca centrale è sempre soggetta a un rischio di controparte quando dà attuazione alla politica monetaria. Tale rischio, però, è attenuato da un quadro di gestione dei rischi. Per l'offerta di liquidità della banca centrale alle banche, ciò comprende l'obbligo di stanziare garanzie adeguate valutate a prezzi di mercato e sottoposte a scarti di garanzia. Oltre a depositare garanzie, le banche rimangono pienamente responsabili dei prestiti che ottengono dall'Eurosistema (cfr. la sezione 1 del capitolo 2). Il rischio residuo che può risultare nonostante le misure di contenimento dei rischi è condiviso, di norma, tra le BCN dell'area dell'euro in misura proporzionale alle quote di capitale della BCE detenute e non è connesso alle posizioni in Target2 delle singole banche centrali.

I crediti o le passività relativi a Target2 sono pubblicati periodicamente da tutte le banche centrali dell'Eurosistema nei rispettivi bilanci. Per quanto concerne il bilancio consolidato dell'Eurosistema, i saldi all'interno dell'Eurosistema (come quelli riguardanti Target2) non vi figurano in quanto la loro somma è pari a zero. Tuttavia, le somme delle passività e dei crediti in Target2 delle BCN dell'area dell'euro sono documentate nella sezione 6.2 delle *Note allo stato patrimoniale*.

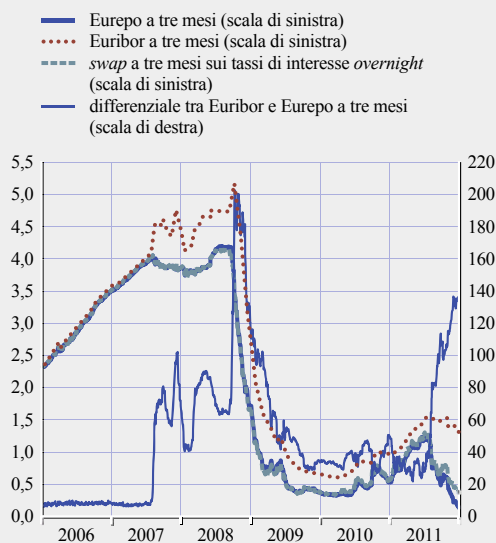
La figura 10 mostra l'andamento nel 2011 dei tassi di interesse sui depositi privi di garanzia (Euribor a tre mesi) e di quelli sui depositi garantiti (Eurepo e tasso *swap* sull'indice *overnight* a tre mesi). Nella prima metà dell'anno tutti i tassi di interesse del mercato monetario sono costantemente aumentati. Nella seconda metà del 2011, quando le tensioni nei mercati del debito sovrano si sono riacutizzate, il differenziale tra i tassi del mercato monetario sui depositi garantiti e non garantiti hanno evidenziato un nuovo brusco ampliamento. Con ogni probabilità tale andamento va ascritto all'accresciuto rischio di controparte e al perdurare di un'attività contenuta nei mercati monetari a termine.

Quanto ai tassi del mercato monetario a brevissimo termine, l'andamento dell'Eonia nel 2011 ha rispecchiato in larga misura il fatto che l'Eurosistema ha continuato, dall'ottobre 2008, a fornire ampia liquidità alle banche dell'area dell'euro. In aprile e luglio il Consiglio direttivo della BCE ha innalzato i tassi di interesse di riferimento della BCE per un totale di 50 punti base. Nella prima metà dell'anno, con la diminuzione dell'eccedenza di liquidità, l'Eonia si è avvicinato al tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali, pur evidenziando una certa volatilità (cfr. figura 11). Come nella seconda metà del 2010, dato il calo della liquidità in eccesso, l'Eonia ha mostrato la tendenza a seguire un profilo meno uniforme all'interno di ogni singolo periodo di mantenimento, collocandosi su livelli più elevati all'inizio del periodo di mantenimento, per poi diminuire gradualmente verso la fine. Questo profilo è in genere imputabile al fatto che le banche preferiscono adempiere agli obblighi di riserva nella fase iniziale del periodo di mantenimento, comportamento cui si è assistito dall'inizio delle turbolenze nell'agosto 2007.

Nella seconda metà dell'anno, quando il riacutizzarsi della crisi del debito sovrano nell'area dell'euro ha indotto le banche a chiedere nuovamente ampia liquidità, l'Eonia è rimasto decisamente inferiore al tasso fisso delle operazioni di rifinanziamento principali

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

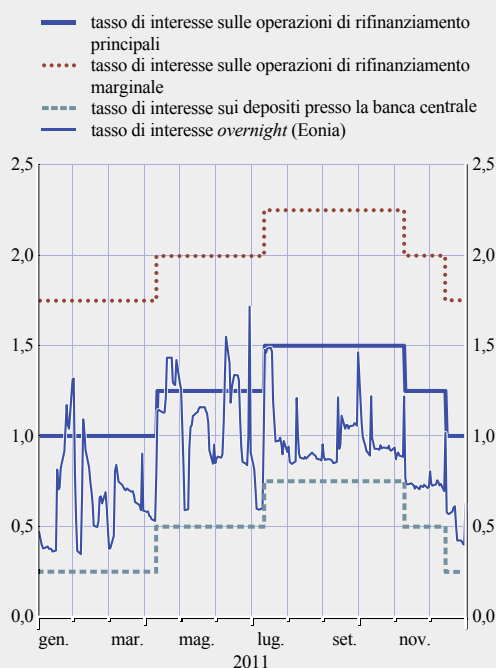
(valori percentuali in ragione d'anno; differenziale in punti base; dati giornalieri)



Fonti: BCE, Bloomberg e Thomson Reuters.

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

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



Fonti: BCE, Bloomberg e Thomson Reuters.

e di quelle a più lungo termine condotte dall'Eurosistema, mantenendosi prossimo al tasso applicato ai depositi presso la banca centrale. Il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre i tassi di interesse di riferimento della BCE di 25 punti base sia in novembre sia in dicembre. Per tutto il 2011 si sono osservati occasionali picchi dell'Eonia alla fine dei periodi di mantenimento e alla fine dei periodi di aggiustamento nella gestione della tesoreria (ad esempio, alla fine dell'anno).

NEI MERCATI DEI TITOLI DI STATO DELL'AREA DELL'EURO SI SONO VERIFICATE CRESCENTI TENSIONI NEL 2011

I rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine con *rating* AAA sono diminuiti in genere nel 2011, sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti. Dal 3,3 per cento circa, livello registrato in entrambe le regioni agli inizi di gennaio, sono diminuiti al 2,0 per cento negli Stati Uniti e al 2,6 per cento nell'area dell'euro alla fine di dicembre (cfr. figura 12).

Nel primi tre trimestri del 2011 l'andamento dei rendimenti dei titoli di Stato decennali dell'area

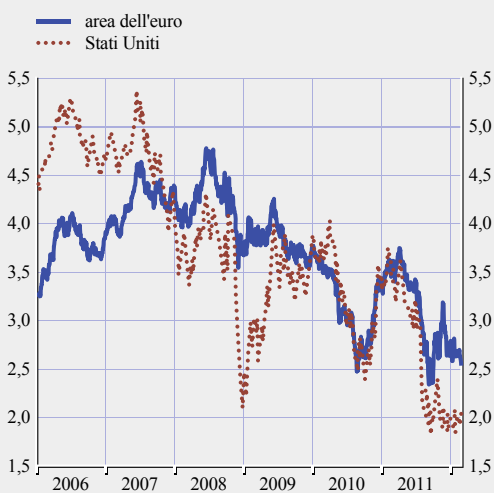
dell'euro e degli Stati Uniti è stato molto simile, mantenendo la tendenza iniziata a circa metà del 2010. Nella parte restante dell'anno, tuttavia, i rendimenti delle due aree hanno mostrato la tendenza a divergere, principalmente perché quelli dell'area dell'euro hanno rispecchiato rapide oscillazioni nel clima di mercato, a loro volta dovute soprattutto all'evoluzione della crisi del debito sovrano.

Quanto alla dinamica dei rendimenti dei titoli di Stato nel corso del 2011, si possono distinguere due fasi. In gennaio e febbraio i rendimenti sui titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro e degli Stati Uniti sono aumentati, poiché i dati economici pubblicati continuavano a indicare una solida ripresa economica. Nell'area dell'euro il clima di mercato ha offerto ulteriore sostegno, poiché le condizioni nei mercati del debito sovrano dei paesi sottoposti a tensioni di bilancio sono migliorate in virtù delle aspettative riguardanti l'ampliamento della portata e dell'entità della European Financial Stability Facility (EFSF). Negli Stati Uniti i mercati dei titoli di Stato sono stati ulteriormente favoriti dalla manovra fiscale annunciata dall'amministrazione statunitense nel dicembre 2010.

La seconda fase è iniziata in marzo, quando la tendenza al rialzo dei rendimenti dei titoli di Stato ha segnato una battuta d'arresto sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti, gettando le premesse per un prolungato periodo di flessione. L'inversione di tendenza è stata innescata dalle tensioni politiche nel Nord Africa e in Medio Oriente, nonché dal terremoto in Giappone, che hanno indotto generali riallocazioni verso investimenti sicuri a favore, soprattutto, delle attività denominate in dollari statunitensi e in euro. Il calo dei rendimenti è stato in parte dovuto anche a una valutazione meno positiva della crescita negli Stati Uniti, nel contesto di un inasprimento della politica monetaria in Cina e di una diminuzione dei prezzi delle materie prime, che gli operatori di mercato hanno tendenzialmente associato a segnali di un rallentamento dell'economia mondiale. Nell'area dell'euro, il riacutizzarsi delle tensioni nei mercati del debito sovrano e i crescenti

Figura 12 Rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni

(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri; dal 1° gennaio 2006 al 2 marzo 2012)



Fonti: Thomson Reuters e BCE.

Nota: il rendimento dei titoli di Stato a dieci anni è calcolato solo su quelli dei paesi con *rating* AAA di Fitch.

timori circa una possibile ristrutturazione del debito sovrano della Grecia hanno favorito un calo dei rendimenti nei paesi con *rating* AAA a fronte degli elevati premi di liquidità.

A partire da luglio la crisi del debito sovrano nell'area dell'euro ha varcato i confini delle economie più piccole e ha iniziato a propagarsi anche ad alcuni grandi paesi. Questo ha determinato un'ulteriore flessione dei rendimenti sui titoli decennali con *rating* AAA in seguito all'intensificarsi degli acquisti di obbligazioni "rifugio". Nonostante un aumento dell'incertezza nei mercati agli inizi di agosto, dovuto al declassamento del debito sovrano degli Stati Uniti da parte di una delle tre principali agenzie di *rating* e alle discussioni sul massimale per il debito pubblico dello stesso paese, il calo dei rendimenti connesso alla fuga verso investimenti sicuri è proseguito, poiché ulteriori evidenze hanno indicato un indebolimento delle prospettive economiche e i mercati hanno rivalutato l'andamento futuro dei tassi di interesse a breve termine.

Nell'ultimo trimestre dell'anno i rendimenti sui titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro con *rating* AAA sono moderatamente aumentati registrando un massimo lievemente superiore al 3 per cento alla fine di novembre, ma si sono ridotti subito dopo portandosi a circa il 2,7 per cento alla fine dell'anno. Negli Stati Uniti, invece, i rendimenti sui titoli corrispondenti hanno continuato a diminuire, di circa 20 punti base al 2 per cento, in seguito sia alla preferenza persistentemente elevata degli investitori internazionali per le attività denominate in dollari statunitensi, sia all'annuncio del Federal

Open Market Committee che avrebbe allungato la scadenza media del suo portafoglio di titoli del Tesoro. L'aumento dei rendimenti delle obbligazioni dell'area dell'euro con *rating* AAA in questa parte dell'anno è attribuibile alle dinamiche divergenti nei singoli paesi dell'area con *rating* AAA. Pur avendo seguito andamenti simili nei primi tre trimestri del 2011, i rendimenti sui titoli di Stato di Germania e Francia hanno iniziato a diversificarsi in ottobre, per effetto di crescenti differenze nel rischio sovrano percepito. Questo è stato particolarmente evidente nella prima metà di novembre quando i rendimenti sui titoli di Stato tedeschi hanno seguito a diminuire, in linea con gli andamenti negli Stati Uniti, mentre quelli sui titoli francesi sono notevolmente aumentati.

Una principale caratteristica dei mercati dei titoli di Stato dell'area dell'euro nel 2011 è consistita nell'evoluzione divergente dei rendimenti tra i vari paesi come conseguenza del rispettivo *rating* oppure delle percezioni dei mercati circa i fondamentali delle finanze pubbliche nei singoli paesi. Nel complesso, il calo dei rendimenti a lungo termine in alcuni paesi dell'area dell'euro con *rating* AAA e l'aumento di quelli nei paesi dell'area dell'euro con *rating* inferiore potrebbero essere considerati un'indicazione del fatto che veniva percepito un ampliamento in atto del differenziale di rischio tra i due gruppi di paesi. Tuttavia, i comovimenti positivi fra i premi sui *credit default swap* (CDS) relativi alle emissioni sovrane di tutti i paesi dell'area dimostrano che il rischio percepito per il debito sovrano era aumentato in tutta l'area dell'euro, ancorché in misura diversa (cfr. riquadro 5).

Riquadro 5

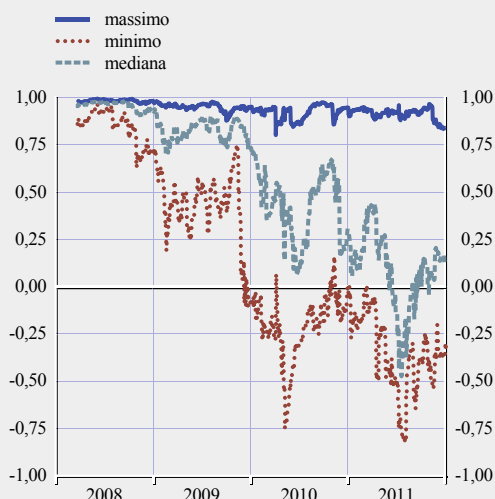
TURBOLENZE NEI MERCATI DEL DEBITO SOVRANO DELL'AREA DELL'EURO ED EFFETTI DI PROPAGAZIONE SUL SETTORE FINANZIARIO NEL 2011

In seguito all'introduzione dell'euro nel 1999 i rendimenti corrisposti nei mercati del debito sovrano a lungo termine hanno seguito andamenti analoghi nei vari paesi dell'area dell'euro e i loro livelli hanno mostrato nel complesso una certa convergenza. Il connesso aumento progressivo delle correlazioni bilaterali tra rendimenti ha rispecchiato la percezione nel mercato

di rischi sostanzialmente simili nei vari paesi e di un'evoluzione quasi parallela del rischio paese. Le turbolenze finanziarie scoppiate nell'estate del 2007 e acuitesi con il fallimento di Lehman Brothers circa un anno più tardi, hanno tuttavia indotto cambiamenti significativi in questo profilo. Di fatto, dall'estate del 2007 le correlazioni tra i rendimenti sulle obbligazioni sovrane decennali all'interno dell'area dell'euro hanno iniziato a divergere, per effetto principalmente delle percezioni dei mercati circa i fondamentali di finanza pubblica specifici per paese. Oltre che sui mercati delle obbligazioni sovrane, il maggiore rischio percepito osservato dall'estate del 2007 ha avuto ricadute anche sul settore finanziario, in una misura considerevolmente diversa da un paese all'altro dell'area dell'euro. Il presente riquadro passa brevemente in rassegna le variazioni delle relazioni all'interno dei mercati delle obbligazioni sovrane dell'area dell'euro, nonché quelle verificatesi nella relazione tra i mercati del debito sovrano e il settore finanziario.

Figura A Valori massimo, minimo e mediano delle correlazioni bilaterali rispetto al rendimento del titolo di Stato tedesco a dieci anni

(dati giornalieri dal 24 marzo 2008 al 6 gennaio 2012)



Fonti: Thomson Reuters e BCE.

Nota: il massimo, il minimo e la mediana di ciascun giorno sono calcolati sulla base delle dieci correlazioni bilaterali fra il rendimento del titolo tedesco da un lato e i dieci rendimenti dei titoli a dieci anni di Belgio, Irlanda, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia dall'altro.

Fino a metà 2007 le differenze sia tra i rendimenti dei titoli di Stato sia tra i premi sui *credit default swap* (CDS) riferiti a emissioni sovrane all'interno dell'area dell'euro sono state trascurabili. In seguito, però, hanno iniziato a emergere scostamenti che hanno raggiunto livelli inediti, soprattutto per i paesi che hanno dovuto affrontare intensi problemi di finanza pubblica, in particolare Irlanda, Portogallo e Grecia, nonostante il fenomeno abbia interessato un numero più ampio di paesi dell'area dell'euro dal 2010.

Le mutate connessioni tra i rendimenti delle obbligazioni sovrane e i premi sui CDS sovrani dei vari paesi possono essere efficacemente illustrate utilizzando le correlazioni variabili nel tempo in base alla stima di un modello econometrico¹. La figura A presenta l'intervallo (calcolato come il valore massimo meno il valore minimo) e la mediana delle correlazioni bilaterali dei rendimenti sulle obbligazioni sovrane decennali rispetto al rendimento sui titoli di Stato tedeschi a dieci anni, mentre la figura B riporta l'intervallo e la mediana corrispondenti delle correlazioni bilaterali tra i premi sui CDS nello stesso insieme di paesi e il premio sui CDS a cinque anni della Grecia². Nell'insieme le due figure dimostrano che, sebbene le correlazioni dei rendimenti si siano portate in territorio negativo alla fine del 2009, quelle per i CDS sono rimaste in genere positive, nonostante le considerevoli oscillazioni e una tendenza calante dal

1 Le correlazioni variabili nel tempo sono ottenute mediante un modello Garch multivariato. Sebbene in linea di principio possano essere basate sulle correlazioni tra i tassi di variazione dei rendimenti e dei CDS calcolate in finestre temporali di durata predefinita, si preferisce la stima basata su modelli poiché la finestra temporale in cui le correlazioni sono calcolate è scelta in maniera ottimale dal modello stesso e le correlazioni che ne risultano possono essere interpretate più come "correlazioni locali" (riferite cioè agli ultimi punti del campione su cui viene condotta la stima) che come correlazioni medie nel campione considerato.

2 Essendoci undici serie temporali, ciascuna matrice di correlazione è costituita da 55 serie temporali, che non possono essere rappresentate in una semplice figura. Per sormontare questa difficoltà, per ciascuna giornata del campione sono calcolati i quantili delle 55 correlazioni bilaterali, in particolare il 5° e il 95° quantile nonché la mediana. In questo modo, l'ampio insieme di serie temporali dei coefficienti di correlazione è sintetizzato in tre serie temporali soltanto.

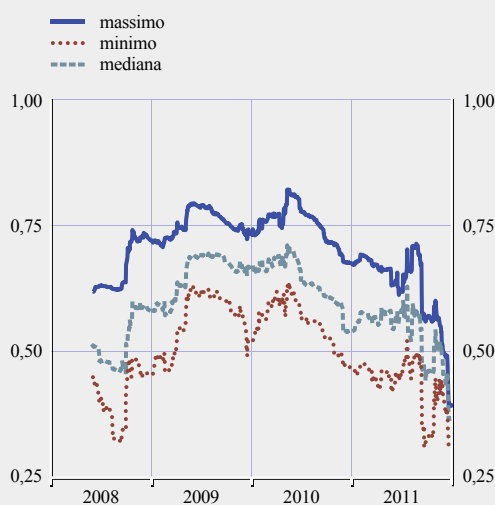
2010. Alla base dell'evoluzione divergente delle due serie di correlazioni risiede il fatto che i CDS sono soprattutto misure del rischio di insolvenza, mentre i rendimenti dei titoli di Stato risentono anche delle variazioni nella preferenza per la liquidità espressa dagli operatori di mercato, il cui ruolo è stato cruciale per tutto il recente periodo di tensione nei mercati finanziari. Di fatto, con l'acuirsi e il diffondersi delle tensioni di bilancio nell'area dell'euro, gli investitori hanno mostrato la tendenza a investire principalmente nei mercati obbligazionari che venivano percepiti relativamente più liquidi e sicuri, tra cui spiccava il mercato obbligazionario tedesco. L'emergere di correlazioni negative tra i rendimenti dei titoli di Stato nell'area dell'euro non andrebbe pertanto interpretata unicamente come un segnale del fatto che il rischio di credito era diminuito per alcuni paesi e aumentato per altri. In realtà, le correlazioni bilaterali in calo ma in genere ancora positive tra i premi sui CDS sovrani dell'area dell'euro rispetto al premio sui CDS corrisposto per il debito pubblico greco dalla metà del 2010 indicano che i rischi sovrani all'interno dell'area dell'euro sono stati interdipendenti, ancorché con gradi diversi.

Quanto all'interazione dei rischi tra il settore delle emissioni sovrane e quello finanziario, sono entrati in gioco vari canali. In primo luogo, l'esposizione dei sistemi bancari dell'area dell'euro al rischio sovrano ha costituito una fonte di trasmissione diretta del rischio. In secondo luogo, la rete interconnessa delle istituzioni finanziarie e la complessità delle loro esposizioni incrociate potrebbe aver fatto sì che alcune istituzioni finanziarie fossero esposte al rischio sovrano indirettamente. In terzo luogo, i mercati percepivano che, in caso di fallimento di un sistema bancario, l'intervento pubblico avrebbe comportato costi di bilancio e un accresciuto rischio di insolvenza dell'emittente sovrano.

Per illustrare queste interazioni, la figura C mostra l'evoluzione dei due indici iTraxx con scadenza a cinque anni, cioè l'indice iTraxx SovX Western Europe e l'indice iTraxx Senior

Figura B Valori massimo, minimo e mediano delle correlazioni bilaterali rispetto al premio sui CDS a cinque anni della Grecia

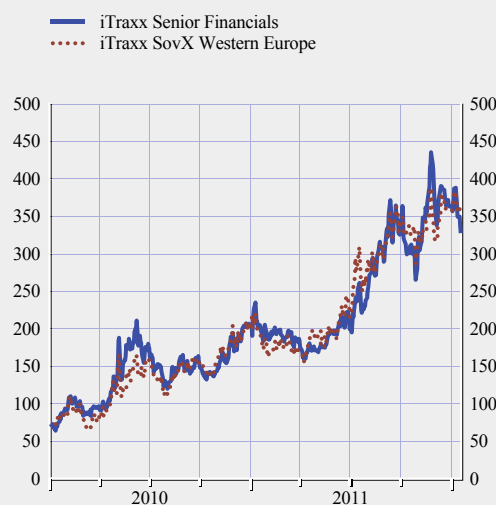
(dati giornalieri dal 2 giugno 2008 al 6 gennaio 2012)



Fonti: Thomson Reuters e BCE.
 Note: il massimo, il minimo e la mediana di ciascun giorno sono calcolati sulla base delle dieci correlazioni bilaterali fra il premio sul CDS a cinque anni della Grecia da un lato e i premi sui CDS di pari scadenza di Belgio, Germania, Irlanda, Spagna, Francia, Italia, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia dall'altro.

Figura C Indici a cinque anni iTraxx SovX Western Europe e iTraxx Senior Financials

(dati giornalieri dal 1° gennaio 2010 al 18 gennaio 2012)

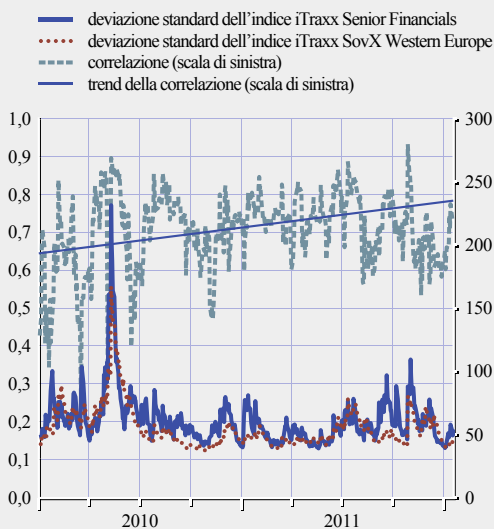


Fonte: Bloomberg.

Financials³. Mentre il primo è un aggregato dei CDS sovrani a livello dell'area dell'euro, il secondo considera i CDS per 25 maggiori istituzioni finanziarie dell'area dell'euro (in relazione alle *tranche* privilegiate). Benché queste istituzioni presumibilmente non risentano degli andamenti del rischio sovrano poiché detengono portafogli ampiamente diversificati, il loro rischio di insolvenza, quantificato dai CDS, è aumentato insieme al rischio di insolvenza degli emittenti sovrani, soprattutto tra marzo e ottobre 2011. Le correlazioni variabili nel tempo tra questi due indici CDS, nonché la rispettiva volatilità, hanno mostrato la tendenza ad aumentare dall'aprile 2011 (cfr. figura D). Da agosto, in seguito alla riattivazione del Programma per i mercati dei titoli finanziari e all'esito del vertice dell'UE del 21 luglio, la correlazione ha iniziato a diminuire, nonostante nei primi giorni del 2012 sia nuovamente aumentata tornando ai livelli prevalenti alla fine di agosto. Questa tendenza generalmente crescente della correlazione ha messo in evidenza il maggiore rischio che crisi da eventi creditizi si verificano contestualmente nel settore sovrano e finanziario, tramite una crescente esposizione del sistema finanziario ai rischi sovrani.

Figura D Variazione nel tempo delle deviazioni standard e della correlazione degli indici iTraxx considerati

(dati giornalieri dal 1° gennaio 2010 al 18 gennaio 2012)



Fonti: Bloomberg e BCE.

Note: l'asse di destra è espresso in termini di percentuali in ragione d'anno. La variazione nel tempo delle deviazioni standard e della correlazione sono calcolate mediante modelli Garch bivariati dei tassi di variazione dei due indici iTraxx.

3 iTraxx SovX Western Europe è un contratto indice (*index contract*) basato sui premi applicati ai CDS dell'Europa occidentale per un dato orizzonte temporale. iTraxx Senior Financials è un *index contract* basato sui premi applicati ai CDS per la *tranche* privilegiata su un dato orizzonte temporale in relazione a 25 importanti istituzioni finanziarie dell'area dell'euro. La composizione dettagliata di questi indici è reperibile nel sito Internet di Markit.

In marzo i differenziali di rendimento fra i titoli di Stato decennali e quelli tedeschi corrispondenti hanno iniziato ad aumentare in Grecia, Irlanda e Portogallo, per effetto del declassamento del debito sovrano di questi paesi, e hanno continuato a crescere in aprile e maggio quando l'esigenza di ristrutturare il debito pubblico greco ha attirato maggiore attenzione (cfr. la figura del riquadro 1). Agli inizi di giugno i differenziali di Grecia, Irlanda e Portogallo si collocavano in media su un livello superiore di oltre 500 punti base a quello di maggio 2010, quando le tensioni nei mercati del debito sovrano si erano acuite per la prima volta. A partire da giugno le tensioni connesse al debito hanno iniziato a interessare

paesi più grandi, in particolare Italia e Spagna, nel contesto delle discussioni e dell'incertezza sulla soluzione della crisi del debito sovrano dell'area dell'euro. Verso la fine dell'anno, dopo aver raggiunto massimi storici nell'ultima settimana di novembre, i differenziali di rendimento tra i titoli decennali e quelli tedeschi corrispondenti si sono significativamente ristretti. Ciò è imputabile al miglioramento del clima di mercato in attesa del vertice dei capi di Stato o di governo dell'area dell'euro tenutosi il 9 dicembre, nonché alle riduzioni dei tassi di interesse di riferimento della BCE e alle ulteriori misure non convenzionali di politica monetaria. Inoltre, le azioni intraprese da varie banche centrali nelle principali aree economiche

per migliorare la propria capacità di sostenere la liquidità nel sistema finanziario mondiale hanno contribuito ad allentare le tensioni nei mercati del debito sovrano.

Dopo il moderato aumento nei primi tre mesi del 2011, i rendimenti reali hanno iniziato a diminuire sulla scorta di maggiori rischi geopolitici e di un peggioramento delle prospettive mondiali. Agli inizi di giugno il rendimento sui titoli di Stato a cinque anni dell'area dell'euro indicizzati all'inflazione sono scesi fino allo 0,5 per cento, mentre quello dei titoli decennali si collocava all'1,2 per cento. In seguito, il calo dei rendimenti reali è aumentato ulteriormente, come dimostra il fatto che i rendimenti reali a pronti a cinque e dieci anni si collocavano rispettivamente allo 0,2 e allo 0,8 per cento in dicembre. Nel complesso, la flessione dei rendimenti reali nel corso dell'anno è coerente con le evidenze di un deterioramento delle prospettive economiche e ha avuto luogo, in genere, in un contesto di aspettative di inflazione sostanzialmente stabili. Alla fine del 2011 il tasso di inflazione di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte di cinque anni si è attestato al 2,4 per cento, 10 punti base più alto rispetto all'anno precedente, con indicazioni simili provenienti dai contratti *swap* sull'inflazione.

I CORSI AZIONARI DELL'AREA DELL'EURO HANNO EVIDENZIATO UN BRUSCO CALO NEL 2011

Nel complesso, i corsi azionari nell'area dell'euro sono diminuiti del 20 per cento circa nel 2011, mentre quelli degli Stati Uniti sono rimasti sostanzialmente stabili nello stesso periodo (cfr. figura 13). Allo stesso tempo, gli indici azionari ampi sono calati del 7 per cento nel Regno Unito e del 19 per cento in Giappone. La flessione più marcata dell'indice dell'area dell'euro rispetto a quello corrispondente degli Stati Uniti va ricondotta principalmente agli andamenti nella seconda metà dell'anno e ha rispecchiato in larga misura il peggioramento della crisi del debito sovrano, nonché la crescita più contenuta degli utili nell'area dell'euro.

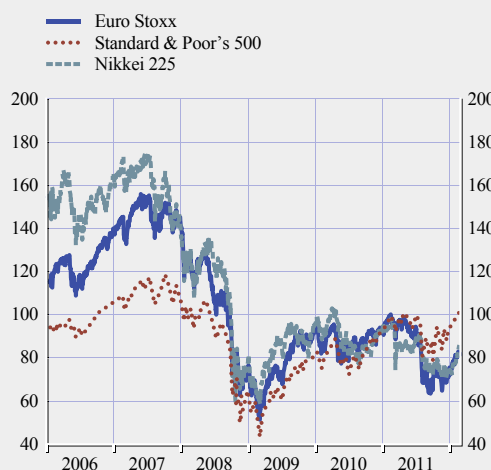
Alla fine del 2010 e durante i primi tre mesi del 2011, gli indici azionari dell'area dell'euro e degli Stati Uniti sono aumentati a seguito della

pubblicazione di dati economici favorevoli, di annunci di utili positivi e di una lieve ripresa della propensione al rischio. Nel complesso, gli indici Dow Jones Euro Stoxx e Standard & Poor's 500 sono saliti rispettivamente del 9 e del 12 per cento tra fine novembre 2010 e fine marzo 2011. Nell'area dell'euro, le quotazioni azionarie del settore finanziario hanno registrato nel periodo un incremento maggiore rispetto all'indice composito, pari al 15 per cento circa. Al contempo, anche i corsi nei settori dell'industria e del petrolio e del gas hanno riportato un aumento significativo nell'ambito di una crescita economica favorevole.

Nell'aprile 2011 l'andamento positivo dei corsi azionari si è arrestato, soprattutto in seguito alle tensioni politiche in Nord Africa e Medio Oriente, alle conseguenze effettive e attese del terremoto in Giappone e alle più acute tensioni nei mercati del debito sovrano dell'area dell'euro. Più tardi, nel corso del secondo trimestre dell'anno i corsi azionari sono diminuiti moderatamente sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro, poiché gli operatori di mercato hanno incominciato a scontare le implicazioni di una rivalutazione delle prospettive per la crescita mondiale.

Figura 13 Principali indici dei corsi azionari

(indici: riportati in base 100 il 4 gennaio 2011; dati giornalieri dal 1° gennaio 2006 al 2 marzo 2012)



Fonte: Thomson Reuters.

Il rallentamento dei corsi azionari si è accentuato nel terzo trimestre, riflettendo la reazione negativa dei mercati al declassamento del debito sovrano statunitense da parte di una delle principali agenzie di *rating*, nonché la crescente incertezza circa la misura in cui la crisi del debito sovrano dell'area dell'euro si sarebbe propagata. Nel complesso, l'indice Dow Jones Euro Stoxx è diminuito del 23 per cento circa nei tre mesi fino alla fine di settembre, mentre l'indice Standard & Poor's 500 ha perso il 14 per cento. Al contempo, le azioni del settore finanziario dell'area dell'euro sono calate del 30 per cento circa rispetto a fine maggio; i servizi di pubblica utilità e le imprese industriali hanno parimenti registrato ingenti perdite. Gli andamenti negli Stati Uniti sono stati simili: nello stesso periodo i corsi azionari del settore finanziario e industriale hanno evidenziato un calo superiore al 20 per cento.

Oltre a risentire dei fattori già menzionati, gli andamenti negativi delle quotazioni azionarie nel terzo trimestre del 2011 sono riconducibili anche ai dati di deboli utili societari. Il tasso di crescita sui dodici mesi degli utili effettivi per azione delle società dell'area dell'euro comprese nell'indice Dow Jones Euro Stoxx si è ridotto dal 29 per cento di maggio al 20 per cento di agosto. Il tasso di espansione degli utili per azione atteso nel breve termine è sceso dal 12 per cento di maggio al 10 per cento di agosto.

Nell'ultimo trimestre dell'anno, nonostante un aumento della volatilità implicita degli indici azionari ampi, le significative tensioni in vari segmenti di mercato e l'incertezza sulla crescita economica mondiale, i corsi azionari hanno ripreso un andamento al rialzo su entrambe le sponde dell'Atlantico. In particolare, l'indice ampio Dow Jones Euro Stoxx e l'indice Standard & Poor's 500 hanno guadagnato rispettivamente circa il 5 e il 10 per cento nel trimestre. Durante l'intero periodo le variazioni del clima di mercato connesse alla crisi del debito sovrano nell'area dell'euro hanno continuato a gravare sui corsi azionari dell'area stessa. Tuttavia, soprattutto in novembre e dicembre, le azioni

sono state sostenute dalla pubblicazione di dati economici negli Stati Uniti migliori delle attese, da un'evoluzione positiva del clima di fiducia in vista delle riunioni dei capi di Stato o di governo dell'area dell'euro tenutesi il 26 ottobre e il 9 dicembre, dalle azioni coordinate intraprese da varie banche centrali del mondo intero per migliorare la propria capacità di fornire al sistema finanziario globale un sostegno di liquidità, dalle riduzioni dei tassi di interesse di riferimento della BCE, nonché dall'adozione di ulteriori misure non convenzionali di politica monetaria.

Gli andamenti per settore degli indici azionari dell'area dell'euro nella parte finale dell'anno sono stati eterogenei: le flessioni si sono concentrate nei comparti finanziario, delle telecomunicazioni e dei servizi di pubblica utilità, mentre le quotazioni sono aumentate in tutti gli altri settori, in particolare in quello del petrolio e del gas. I risultati negativi dei corsi delle azioni finanziarie nell'area dell'euro hanno rispecchiato l'evoluzione della crisi del debito sovrano nella regione e le relative implicazioni per la solidità del settore bancario attraverso i titoli di Stato detenuti, nonché le variazioni negative del merito di credito e le accresciute tensioni nei mercati della provvista bancaria.

L'INDEBITAMENTO DELLE FAMIGLIE È RIMASTO MODERATO

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti totali concessi alle famiglie è diminuito nel 2011, portandosi a un valore stimato dell'1,5 per cento in dicembre, dal 2,5 per cento dello stesso mese del 2010. Tale andamento è il risultato di una riduzione del contributo dei prestiti alle famiglie rimasti sui bilanci delle IFM (per es. non corretti per cessioni o cartolarizzazioni) che è stato quasi la metà di quello osservato nel 2010, mentre quello apportato dal tasso di crescita annuo dei prestiti delle istituzioni diverse dalle IFM ha registrato un forte aumento, diventando positivo (il tasso di crescita sui dodici mesi di questi prestiti si è collocato al 2,3 per cento in dicembre 2011 a fronte del -2,4 per cento del dicembre 2010). Gli sviluppi contrastanti nei prestiti alle famiglie da parte delle IFM e

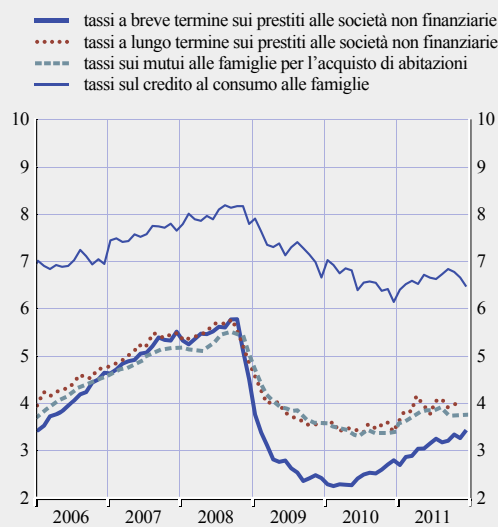
delle istituzioni diverse dalle IFM riflettono principalmente il fatto che la maggior parte dei prestiti delle istituzioni diverse dalle IFM è rappresentato da flussi di cartolarizzazioni. Tali flussi sono stati di ammontare significativo nella seconda metà del 2011, a fronte di un'attività di cartolarizzazione molto limitata nel 2010.

I mutui per l'acquisto di abitazioni sono rimasti la principale determinante dell'espansione dei prestiti delle IFM alle famiglie. Il tasso di incremento di tali prestiti (corretti per cessioni e cartolarizzazioni), situatosi al 3,1 per cento alla fine del 2010, è rimasto sostanzialmente invariato nella prima metà del 2011, per poi diminuire gradualmente nella seconda metà, collocandosi all'1,9 per cento in dicembre. Il profilo della crescita dei mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni ha rispecchiato probabilmente sia fattori legati alla domanda che all'offerta. L'indebolimento osservato nell'attività economica e il deterioramento delle prospettive per il mercato degli immobili residenziali sono stati individuati nell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro euro come la causa principale del notevole calo osservato nella domanda netta di mutui per l'acquisto di abitazioni, particolarmente nella seconda metà dell'anno. Dal lato dell'offerta, l'indagine ha mostrato un aumento della percentuale netta di banche che hanno segnalato un irrigidimento dei criteri per l'erogazione del credito, specialmente in chiusura d'anno. Infatti, nonostante una diminuzione dei tassi di mercato, i tassi bancari sui mutui per l'acquisto di abitazioni sono moderatamente aumentati nel 2011 (di 36 punti base in media); l'incremento maggiore è stato osservato per i prestiti con tasso variabile o con periodo iniziale di determinazione del tasso fino a un anno.

Il tasso di crescita sui dodici mesi del credito al consumo è rimasto negativo nel 2011, riducendosi in qualche misura, per collocarsi al -2,0 per cento in dicembre, contro il -1,2 per cento di dicembre 2010. La debolezza osservata per il credito al consumo va ascritta in ampia misura a fattori dal lato della domanda ed è in linea con i risultati delle indagini presso i consumatori, soprattutto per quanto concerne la

Figura 14 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.

scarsa propensione di questi ultimi ad effettuare acquisti di importo elevato. Sulla domanda di credito al consumo probabilmente hanno pesato la crescita contenuta del reddito disponibile delle famiglie in termini reali e il fatto che i livelli di indebitamento di questo settore restano molto elevati. L'indagine sul credito bancario ha riscontrato sia un calo della domanda sia l'irrigidimento dei criteri di concessione del credito per questa tipologia di prestiti. I tassi bancari applicati al credito al consumo sono aumentati in media di 32 punti base nel 2011, invertendo parzialmente il calo osservato nel 2010 (cfr. figura 14).

IL DEBITO DELLE FAMIGLIE, BENCHÉ LIEVEMENTE DIMINUITO, È RIMASTO ELEVATO

Nel 2011 il debito in essere delle famiglie dell'area dell'euro ha registrato un moderato incremento in termini nominali (pari a un valore stimato dell'1,5 per cento). Tuttavia tale aumento è stato inferiore all'aumento del reddito nominale, misurato in termini sia di reddito disponibile lordo sia di PIL. Di conseguenza, gli indici di indebitamento delle famiglie sono stimati in diminuzione nel 2011 rispetto ai

livelli registrati alla fine del 2010 (scendendo dal 100,1 al 99,4 per cento rispetto al reddito disponibile lordo e dal 66,3 al 65,2 per cento in rapporto al PIL; cfr. figura 15). L'onere per interessi delle famiglie (pagamenti per interessi in percentuale del reddito disponibile lordo) è lievemente aumentato nel 2011, riflettendo principalmente il moderato aumento dei tassi sui prestiti bancari.

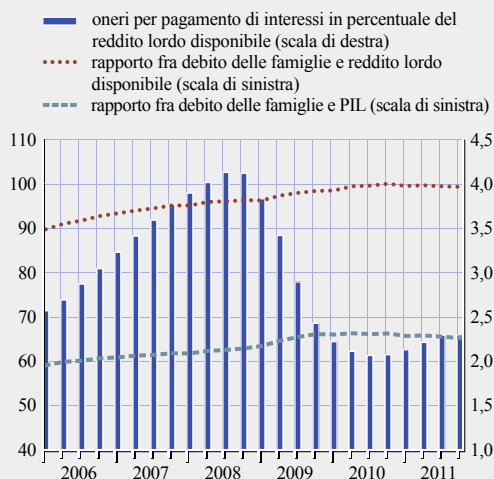
IL COSTO DEL FINANZIAMENTO ESTERNO PER LE SOCIETÀ NON FINANZIARIE È RIMASTO CONTENUTO NEL 2011

Il costo reale del finanziamento esterno delle società non finanziarie alla fine del 2011 è lievemente diminuito rispetto alla fine del 2010. Dopo essere calato nella prima metà dell'anno, il costo reale complessivo del finanziamento esterno è rimasto sostanzialmente invariato nella seconda metà, nel contesto di accresciute tensioni sui mercati finanziari connesse alla crisi del debito sovrano. Gli andamenti aggregati celano alcune differenze tra le differenti fonti di finanziamento. Il costo reale sia delle emissioni di titoli di debito sia dei prestiti bancari a breve termine è aumentato in misura significativa nella seconda metà del 2011, mentre i tassi sui prestiti bancari a più lungo termine sono rimasti sostanzialmente immutati per tutto l'anno e il costo reale del capitale di rischio ha oscillato attorno ai massimi storici (cfr. figura 16). Nel complesso, il costo reale del finanziamento esterno nel 2011 è rimasto contenuto su livelli di poco inferiori alla media storica.

Quanto al costo del finanziamento bancario, i tassi sui prestiti a breve termine delle IFM sono saliti dall'1,4 per cento circa nel dicembre 2010 all'1,7 per cento a fine 2011. I tassi sui prestiti bancari con scadenze brevi hanno riflesso in larga misura la dinamica dei tassi del mercato monetario. L'Euribor a tre mesi è aumentato di circa 40 punti base tra la fine del 2010 e la fine del 2011. Gli andamenti dei tassi sui prestiti a breve termine potrebbero aver rispecchiato anche il peggioramento del merito di credito delle società in alcune giurisdizioni e le tensioni nelle condizioni di provvista bancaria. Nel complesso, il differenziale nell'area dell'euro

Figura 15 Debito e pagamenti per interessi delle famiglie

(valori percentuali)

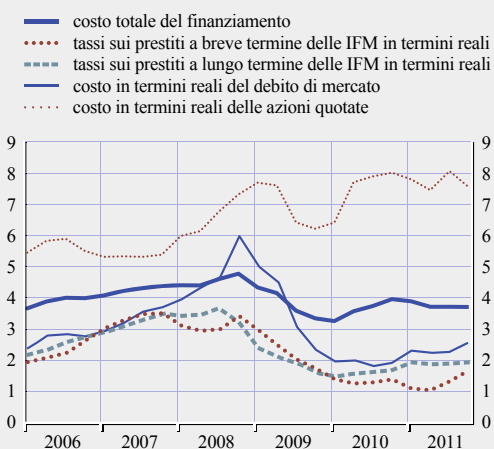


Fonti: BCE ed Eurostat.

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

Figura 16 Costo in termini reali del finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro

(valori percentuali in ragione d'anno)



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).

tra i tassi sui prestiti a breve termine erogati dalle IFM e il tasso del mercato monetario a tre mesi è rimasto pressoché stabile per i primi tre trimestri del 2011, per poi aumentare nell'ultimo trimestre. Nel caso delle scadenze lunghe, i tassi sui prestiti delle IFM in termini sia reali sia nominali sono aumentati di circa 20 punti base nel primo trimestre del 2011, per poi rimanere per lo più invariati in seguito. I differenziali tra i tassi sui prestiti bancari a lungo termine e i rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine con *rating* AAA si sono ristretti all'inizio del 2011 e poi si sono ampliati nel corso dell'anno, principalmente per effetto delle oscillazioni dei rendimenti sui titoli di Stato dovuti a flussi in cerca di investimenti rifugio verso la Germania.

Gli andamenti dei tassi sui prestiti delle IFM osservati nel 2011 potrebbero non aver rispecchiato pienamente il riacutizzarsi delle tensioni nei mercati finanziari durante la seconda metà dell'anno. Secondo l'indagine sul credito bancario dell'area dell'euro, nella seconda metà dell'anno si è assistito a un peggioramento significativo dell'accesso delle banche al finanziamento sul mercato e delle loro posizioni di liquidità, circostanza che ha contribuito al notevole irrigidimento dei criteri per la concessione di prestiti al settore privato.

Il costo reale del finanziamento mediante titoli di debito emessi sul mercato è aumentato di circa 70 punti base tra dicembre 2010 e dicembre 2011, pur rimanendo ancora su livelli storicamente piuttosto favorevoli. Tale incremento è stato registrato in gran parte nella seconda metà del 2011 sullo sfondo della propagazione delle tensioni sui mercati dei titoli sovrani ad altri segmenti dei mercati finanziari. Date le ricomposizioni di portafoglio operate dagli investitori finanziari a favore di attività più liquide e sicure, i differenziali delle obbligazioni societarie (misurati come differenziali di rendimento tra obbligazioni societarie e titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro) sono aumentati in qualche misura per tutte le categorie di *rating*, sebbene l'incremento sia stato più pronunciato per le obbligazioni a elevato rendimento.

Il costo reale dell'emissione di azioni quotate è oscillato in qualche misura durante tutto l'anno, collocandosi nel dicembre 2011 su un livello inferiore di circa 50 punti base rispetto a quello dello stesso mese del 2010. In media, il costo reale del capitale di rischio è rimasto prossimo ai massimi storici nel 2011.

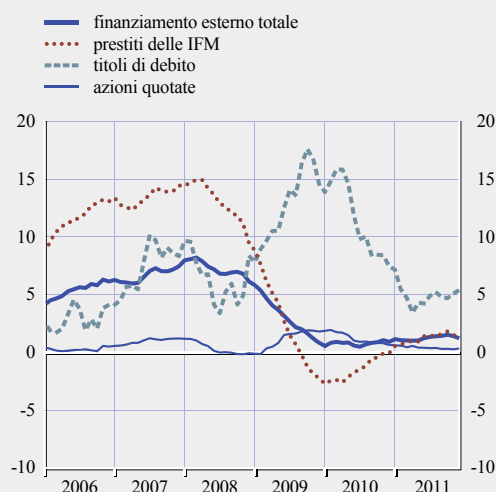
NEL 2011 SI È OSSERVATO UN MODERATO RICORSO AL FINANZIAMENTO ESTERNO

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente del finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro è rimasto sostanzialmente invariato su livelli moderati nel 2011, poiché la protratta stabilizzazione dei prestiti delle IFM è stata ampiamente controbilanciata dalla minore emissione di titoli di debito sul mercato e da quella persistentemente contenuta di azioni quotate (cfr. figura 17). Questo processo di reintermediazione, incominciato agli inizi del 2010, si sarebbe arrestato nella seconda metà del 2011 nel contesto di un ricorso nel complesso moderato al finanziamento esterno.

Più specificatamente, dopo la marcata contrazione sperimentata tra il 2008 e il 2010, la normalizzazione del finanziamento

Figura 17 Finanziamento esterno delle società non finanziarie: composizione per strumento

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

Nota: le azioni quotate sono denominate in euro.

bancario del settore societario si è concentrata principalmente nel settore dei prestiti a breve termine. In media nel 2011 il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti a breve termine (con scadenza iniziale fissa inferiore a un anno) è risalito di circa 10 punti percentuali rispetto all'anno precedente, mentre quello dei prestiti a lungo termine (con scadenza iniziale fissa superiore a cinque anni) è lievemente diminuito. Quanto al finanziamento tramite il mercato, in media il tasso di espansione sul periodo corrispondente delle emissioni di titoli di debito nel 2011 è rimasto decisamente inferiore a quello osservato nel 2010. Allo stesso tempo, l'emissione di azioni quotate è rimasta contenuta e ha mostrato una tendenza verso un'ulteriore diminuzione nel 2011.

La domanda complessiva relativamente bassa di finanziamento esterno può essere in parte dovuta alle condizioni di credito restrittive e all'indebolimento dell'attività economica nella seconda metà dell'anno. Secondo l'indagine sul credito bancario dell'area dell'euro, nei primi due trimestri del 2011 la domanda di prestiti societari è stata stimolata da una maggiore necessità di finanziare investimenti e scorte, ma si è nuovamente contratta nella seconda metà dell'anno. Anche la disponibilità di fondi interni può spiegare la dinamica moderata del finanziamento esterno, in particolare per le imprese di grandi e medie dimensioni. Infatti, sulla base dei bilanci delle società non finanziarie quotate, nei primi tre trimestri del 2011 la redditività, misurata dal rapporto tra utile netto e vendite, è rimasta elevata su livelli prossimi a quelli osservati nel 2010. Grazie in particolare al perdurare del commercio estero durante la prima metà del 2011, le vendite nette delle imprese hanno continuato ad aumentare, sebbene a un ritmo inferiore rispetto all'anno precedente. Quanto alle piccole imprese, le indagini della BCE sull'accesso al finanziamento delle piccole e medie imprese nell'area dell'euro hanno rilevato un quadro meno incoraggiante con condizioni di utili deboli fino al terzo trimestre del 2011, che potrebbe essere anche peggiorato ulteriormente nel quarto trimestre³.

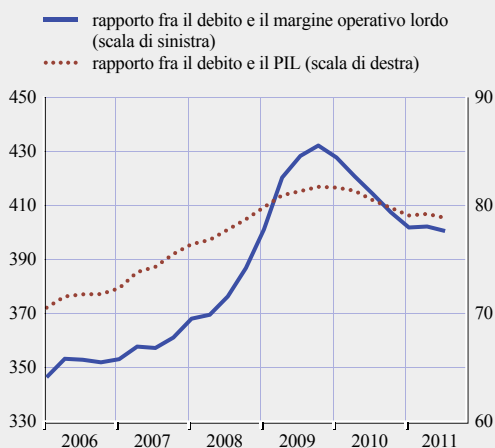
IL DEBITO DELLE IMPRESE SI È STABILIZZATO NEL 2011

Nel contesto di un rallentamento dell'attività economica e sulla base dei dati aggregati, gli utili societari hanno registrato un moderato calo nella prima metà del 2011 rispetto alla fine del 2010. Tuttavia, nello stesso periodo, una politica nel complesso prudente in materia di dividendi ha determinato la stabilizzazione del saggio di risparmio del settore delle società non finanziarie dell'area dell'euro su livelli piuttosto elevati. Di conseguenza, poiché gli investimenti fissi sono stati in gran parte finanziati con i consistenti fondi generati internamente, 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 rimasto su livelli contenuti nella prima metà del 2011. Nello stesso periodo, peraltro, la normalizzazione della domanda di prestiti da parte delle imprese ha comportato un ricorso lievemente maggiore al finanziamento esterno da parte del settore societario. Di conseguenza, la prima metà

3 Cfr., ad esempio, il rapporto intitolato *Survey on the access to finance of small and medium-sized enterprises in the euro area – April to September 2011*, BCE, dicembre 2011.

Figura 18 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 2011.

del 2011 ha segnato una pausa nella tendenza al ribasso del debito delle imprese osservata per tutto il 2010 (cfr. figura 18). Più specificatamente, nei primi tre trimestri, il rapporto tra debito e PIL e quello tra debito e margine operativo lordo sono rimasti sostanzialmente stabili, rispettivamente al 79 e al 400 per cento circa. Sebbene le imprese abbiano migliorato la loro posizione finanziaria e lo stato dei bilanci a partire dalla fine del 2009, gli indici di indebitamento rimangono elevati in termini storici. Di conseguenza il settore societario dell'area dell'euro è ancora vulnerabile a un aumento dei costi di finanziamento esterno o a una debole attività economica.

2.3 PREZZI E COSTI

Nel 2011 l'inflazione misurata sullo IAPC è salita al 2,7 per cento, dopo essersi collocata allo 0,3 e all'1,6 per cento rispettivamente nel 2009 e 2010. L'inflazione sui dodici mesi è rimasta nettamente al di sopra del 2 per cento dalla fine del 2010, sospinta principalmente dalla vigorosa dinamica dei prezzi di beni energetici e alimentari, a seguito degli aumenti delle quotazioni mondiali delle materie prime. In alcune economie dell'area dell'euro anche gli incrementi delle imposte indirette e dei prezzi amministrati hanno contribuito a innalzare l'inflazione al consumo.

Come mostrano gli andamenti dei prezzi alla produzione nell'industria e i dati ricavati dalle indagini, nella prima metà del 2011 le pressioni esterne sui prezzi sono state particolarmente consistenti, a causa dei rincari del greggio e

di altre materie prime. Tali spinte si sarebbero poi attenuate, soprattutto per effetto della moderazione dei corsi delle materie prime.

Nel 2011 il costo del lavoro è aumentato gradualmente, di riflesso al miglioramento delle condizioni sul mercato del lavoro nella prima metà dell'anno. La dinamica dei salari si è rafforzata sensibilmente, pur non raggiungendo il livello del 2008. A causa di un marcato rallentamento dell'attività dal secondo trimestre del 2011, la produttività del lavoro è cresciuta a un ritmo più contenuto rispetto al 2010. Di conseguenza, il costo unitario del lavoro è aumentato, dopo essere rimasto in territorio negativo per tutto il 2010.

Nel 2011, in un contesto caratterizzato dall'accelerazione dei prezzi, la percezione dell'inflazione al consumo e le aspettative a breve termine hanno continuato ad aumentare rispetto ai livelli molto bassi del 2009. Per contro, le aspettative d'inflazione a lungo termine desunte dalle indagini si sono mantenute molto stabili.

L'INFLAZIONE È RIMASTA NETTAMENTE AL DI SOPRA DEL 2 PER CENTO NEL 2011

Nel 2011 le quotazioni delle materie prime sono state una determinante fondamentale dell'inflazione nell'area dell'euro. I prezzi sono scesi in modo rilevante durante il rallentamento dell'economia mondiale seguito al fallimento di Lehman Brothers nel 2008, per poi tornare sui precedenti livelli massimi nei primi mesi del 2011. Il riquadro 6 mette a confronto i rincari delle materie prime nel 2011 e nel 2008 e il loro impatto sull'inflazione armonizzata nell'area dell'euro.

Riquadro 6

DINAMICA DEI PREZZI DELLE MATERIE PRIME E INFLAZIONE ARMONIZZATA NELL'AREA DELL'EURO: UN CONFRONTO TRA GLI AUMENTI NEL 2008 E NEL 2011

I corsi delle materie prime hanno influito in misura rilevante sull'inflazione dell'area dell'euro nel 2011. Il loro brusco ribasso durante il rallentamento dell'economia mondiale seguito al fallimento di Lehman Brothers è stato rapidamente riassorbito e nei primi mesi del 2011 le quotazioni di tali materie si sono collocate su livelli prossimi ai precedenti massimi. In questo contesto, il riquadro confronta gli aumenti dei prezzi delle materie prime nel 2011 e nel 2008 e considera gli effetti sull'inflazione armonizzata nell'area dell'euro.

I prezzi delle materie prime

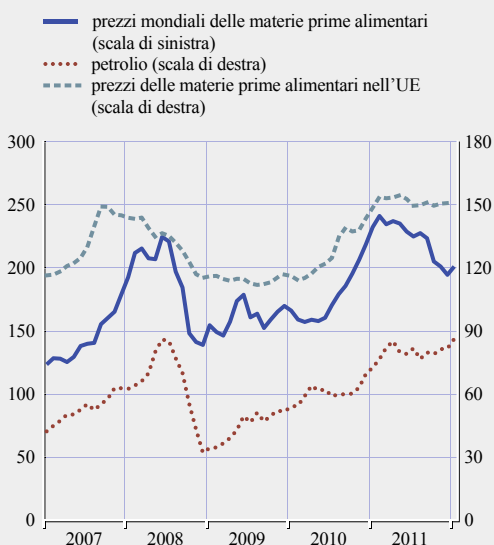
Le quotazioni delle materie prime con un impatto più diretto sull'inflazione al consumo sono quelle del petrolio e degli alimentari¹. I loro andamenti sono determinati in ampia misura dal ciclo economico mondiale e gli aumenti nel 2008 e 2011 hanno riflesso in particolare la forte domanda delle economie emergenti in rapida crescita. Nel contempo, i prezzi del greggio e delle materie prime alimentari hanno risentito di alcuni fattori che hanno influenzato in modo idiosincratico l'offerta, come le tensioni geopolitiche o le condizioni climatiche estreme nei paesi che producono tali materie. Una caratteristica comune ai due periodi in esame è il fatto che le turbative dal lato dell'offerta si sono verificate quando la domanda era già molto vigorosa. Le successive tensioni sul mercato del petrolio nel 2008 sono state ulteriormente acuite dai timori riguardo il livello relativamente basso delle scorte.

Nel caso dei prezzi petroliferi, l'aumento massimo registrato nel 2011 è stato inferiore a quello del 2008 se calcolato in dollari, ma all'incirca di pari livello se misurato in euro, a 85 euro il barile (cfr. figura A). Nel caso delle quotazioni in euro delle materie prime alimentari, l'aumento massimo raggiunto nel 2011 è stato più elevato di quello del 2008. In entrambi i periodi i prezzi sono stati sospinti dalla forte domanda delle economie emergenti verso beni alimentari a elevato contenuto proteico, come carne e prodotti caseari, e dei paesi industrializzati verso cereali e semi oleosi nel quadro della rapida diffusione delle coltivazioni di biocarburanti. Tuttavia, considerando che le condizioni dell'offerta mondiale hanno avuto un certo tempo per adattarsi,

1 I corsi delle materie prime industriali non influenzano direttamente i prezzi al consumo e quindi non sono trattati in questa sede.

Figura A Andamenti dei prezzi delle materie prime

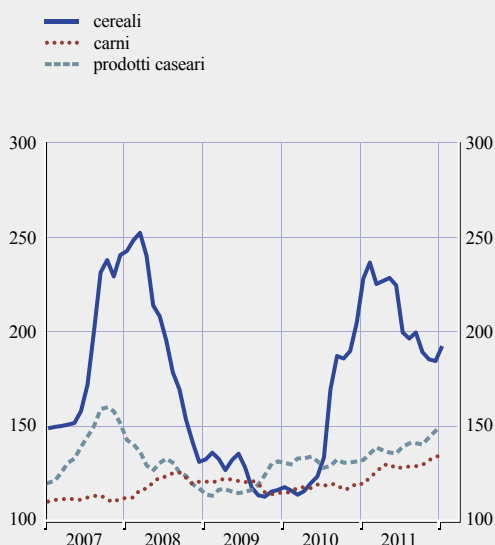
(indici dei prezzi degli alimentari: 2005 = 100; prezzi del petrolio in euro)



Fonti: Hamburg Institute of International Economics, Direzione generale Agricoltura e sviluppo rurale della Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Figura B Andamenti dei prezzi delle materie prime alimentari nell'UE

(indice: 2005 = 100)



Fonte: Direzione generale Agricoltura e sviluppo rurale della Commissione europea.

la forte domanda innescata da queste variazioni di abitudini alimentari e politiche energetiche potrebbe aver avuto effetti più contenuti nel 2011.

Nell'analizzare le quotazioni delle materie prime alimentari si deve considerare che, nell'Unione europea, la politica agricola comune svolge un ruolo fondamentale nella trasmissione degli shock sui prezzi degli alimentari. Anche i prezzi determinati nel contesto di tale politica hanno toccato nel 2011 un punto massimo più elevato rispetto a quello del 2008, benché la differenza sia stata meno marcata di quella osservata per i prezzi mondiali delle materie prime. È importante notare che l'indice aggregato dei prezzi delle materie prime alimentari nell'UE cela andamenti alquanto divergenti in alcune categorie (cfr. figura B). Ad esempio, nel 2011 i prezzi di cereali e prodotti caseari sono stati inferiori ai livelli registrati nel 2008, mentre a livello aggregato sono stati superiori. Inoltre, anche i rispettivi prezzi massimi sono stati raggiunti in periodi lievemente diversi. Ad esempio, i prezzi dei prodotti caseari hanno raggiunto il livello massimo già alla fine del 2007, mentre quelli della carne solo nei primi mesi del 2009. Tali differenze sono rilevanti perché le modalità di trasmissione dei prezzi dalle materie prime al consumo variano a seconda dei beni alimentari.

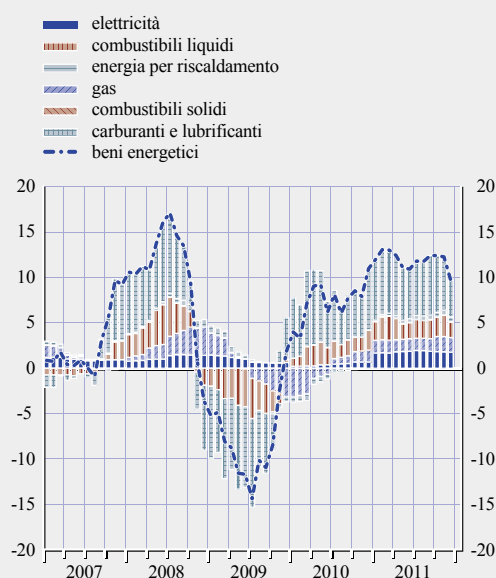
L'impatto sull'inflazione armonizzata

I rincari delle materie prime influiscono in modo particolarmente rilevante e immediato sull'inflazione armonizzata, esercitando un effetto diretto sui prezzi al consumo dei beni energetici e alimentari. Infatti, a queste due componenti è attribuibile circa il 60 per cento degli alti livelli di inflazione al consumo nell'area dell'euro nel periodo tra la metà del 2008 e l'inizio del 2011, quando i prezzi delle materie prime hanno raggiunto il massimo.

Nei primi mesi del 2011 l'inflazione dei beni energetici si è collocata intorno al 12 per cento, lievemente inferiore ai tassi osservati a metà del 2008 (cfr. figura C). Le variazioni dei corsi petroliferi hanno un effetto quasi immediato sui prezzi dei carburanti all'interno della componente energetica dello IAPC, in particolare su quelli per il trasporto di persone. I prezzi dei carburanti, anche in virtù del loro peso nell'indice, hanno contribuito in misura determinante al livello e all'andamento dell'inflazione dei beni energetici nei due periodi in esame. Le imposte hanno esercitato una più forte pressione al rialzo sul picco del 2011, che peraltro è stata compensata dal fatto che i margini di raffinazione si sono portati a meno della metà rispetto a quelli del 2008. I prezzi di gas ed elettricità non reagiscono immediatamente, ma tendono a rispondere alle variazioni dei corsi petroliferi con un ritardo di un paio di mesi. Le differenze tra i picchi di inflazione nel 2008 e 2011 sono riconducibili principalmente ai contributi relativi di queste due

Figura C Contributi all'inflazione dei prezzi dei beni energetici

(punti percentuali; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

componenti energetiche: nel 2008 il contributo più rilevante è stato esercitato dai prezzi del gas, mentre nel 2011 dai prezzi dell'elettricità. L'influenza più limitata dei prezzi del gas nel 2011 potrebbe dipendere dal graduale sviluppo negli ultimi anni dei mercati a pronti, che avrebbero attenuato l'impatto dei prezzi del gas indicizzati. Il contributo più elevato dei prezzi dell'elettricità nel 2011 sarebbe in ampia misura riconducibile ai rincari delle risorse rinnovabili e alle variazioni delle imposte.

A differenza dell'inflazione dei beni energetici, l'inflazione annuale della componente alimentare ha raggiunto nel 2011 livelli inferiori a quelli del 2008. Di fatto, l'inflazione degli alimentari, collocata su livelli intorno al 3 per cento, è stata circa la metà di quella del 2008 (cfr. figura D). Le variazioni dei prezzi delle materie prime alimentari e le condizioni dell'offerta a livello regionale esercitano un effetto diretto, quasi immediato, sui prezzi degli alimentari freschi. Il contributo

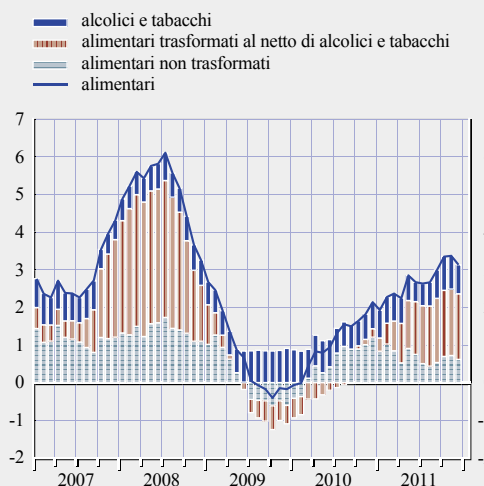
di tali prezzi all'inflazione complessiva dei generi alimentari è stato sostanzialmente identico nel 2011 e nel 2008, nonostante alcune differenze in determinate sottocomponenti, come carni e ortaggi. La differenza tra i picchi di inflazione degli alimentari nel 2011 e nel 2008 è in gran parte riconducibile ai prezzi degli alimentari trasformati (al netto di alcolici e tabacchi), su cui le quotazioni delle materie prime influiscono indirettamente attraverso i prezzi alla produzione.

Con riferimento ai prezzi degli alimentari trasformati, il loro contributo al picco di inflazione all'inizio del 2011 è stato solo la metà di quello registrato per il picco del 2008. In particolare, il contributo dei prodotti caseari e di pane e cereali è stato molto più elevato nel 2008, in linea con l'andamento dei prezzi delle corrispondenti materie prime nell'UE e con l'evidenza che gli effetti di trasmissione dei prodotti caseari sono sensibilmente più marcati rispetto a quelli di altri tipi di alimentari trasformati². Nel 2011 pertanto i contributi delle varie sottocomponenti all'inflazione degli alimentari trasformati sono stati piuttosto omogenei, considerando che la categoria che comprende caffè, tè e cacao e quella di oli e grassi hanno contribuito in misura quasi pari a quella dei prodotti caseari. Allo stesso tempo, è probabile che il limitato contributo dei prezzi degli alimentari trasformati all'inflazione complessiva dei generi alimentari nel 2011 rifletta la complessa situazione economica degli ultimi anni, che ha frenato gli effetti di trasmissione delle spinte sui prezzi delle materie prime.

In conclusione, il presente riquadro mostra che alle dinamiche simili dei prezzi delle materie prime petrolifere e alimentari nel 2008 e 2011 hanno corrisposto andamenti difforni delle relative componenti dell'inflazione armonizzata nell'area dell'euro. Da un lato, il picco dell'inflazione dei beni energetici nel 2011 è stato grosso modo proporzionale a quello del 2008 e all'andamento

Figura D Contributi all'inflazione dei prezzi degli alimentari

(punti percentuali; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

² Cfr. Ferrucci, G., Jiménez-Rodríguez, R. e Onorante, L. "Food price pass-through in the euro area: the role of asymmetries and non-linearities", *Working Paper Series*, n. 1168, BCE, aprile 2010.

dei corsi petroliferi in quegli anni. Dall'altro lato, l'inflazione della componente alimentare nel 2011 è stata più moderata rispetto al 2008, riflettendo il contenimento degli effetti di trasmissione dovuto a una diversa disaggregazione dei prezzi delle materie prime e un contesto che negli ultimi anni ha ostacolato la trasmissione. Nel complesso, tuttavia, l'andamento nel 2011 è in linea con l'idea che l'inflazione armonizzata nell'area dell'euro abbia un'elevata sensibilità alla dinamica dei prezzi delle materie prime e che gli effetti diretti sull'inflazione siano in larga misura inevitabili. Si rende necessario pertanto un adeguato processo di determinazione di salari e prezzi per evitare che si concretizzino effetti di secondo impatto e conseguenze significative sull'inflazione nel medio periodo.

Trainata dalle elevate quotazioni del greggio, la dinamica della componente energetica dello IAPC, che costituisce il 10,4 per cento dell'indice complessivo, è rimasta a doppia cifra, collocandosi all'11,9 per cento sui dodici mesi nella media del 2011. Questo andamento ha influito maggiormente sui prezzi delle voci direttamente connesse alle quotazioni del greggio, quali i combustibili liquidi, e i carburanti e i lubrificanti per il trasporto privato. Inoltre, si è osservato un forte aumento dei prezzi di elettricità, gas e combustibili per riscaldamento.

Di riflesso all'andamento delle quotazioni internazionali delle materie prime alimentari, i prezzi dei beni alimentari nello IAPC sono aumentati ulteriormente, in particolare quelli degli alimentari trasformati, cresciuti costantemente in tutto il 2011. La variazione tendenziale dei prezzi degli alimentari trasformati si è collocata

al 3,3 per cento, un tasso nettamente superiore rispetto allo 0,9 del 2010 e all'1,1 del 2009. Per contro, nel 2011 i prezzi degli alimentari freschi hanno seguito un andamento discendente, pur con una certa volatilità su base mensile. In termini di media annua, anche i prezzi degli alimentari freschi sono aumentati, seppur a un ritmo inferiore rispetto a quelli degli alimentari trasformati (1,8 per cento nel 2011, rispetto all'1,3 nel 2010 e allo 0,2 nel 2009).

Al netto delle componenti energetica e alimentare, l'inflazione misurata sullo IAPC è aumentata nel 2011 rispetto al 2010, a causa di una serie di fattori esterni e interni. L'inflazione dei beni industriali non energetici ha mantenuto una tendenza al rialzo, riflettendo sia una parziale trasmissione di passati deprezzamenti del tasso di cambio sia i rincari delle materie prime, oltre agli aumenti delle imposte indirette. Inoltre, la

Tavola I Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

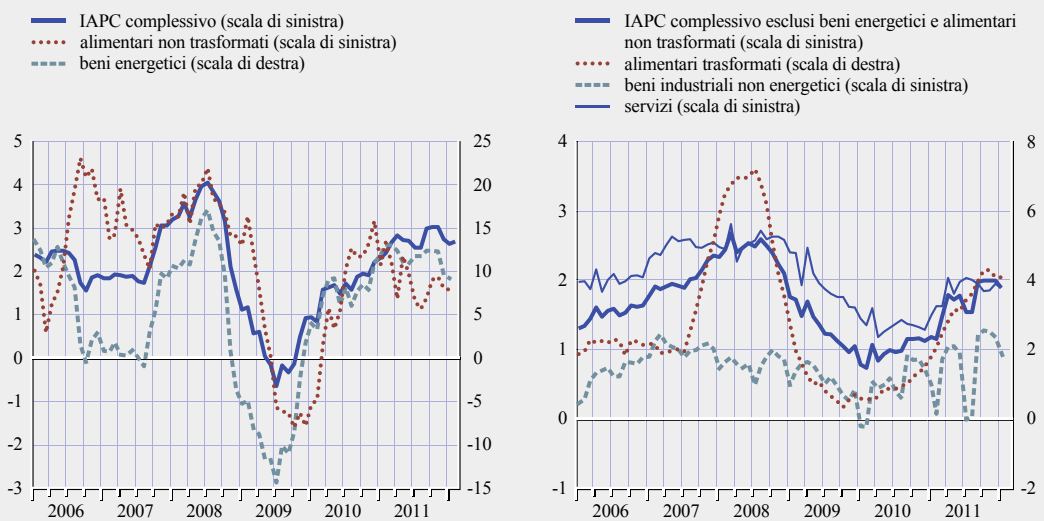
	2009	2010	2011	2010 4°trim.	2011 1°trim.	2011 2°trim.	2011 3°trim.	2011 4°trim.	2012 gen.	2012 feb.
IAPC e sue componenti										
Indice complessivo ¹⁾	0,3	1,6	2,7	2,0	2,5	2,8	2,7	2,9	2,6	2,7
Beni energetici	-8,1	7,4	11,9	9,2	12,7	11,5	12,0	11,5	9,2	.
Alimentari non trasformati	0,2	1,3	1,8	2,7	2,3	1,9	1,3	1,8	1,6	.
Alimentari trasformati	1,1	0,9	3,3	1,3	2,1	3,0	3,7	4,2	4,1	.
Beni industriali non energetici	0,6	0,5	0,8	0,8	0,5	1,0	0,4	1,2	0,9	.
Servizi	2,0	1,4	1,8	1,3	1,6	1,9	2,0	1,9	1,9	.
Altri indicatori di prezzi e costi										
Prezzi alla produzione nell'industria	-5,1	2,9	5,9	4,8	6,5	6,3	5,9	5,1	3,7	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	44,6	60,7	79,7	64,4	77,3	81,3	79,3	80,7	86,2	89,7
Materie prime non energetiche	-18,5	44,6	12,2	48,6	42,9	11,6	3,8	-2,5	-4,6	.

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

1) L'inflazione armonizzata di febbraio 2012 si riferisce alla stima rapida dell'Eurostat.

Figura 19 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

variazione tendenziale di questa componente è stata alquanto volatile a causa del nuovo regolamento sul trattamento dei prodotti stagionali nello IAPC, che ha influito in particolare sulla sottocomponente dei beni semidurevoli (materiali per abbigliamento, tessuti, libri, ecc.).

In linea con la crescita salariale, l'inflazione nei servizi è aumentata notevolmente nella prima metà del 2011, per poi stabilizzarsi intorno al 2 per cento verso la fine dell'anno. Tale andamento ha caratterizzato tutte le principali sottocomponenti dei servizi, ad eccezione dei servizi di comunicazione.

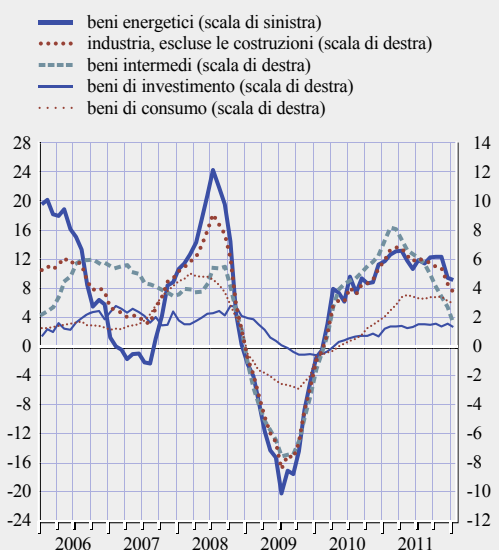
L'INFLAZIONE ALLA PRODUZIONE È DIMINUITA NEL 2011

Le pressioni inflazionistiche lungo la filiera produttiva sono aumentate costantemente dal livello minimo nell'estate del 2009 fino alla metà del 2011, soprattutto a seguito della crescita della domanda mondiale di materie prime. Di conseguenza, l'inflazione alla produzione nell'industria è salita tra la fine del 2010 e la prima metà del 2011, per poi scendere, principalmente a causa delle oscillazioni dei prezzi delle materie prime. In media, i prezzi alla produzione

nell'industria (al netto delle costruzioni) nell'area dell'euro hanno registrato un incremento del 5,9 per cento nel 2011, rispetto al 2,9 nel 2010 e a una flessione del 5,1 nel 2009 (cfr. figura 20).

Figura 20 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

Tavola 2 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2009	2010	2011	2010 4° trim.	2011 1° trim.	2011 2° trim.	2011 3° trim.	2011 4° trim.
Retribuzioni contrattuali	2,6	1,7	2,0	1,6	2,0	1,9	2,1	2,0
Costo orario complessivo del lavoro	2,7	1,6	.	1,7	2,5	3,2	2,7	.
Redditi per occupato	1,4	1,6	.	1,6	2,4	2,5	2,4	.
<i>Per memoria:</i>								
Produttività del lavoro	-2,5	2,4	.	1,9	2,2	1,3	1,0	.
Costo del lavoro per unità di prodotto	4,0	0,8	.	-0,3	0,2	1,2	1,3	.

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

L'inflazione alla produzione dei beni energetici è salita all'11,9 per cento, a fronte del 6,4 nel 2010 e di un calo dell'11,8 nel 2009.

Anche la dinamica inflativa nell'industria, al netto delle costruzioni e dell'energia, è aumentata rispetto agli anni precedenti (3,8 per cento nel 2011, a fronte dell'1,6 nel 2010 e della flessione del 2,9 nel 2009). L'allentamento delle pressioni sui prezzi nella seconda metà dell'anno è stato più visibile ai primi stadi della catena dei prezzi (nei prezzi alla produzione dei beni intermedi) che a quelli successivi (nei prezzi alla produzione dei beni di consumo).

GLI INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO SONO AUMENTATI GRADUALMENTE NEL 2011

Di riflesso al miglioramento delle condizioni sul mercato del lavoro nella prima metà dell'anno, il costo del lavoro è aumentato gradualmente nel corso del 2011. La dinamica delle retribuzioni contrattuali è salita costantemente nel 2011, collocandosi al 2,0 per cento in media d'anno, rispetto all'1,7 nel 2010 (cfr. tavola 2). Il graduale incremento di tale indicatore, che coglie la principale componente dei salari concordati anticipatamente attraverso i contratti collettivi, riflette probabilmente una reazione ritardata degli accordi contrattuali al miglioramento delle condizioni sul mercato del lavoro, che ha rafforzato il potere di contrattazione dei lavoratori. Anche il rialzo dell'inflazione dalla fine del 2010 potrebbe aver svolto un ruolo.

Nel 2011 l'inflazione tendenziale del costo orario del lavoro è aumentata, a differenza di quanto accaduto nel 2010. Nei primi tre trimestri del 2011

il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei redditi per addetto si è collocato intorno al 2,4 per cento, nettamente più elevato rispetto all'1,6 per cento registrato nella media del 2010. La crescita della produttività del lavoro per addetto è stata sensibilmente inferiore a quella dei redditi per occupato, di conseguenza il costo del lavoro per unità di prodotto è aumentato marcatamente.

L'INFLAZIONE DEI PREZZI DEGLI IMMOBILI RESIDENZIALI È CALATA

Nel terzo trimestre del 2011 i prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro, non inclusi nello IAPC, sono aumentati dell'1,0 per cento sul periodo corrispondente (rispetto

Figura 21 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 2011 includono il terzo trimestre.

all'1,1 per cento nella media del 2010). Il tasso di variazione tuttavia è rimasto ben al di sotto della media del 4,5 per cento osservata tra il 1999 e il 2010 (cfr. figura 21). Nel terzo trimestre del 2011 l'indice dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro è stato inferiore dell'1,1 per cento al picco raggiunto nel secondo trimestre del 2008.

ANDAMENTI DELLE ASPETTATIVE DI INFLAZIONE

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

2.4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

DINAMICA DI CRESCITA CALANTE NEL CORSO DEL 2011

Dopo la ripresa nel 2010, la dinamica in termini reali del prodotto ha rallentato nel 2011. La crescita annuale del PIL in termini reali si è collocata all'1,5 per cento, rispetto all'1,9 del 2010 (cfr. tavola 3). Il profilo dell'espansione del PIL nel 2011 è stato in larga misura influenzato da investimenti ed esportazioni. Sebbene l'indebolimento della fase ciclica nella seconda metà del 2011 sia stato generalizzato a tutte le componenti di spesa, gli investimenti e le esportazioni hanno esercitato il maggiore impatto sul profilo della crescita, avendo registrato i rallentamenti di maggiore entità.

Il PIL in termini reali dell'area dell'euro è cresciuto in termini congiunturali dello 0,8 per cento nel primo trimestre del 2011, a fronte dello

Tavola 3 Crescita del PIL in termini reali e sue componenti

(variazioni percentuali; dati destagionalizzati salvo diversa indicazione)

	Tassi sul periodo corrispondente ¹⁾									Tassi trimestrali ²⁾				
	2009	2010	2011	2010	2011	2011	2011	2011	2011	2010	2011	2011	2011	2011
				4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.		4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.
PIL in termini reali	-4,3	1,9	1,5	2,0	2,4	1,6	1,3	0,7		0,3	0,8	0,2	0,1	-0,3
<i>di cui:</i>														
Domanda interna ³⁾	-3,7	1,1	.	1,5	1,6	0,7	0,4	.		0,2	0,5	-0,2	-0,1	.
Consumi delle famiglie	-1,2	0,9	.	1,1	0,9	0,2	0,0	.		0,3	0,0	-0,5	0,2	.
Consumi collettivi	2,5	0,6	.	-0,1	0,5	0,1	0,0	.		0,0	0,2	-0,1	-0,1	.
Investimenti fissi lordi	-12,0	-0,6	.	1,3	3,6	1,6	1,3	.		-0,4	1,8	-0,1	-0,1	.
Variazioni delle scorte ^{3) 4)}	-0,9	0,5	.	0,7	0,3	0,3	0,1	.		0,1	0,0	0,2	-0,1	.
Esportazioni nette ³⁾	-0,6	0,8	.	0,5	0,8	0,9	0,9	.		0,1	0,3	0,3	0,2	.
Esportazioni ⁵⁾	-12,8	11,5	.	12,0	10,4	6,8	5,8	.		1,5	1,8	1,2	1,2	.
Importazioni ⁵⁾	-11,7	9,7	.	11,2	8,5	4,6	3,7	.		1,3	1,1	0,5	0,8	.
Valore aggiunto lordo in termini reali														
<i>di cui:</i>														
Industria escluse														
le costruzioni	-13,3	6,6	.	6,7	5,7	4,2	3,5	.		1,3	1,2	0,6	0,3	.
Costruzioni	-6,8	-4,4	.	-2,9	0,7	-0,8	-0,6	.		-1,2	1,4	-0,2	-0,5	.
Servizi	-1,6	1,4	.	1,3	1,5	1,3	1,0	.		0,2	0,5	0,2	0,1	.

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati annuali sono calcolati su dati non destagionalizzati. La seconda stima dei dati di contabilità nazionale diffusa dall'Eurostat per il quarto trimestre 2011 (che include la scomposizione della spesa) è stata rilasciata dopo la data limite di aggiornamento dei dati (2 marzo 2012).

1) Variazioni percentuali sul periodo corrispondente.

2) Variazioni percentuali sul trimestre precedente.

3) Contributo alla crescita del PIL in punti percentuali.

4) Includo 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.

0,3 per cento dello scorcio del 2010. La crescita del primo trimestre è stata tuttavia influenzata da alcuni fattori straordinari e, di conseguenza, un pronunciato rallentamento del ritmo della ripresa era atteso per il secondo trimestre, quando il PIL è cresciuto dello 0,2 per cento sul periodo precedente. Sebbene nel corso del terzo trimestre il prodotto abbia continuato a crescere (0,1 per cento), si ravvisavano già segnali che i rischi al ribasso identificati in precedenza si stavano concretizzando. Tali rischi si sono riflessi nel deterioramento dei risultati delle indagini presso le imprese e i consumatori, e hanno incluso il rallentamento del ritmo della domanda globale, nonché gli effetti sfavorevoli sulle condizioni finanziarie complessive derivanti dalle tensioni in atto nei mercati del debito sovrano dell'area dell'euro. La stima preliminare dell'Eurostat per il quarto trimestre colloca la crescita sul periodo precedente a -0,3 per cento. Non è ancora disponibile una scomposizione, ma le informazioni disponibili segnalano deboli andamenti dell'attività industriale (comprese le costruzioni), mentre il settore dei servizi sembra aver avuto una tenuta leggermente migliore.

Nel 2011 la crescita dei consumi privati è stata inferiore al 2010, quando era aumentata dello 0,9 per cento. Tale rallentamento sembra riflettere una crescita più contenuta della spesa per consumi in beni al dettaglio e, in misura minore, in servizi. I dati sulle immatricolazioni di nuove autovetture indicano che gli acquisti di automobili nel 2011 sono calati, anche se non marcatamente come nell'anno precedente. La debolezza dei consumi è in linea con l'erosione del reddito reale causata dall'aumento dell'inflazione. Per contro, nel corso del 2011 l'occupazione è cresciuta, fornendo un lieve sostegno ai redditi. La moderata crescita dei redditi nel 2011 avrebbe contribuito all'ulteriore flessione del tasso di risparmio, in quanto le famiglie hanno dovuto attingere ai propri risparmi. L'indice del clima di fiducia dei consumatori, che fornisce un'indicazione piuttosto affidabile sulle linee di tendenza dell'andamento dei consumi, è calato nettamente nella seconda metà del

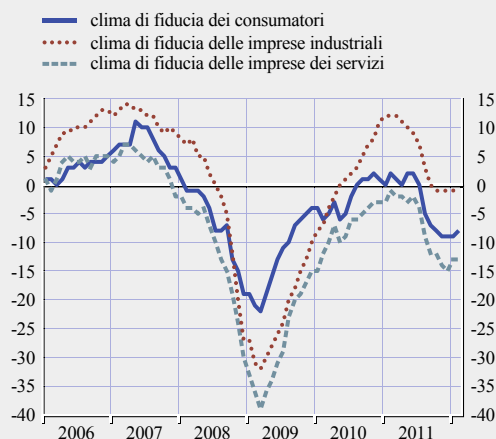
2011 dopo un periodo di stabilità nel primo semestre dell'anno. In dicembre si è collocato sullo stesso livello dell'autunno del 2009 (cfr. figura 22).

La crescita degli investimenti fissi lordi è stata relativamente vigorosa nel 2011 e pertanto molto più elevata che nel 2010, quando l'accumulazione si era contratta dello 0,6 per cento. Tuttavia, gran parte di tale forza è attribuibile a un'espansione molto sostenuta nel primo trimestre, ascrivibile alla vivace attività di investimento in costruzioni, in particolare nel comparto degli immobili residenziali. Questa, a sua volta, è da ricondurre al rimbalzo che ha seguito la debolezza causata dalle condizioni meteorologiche insolitamente rigide alla fine del 2010 in varie regioni dell'area dell'euro. Nel corso del 2011 la crescita degli investimenti ha rallentato sia nelle costruzioni sia negli altri settori.

Nel 2011 la crescita sui dodici mesi dei consumi pubblici è stata, con ogni probabilità, appena positiva, e pertanto inferiore al 2010, quando era cresciuta dello 0,6 per cento. Se confermato,

Figura 22 Indicatori del clima di fiducia

(saldi percentuali; dati destagionalizzati)



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

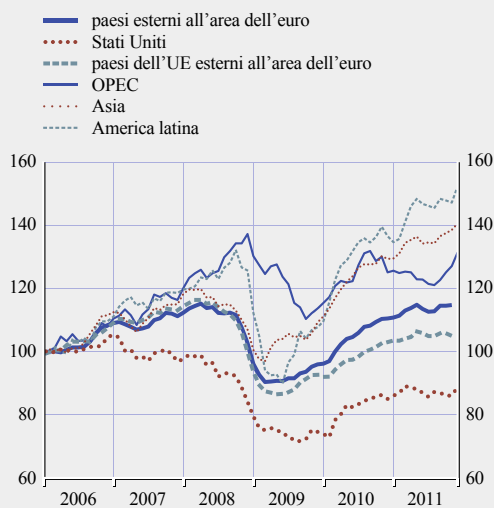
si tratterebbe del minore tasso annuale dal 1996. La bassa crescita riflette le nuove misure di risanamento delle finanze pubbliche adottate in diversi paesi. Tali iniziative si concentrano in particolare nel contenimento delle retribuzioni dei dipendenti pubblici, che contribuiscono per circa la metà alla spesa pubblica. Altre componenti dei consumi pubblici, tra cui la spesa per consumi intermedi, sono altresì cresciute solo moderatamente a fronte delle esigenze di risanamento.

L'apporto alla crescita fornito dalle scorte è stato probabilmente limitato nel 2011. Ciò rappresenterebbe un rallentamento del tasso di accumulazione delle giacenze di magazzino rispetto al 2010, quando queste hanno contribuito 0,5 punti percentuali all'espansione del PIL. In linea con il calo della crescita e il deterioramento delle prospettive dell'attività economica, il contributo delle scorte alla dinamica del prodotto è diventato negativo in termini congiunturali nel terzo trimestre del 2011.

L'interscambio commerciale dell'area dell'euro ha continuato a riprendersi nel 2011 fino al terzo trimestre. Tuttavia, il ritmo dell'espansione è stato significativamente inferiore ai tassi di crescita a doppia cifra registrati nello stesso periodo dell'anno precedente. In termini reali le esportazioni di beni e servizi sono aumentate del 5,8 per cento nel 2011 fino al terzo trimestre, mentre le importazioni sono salite del 3,7 per cento. Per l'intero periodo le esportazioni hanno regolarmente sopravanzato le importazioni su base trimestrale. Di conseguenza, i contributi alla crescita trimestrale del PIL delle esportazioni nette sono stati positivi in ogni trimestre, supportando pertanto la ripresa dell'area dell'euro. Nel complesso, nel 2011 fino al terzo trimestre le dinamiche del commercio hanno sostanzialmente rispecchiato un'espansione disomogenea dell'economia globale. La crescita dell'interscambio nell'area dell'euro e delle importazioni da paesi all'esterno dell'area è stata piuttosto moderata poiché la persistente crisi del debito sovrano ha pesato sulla domanda interna. Le esportazioni verso l'esterno dell'area

Figura 23 Volumi delle esportazioni dell'area dell'euro verso alcuni partner commerciali

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



Fonte: BCE.

Nota: l'ultima rilevazione si riferisce a dicembre 2011, tranne che per i paesi esterni all'area dell'euro e per quelli dell'UE non aderenti all'area (novembre 2011).

sono state sostenute, in particolare verso l'Asia e l'America latina (cfr. figura 23), mentre le esportazioni verso le economie più avanzate – inclusi Stati Uniti e Regno Unito – sono cresciute lentamente. Nel 2011 fino al terzo trimestre l'incremento dei volumi di esportazioni di beni verso l'esterno dell'area è stato generalizzato a tutte le principali categorie di prodotto. Per contro, il moderato aumento delle importazioni in volume è stato in larga parte riconducibile ai beni intermedi (che sono anche utilizzati come *input* per i prodotti esportati), mentre le importazioni di beni di consumo sono calate, a causa dei deboli consumi privati nell'area dell'euro. Il conto corrente dell'area dell'euro è rimasto nel complesso prossimo al pareggio nel 2011.

LA PRODUZIONE INDUSTRIALE È CRESCIUTA ULTERIORMENTE PRIMA DI INIZIARE A CALARE

A livello settoriale, il maggiore incremento del prodotto nel 2011 è stato nell'industria. Il valore aggiunto in tale settore (al netto delle costruzioni) è cresciuto su base annuale del 4,5 per cento in media nei primi tre trimestri

dell'anno, a fronte di un incremento del 6,6 nel 2010. Tuttavia, la dinamica della crescita si è indebolita nel corso dell'anno, in linea con il rallentamento del PIL. Ciò è anche confermato dal tasso di variazione sul periodo corrispondente del dato mensile della produzione industriale (al netto delle costruzioni), che è diminuito a quasi il -1,6 per cento in dicembre, da oltre il 7 per cento di gennaio.

Tra le componenti della produzione industriale (al netto delle costruzioni), i beni intermedi e di investimento hanno registrato i maggiori incrementi nel 2011, mentre la produzione dei beni di consumo è stata più moderata (cfr. figura 24). Nello stesso periodo, la produzione di beni energetici si è contratta nettamente.

Nello stesso anno, la produzione nel settore delle costruzioni si è ridotta ulteriormente dopo un periodo di protratto rallentamento. In seguito alla contrazione del 4,4 per cento nel 2010, il valore aggiunto nel comparto delle costruzioni è calato in media dello 0,2 per cento sul periodo

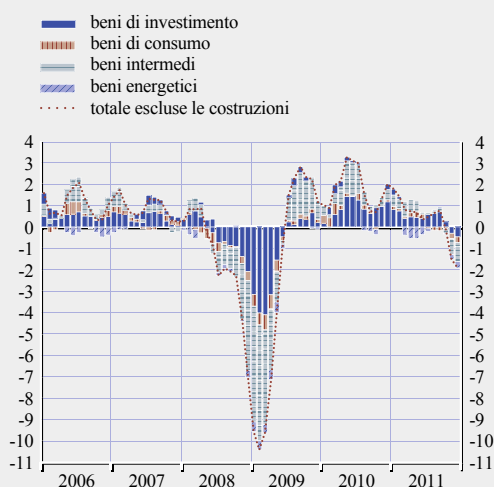
corrispondente nei primi tre trimestri del 2011. La crescita sul periodo corrispondente del valore aggiunto nei servizi ha registrato una media dell'1,3 per cento nello stesso periodo, rimanendo sostanzialmente invariata rispetto al dato annuale del 2010.

I MIGLIORAMENTI DEL MERCATO DEL LAVORO SI SONO ARRESTATI

L'occupazione, che ha iniziato a riprendersi alla fine del 2010, ha registrato una crescita positiva sul trimestre precedente, nella prima metà del 2011. Tuttavia, nel terzo trimestre la crescita dell'occupazione è diventata negativa ed è calata dello 0,1 per cento (cfr. figura 25). I risultati delle indagini indicano una crescita più lenta nel quarto trimestre del 2011. In termini settoriali, l'incremento annuale più marcato si è registrato nei servizi. L'occupazione nell'industria (al netto delle costruzioni) è aumentata in minor misura. Nel 2011 le ore totali lavorate sono cresciute più del numero degli occupati, in particolare all'inizio dell'anno. Tale dinamica andrebbe considerata come una naturale inversione degli andamenti osservati durante la

Figura 24 Crescita della produzione industriale e relativi contributi

(tasso di crescita e contributi alla variazione percentuale; dati mensili destagionalizzati)



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

Figura 25 Andamenti del mercato del lavoro

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



Fonte: Eurostat.

recessione, in quanto all'epoca un'ampia parte della correzione dell'*input* totale di lavoro è avvenuta tramite una riduzione delle ore lavorate per addetto, piuttosto che mediante interventi sul numero di occupati. Il riquadro 7 confronta l'andamento del mercato del lavoro nell'area dell'euro dall'inizio della crisi finanziaria con quello negli Stati Uniti.

Riquadro 7

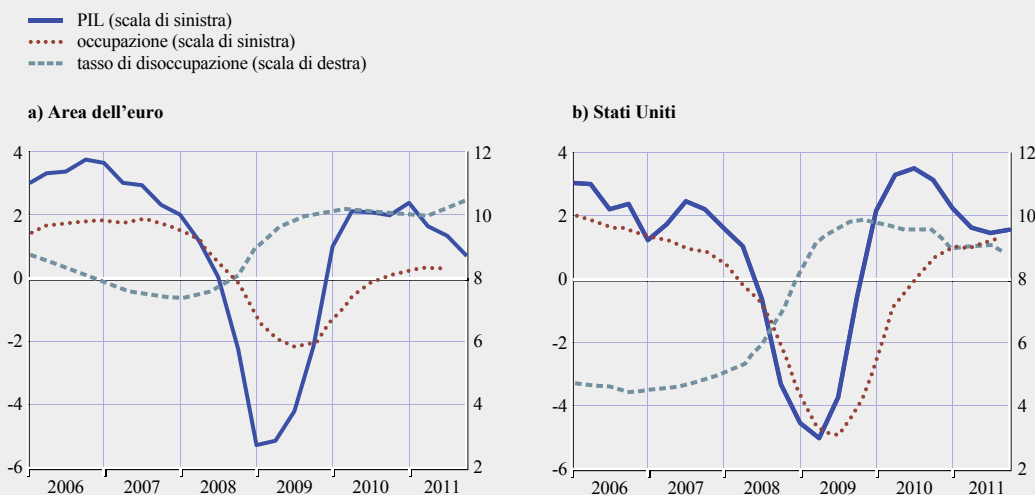
AGGIUSTAMENTI DELL'OCCUPAZIONE NELL'AREA DELL'EURO E NEGLI STATI UNITI DALLA CRISI

L'avvio della crisi finanziaria – e la conseguente contrazione dell'attività economica – hanno avuto un forte impatto sul mercato del lavoro nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, dando luogo a una brusca contrazione dell'occupazione e a un considerevole aumento della disoccupazione (cfr. figura A). Sebbene i dati recenti mostrino che il calo complessivo dell'attività è stato abbastanza simile in entrambe le economie, con flessioni del PIL in termini reali dal punto massimo a quello minimo attorno al 5 per cento, la correzione del mercato del lavoro appare essere stata leggermente più brusca e ampia negli Stati Uniti rispetto all'area dell'euro¹. Ciò è, in certa misura, riconducibile alla maggiore concentrazione del calo di attività in settori ad alta intensità di lavoro (quali costruzioni e finanza) negli Stati Uniti e a un più intenso ricorso alle politiche di mantenimento dei livelli occupazionali nell'area dell'euro. Questo riquadro si incentra sull'aggiustamento dell'*input* di lavoro nell'area dell'euro e negli Stati Uniti dall'inizio della crisi ed evidenzia le principali differenze nel processo di aggiustamento.

¹ Per informazioni sulle differenze metodologiche rilevanti nella compilazione dei dati sull'occupazione nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, cfr. l'articolo *Comparabilità delle statistiche per l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Giappone* nel numero di aprile 2005 del Bollettino mensile della BCE.

Figura A Andamenti del PIL, dell'occupazione e della disoccupazione nell'area dell'euro e negli Stati Uniti nel 2006-2011

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; tasso di disoccupazione in percentuale delle forze di lavoro civili)



Fonti: Eurostat, US Bureau of Economic Analysis e US Bureau of Labor Statistics ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime rilevazioni si riferiscono al 4° trimestre 2011, eccetto quelle per l'occupazione nell'area dell'euro (3° trimestre 2011).

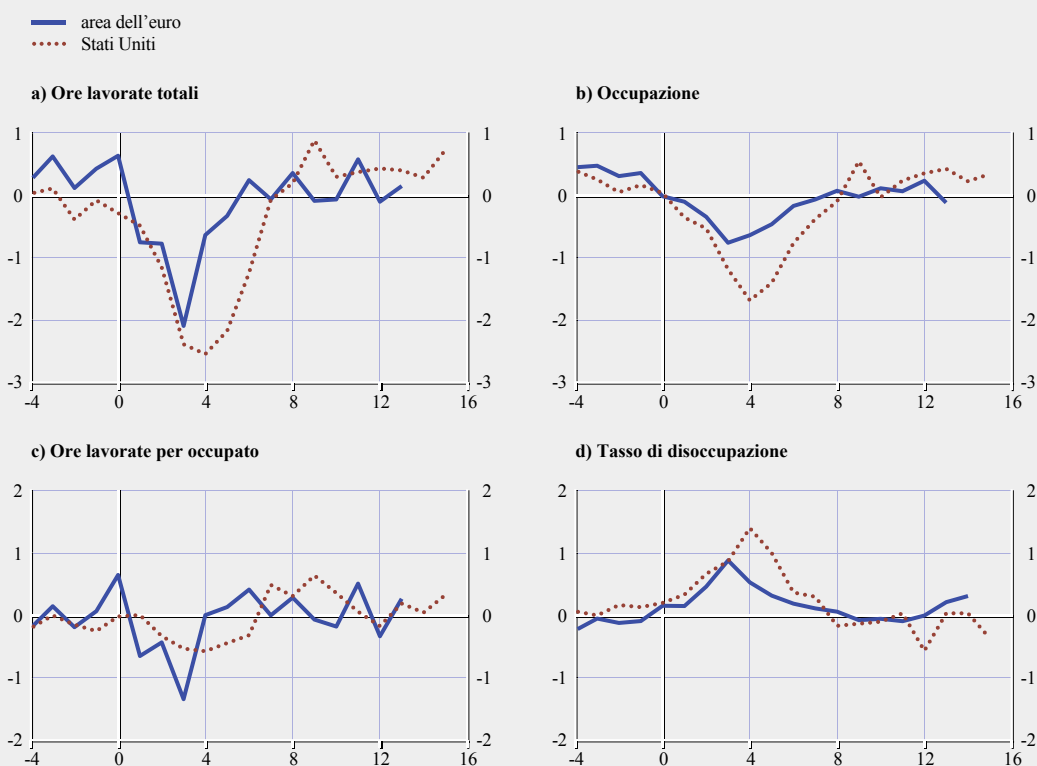
Dinamiche del mercato del lavoro dalla crisi

La figura B sincronizza le correzioni cicliche osservate nelle due economie in relazione alla prima contrazione del PIL sul trimestre precedente nel 2008, al fine di evidenziare le differenze nei profili e nei meccanismi di aggiustamento messi in atto nelle due economie.

L'inizio della recessione (punto "0" in ciascun grafico della figura B) ha visto un calo molto pronunciato delle ore totali lavorate in entrambe le economie, poiché le imprese hanno modificato gli *input* di lavoro alla luce del calo degli ordini e della domanda. Negli Stati Uniti, il rallentamento dell'attività ha innescato un rapido aggiustamento dell'occupazione e, di conseguenza, un incremento del tasso di disoccupazione, con un processo che è continuato fino a inizio 2010. Nell'area dell'euro, per contro, il pieno impatto sull'occupazione e sulla disoccupazione della pronunciata contrazione del PIL è stato attutito in certa misura da un ricorso piuttosto consistente alla riduzione delle ore lavorate per occupato. Sebbene la più stringente legislazione a tutela dell'occupazione nell'area dell'euro abbia probabilmente svolto un ruolo nell'attenuare leggermente l'aggiustamento del mercato del lavoro, parte della minore correzione

Figura B Andamenti dell'occupazione, delle ore lavorate e della disoccupazione nell'area dell'euro e negli Stati Uniti a confronto

(variazioni percentuali sul trimestre precedente; variazioni sul trimestre precedente in punti percentuali del tasso di disoccupazione delle forze di lavoro civili)



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

Note: il valore 0 sull'asse delle ascisse rappresenta il primo trimestre di contrazione del PIL in ciascuna economia (1° trimestre 2008 per gli Stati Uniti e 2° trimestre 2008 per l'area dell'euro). Le ultime rilevazioni si riferiscono tutte al 4° trimestre 2011, eccetto quelle per le serie sull'occupazione e le ore lavorate nell'area dell'euro, che terminano nel 3° trimestre 2011.

dei livelli occupazionali è indubbiamente dovuta anche ai programmi di riduzione dell'orario di lavoro (spesso integrati con fondi pubblici) che sono stati diffusamente adottati in molti paesi (in particolare Belgio, Germania e Italia).

Nel corso della recessione il numero degli occupati è diminuito di circa 3,8 milioni (ossia del 2,6 per cento) nell'area dell'euro, mentre negli Stati Uniti sono stati persi più di 8 milioni di posti di lavoro (circa il 6 per cento). La diversa risposta dell'occupazione e delle ore lavorate nelle due economie ha determinato un aumento di gran lunga inferiore dei disoccupati registrati nell'area dell'euro, sebbene da un livello iniziale nettamente più elevato e malgrado dinamiche di offerta di lavoro piuttosto diverse². In particolare, nel corso della crisi, nell'area dell'euro il tasso di disoccupazione è aumentato da poco meno del 7,4 per cento nel primo trimestre del 2008 al 10,2 per cento nel secondo trimestre del 2010. Negli Stati Uniti, intanto, il tasso di disoccupazione è salito dal 4,4 per cento alla vigilia della crisi a un massimo del 10 per cento nell'ultimo trimestre del 2009.

Il mercato del lavoro ha recuperato slancio un po' più rapidamente nell'area dell'euro che negli Stati Uniti

Malgrado il più modesto aggiustamento osservato nel corso della crisi, il mercato del lavoro dell'area dell'euro sembra aver risposto più rapidamente alla ripresa dell'attività rispetto a quello statunitense. Sia le ore lavorate (in particolare le ore per occupato) sia l'occupazione sono ritornate a una crescita positiva con una velocità in certa misura maggiore rispetto agli Stati Uniti, nonostante la ripresa statunitense dell'attività sia stata più rapida. In parte, ciò può riflettere una contrazione leggermente più protratta negli Stati Uniti rispetto all'area dell'euro, in quanto la recessione è durata un trimestre in più. Tuttavia, riflette anche l'utilizzo lievemente più intensivo, dopo la ripresa dell'attività negli Stati Uniti, delle forze di lavoro già presenti, che ha determinato un netto incremento della produttività del lavoro statunitense nel periodo successivo alla recessione³.

Fino a metà 2011 le condizioni del mercato del lavoro hanno mostrato segni di miglioramento in entrambe le economie, le ore lavorate e l'occupazione hanno iniziato a crescere, seppur gradualmente, e la disoccupazione è diminuita lievemente. Nel complesso, l'occupazione nell'area dell'euro è aumentata di circa 900.000 unità (ossia dello 0,6 per cento) rispetto al minimo, mentre negli Stati Uniti sono stati creati circa 2 milioni di posti di lavoro (1,5 per cento). In certa misura, la minore creazione di posti di lavoro registrata nell'area dell'euro nel periodo successivo alla crisi è una conseguenza naturale del maggior mantenimento dei livelli occupazionali osservato nel corso della recessione. Di conseguenza, nell'area dell'euro il tasso di disoccupazione è rimasto elevato dopo la recessione, salendo al 10,4 per cento nel quarto trimestre del 2011. Negli Stati Uniti, per contro, il tasso di disoccupazione è diminuito di quasi 1 punto percentuale all'8,7 per cento nello stesso trimestre.

2 Nell'area dell'euro, la crescita delle forze di lavoro ha in larga parte ristagnato dall'inizio della recessione. Ciò è attribuibile in misura pressoché uguale a un rallentamento della crescita sia della popolazione, sia della partecipazione. Negli Stati Uniti, per contro, le forze di lavoro si sono contratte di circa lo 0,5 per cento, in gran parte a causa di una forte diminuzione del tasso di partecipazione, mentre la crescita della popolazione si è attenuata solo leggermente.

3 Cfr. il riquadro *Confronto tra gli andamenti recenti della produttività a livello settoriale nell'area dell'euro e negli Stati Uniti* nel numero di dicembre 2011 del Bollettino mensile della BCE.

Crescente disoccupazione a lungo termine su entrambe le sponde dell'Atlantico

L'allungamento della durata della disoccupazione dall'inizio della crisi è un fenomeno comune a entrambe le sponde dell'Atlantico. Periodi di disoccupazione più lunghi possono determinare un forte deterioramento sia del capitale umano sia dell'attaccamento al mercato del lavoro, che a sua volta può provocare conseguenze dannose per il potenziale di crescita a lungo termine di un'economia. In genere, la quota della disoccupazione a lungo termine è nettamente minore negli Stati Uniti rispetto all'area dell'euro, con percentuali massime di coloro che restano disoccupati per oltre sei mesi pari al 25 per cento circa nel periodo successivo alla recessione negli Stati Uniti, rispetto a circa il 65 per cento del totale nell'area dell'euro. Tuttavia, nell'ultima recessione tale percentuale è aumentata considerevolmente negli Stati Uniti ed è rimasta oltre il 40 per cento dall'inizio del 2010, seppur tuttora inferiore di 20 punti percentuali rispetto all'area dell'euro. In parte, questo aumento è indubbiamente dovuto alla severità della recessione e alla mancanza di nuove possibilità occupazionali in un mercato del lavoro statunitense ancora depresso, ma in parte può essere connesso anche al fatto che il periodo del sussidio di disoccupazione è stato esteso da 26 a 99 settimane dal giugno 2008⁴. Nel contempo, il persistente divario nei tassi di disoccupazione a lungo termine riflette probabilmente differenze istituzionali più ampie che interessano i mercati del lavoro europeo e statunitense.

La recente recessione ha pesato notevolmente sui mercati del lavoro di entrambe le sponde dell'Atlantico, e i tassi di utilizzo del lavoro sono ancora leggermente inferiori rispetto ai livelli precedenti la crisi. Il deterioramento del mercato del lavoro è stato particolarmente severo negli Stati Uniti. La crescita dell'occupazione dovrebbe rimanere moderata nel prossimo futuro sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti. È probabile che il miglioramento del mercato del lavoro dell'area dell'euro sul lungo termine dipenda fortemente dalla capacità di un'ulteriore ristrutturazione, volta a promuovere l'innovazione e l'attuazione di pratiche efficienti di lavoro, accrescendo così l'occupazione nel più lungo termine. Ulteriori riforme potrebbero essere necessarie nell'area dell'euro per facilitare la transizione sul mercato del lavoro, in particolare per i giovani che sono entrati da poco sul mercato del lavoro e, che sono stati finora colpiti in misura sproporzionata dalla crisi, oltre che per le crescenti schiere di disoccupati a lungo termine.

4 È generalmente riconosciuto che l'estensione del periodo dei sussidi di disoccupazione allunga la durata della ricerca di un nuovo impiego, anche se le stime variano considerevolmente. Incentrandosi sul recente episodio, Daly, Hobbijn e Valletta concludono che il fatto che la durata massima del pagamento dei sussidi di disoccupazione statunitensi sia stata estesa considerevolmente ha probabilmente contribuito solo lievemente all'allungamento della durata della disoccupazione registrato negli Stati Uniti dal 2008 (cfr. Daly, M., Hobbijn, B. e Valletta, R. "The recent evolution of the natural rate of employment", *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper*, n. 2011-05, settembre 2011). Nel recente episodio, l'ampio calo dell'occupazione che ha colpito alcuni settori e il conseguente divario tra le competenze dei lavoratori e le nuove opportunità, nonché la ridotta mobilità geografica dovuta allo scoppio della bolla immobiliare statunitense, hanno probabilmente fornito un contributo più importante.

Dato che l'andamento del mercato del lavoro tende a essere in ritardo rispetto all'andamento congiunturale complessivo, nel 2011 la crescita dell'occupazione è stata più sostenuta che nel 2010. Ciò, combinato con un rallentamento della crescita del PIL, implica che la crescita della produttività per occupato è diminuita nel 2011. La crescita della produttività sul periodo corrispondente è scesa dal 2,2 all'1,0

per cento tra il primo e il terzo. Tale flessione ha sostanzialmente riguardato tutti i settori. La crescita della produttività complessiva misurata dalle ore lavorate è altresì diminuita, seppur in misura minore.

Dopo aver raggiunto il minimo nell'aprile 2011, il tasso di disoccupazione è tornato a salire, superando il massimo precedente del

maggio 2010 (cfr. figura 25). Nel dicembre 2011 il tasso di disoccupazione si è collocato al 10,6 per cento, un livello superiore di 0,7 punti percentuali rispetto al minimo di aprile.

2.5 LA FINANZA PUBBLICA

Nell'area dell'euro, la crisi economica e finanziaria è sfociata in una crisi del debito

sovrano, con gravi implicazioni per il clima di fiducia. I timori degli operatori di mercato riguardo al settore bancario e l'accresciuta incertezza per le prospettive macroeconomiche hanno eroso la fiducia nella sostenibilità del debito pubblico e i rendimenti dei titoli di Stato sono aumentati significativamente in numerosi paesi. La crisi ha inciso anche sulle attività e passività finanziarie delle amministrazioni pubbliche (per maggiori dettagli, cfr. il riquadro 8).

Riquadro 8

LE ATTIVITÀ E LE PASSIVITÀ DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE NELL'AREA DELL'EURO

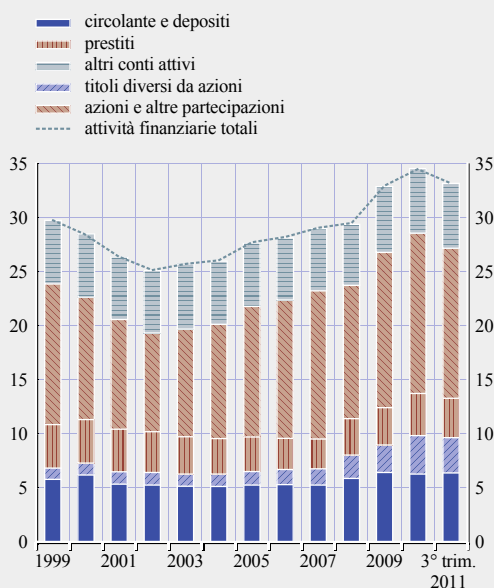
La sostenibilità del debito pubblico è divenuta una questione di grande rilevanza per i mercati finanziari e per le autorità. Nel valutare la sostenibilità del debito pubblico, e quindi la solvibilità delle amministrazioni pubbliche, è importante tenere conto sia delle attività, sia delle passività. Questo riquadro spiega che focalizzarsi esclusivamente sull'indebitamento lordo delle amministrazioni pubbliche rischia di fornire un quadro incompleto, dato che le attività rappresentano, in una certa misura, delle riserve che possono in teoria essere vendute per rimborsare il debito. In alcuni casi peraltro l'aumento delle passività rispecchia un contestuale aumento delle attività delle amministrazioni pubbliche, ad esempio quando i fondi raccolti tramite l'emissione di titoli di debito vanno a ricapitalizzare un'istituzione finanziaria privata.

A riguardo, la principale contropartita delle passività finanziarie è rappresentata dalle attività finanziarie. In effetti, sebbene di norma le attività non finanziarie delle pubbliche amministrazioni abbiano un valore molto più elevato rispetto a quelle finanziarie, le prime sono difficili da stimare, possono risultare meno liquide e vi è scarsa disponibilità di dati confrontabili. Il grado di liquidità, vale a dire la facilità con cui le amministrazioni pubbliche possono vendere o liquidare le proprie attività finanziarie o non finanziarie, rappresenta un aspetto essenziale. Il valore delle attività finanziarie può infatti variare nel tempo a seconda degli andamenti dei mercati finanziari; inoltre, la percezione dell'urgenza di vendere parte di tali attività potrebbe ridurre il provento. In particolare, risulta spesso difficile determinare il valore delle attività finanziarie nel contesto di una crisi finanziaria. La privatizzazione di aziende pubbliche inoltre richiede spesso tempi lunghi, e una parte delle attività dello Stato potrebbe essere detenuta da fondi pensione pubblici e corrispondere alle passività di questi nei confronti dei propri contribuenti. Queste precisazioni suggeriscono che occorre prestare molta attenzione nel calcolare la posizione finanziaria netta delle amministrazioni pubbliche, dato che le attività e le passività finanziarie tendono ad avere caratteristiche diverse e una piena compensazione potrebbe non essere giustificata¹. Inoltre, nel valutare i rischi potenziali per la sostenibilità delle finanze pubbliche occorre tenere in debita considerazione le attività e le passività "fuori bilancio". Considerati i problemi connessi con la valutazione delle attività delle amministrazioni pubbliche, è necessaria una particolare cautela nel raffrontare le posizioni di bilancio nette dei vari paesi.

¹ Per un'analisi dettagliata, cfr. Hartwig Lojsch, D., Rodriguez-Vives, M. e Slavík, M., "The size and composition of government in the euro area", *Occasional Paper Series*, n. 132, BCE, ottobre 2011.

Figura A Composizione delle attività finanziarie delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro

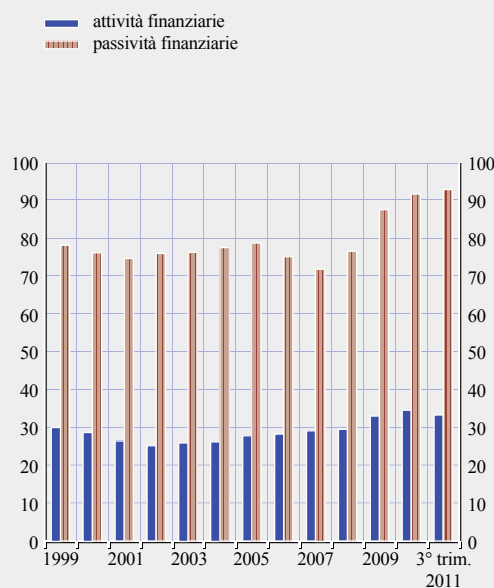
(in percentuale del PIL)



Fonte: elaborazioni della BCE (basate su dati dell'Eurostat e su statistiche nazionali).

Figura B Attività e passività finanziarie delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro

(in percentuale del PIL)



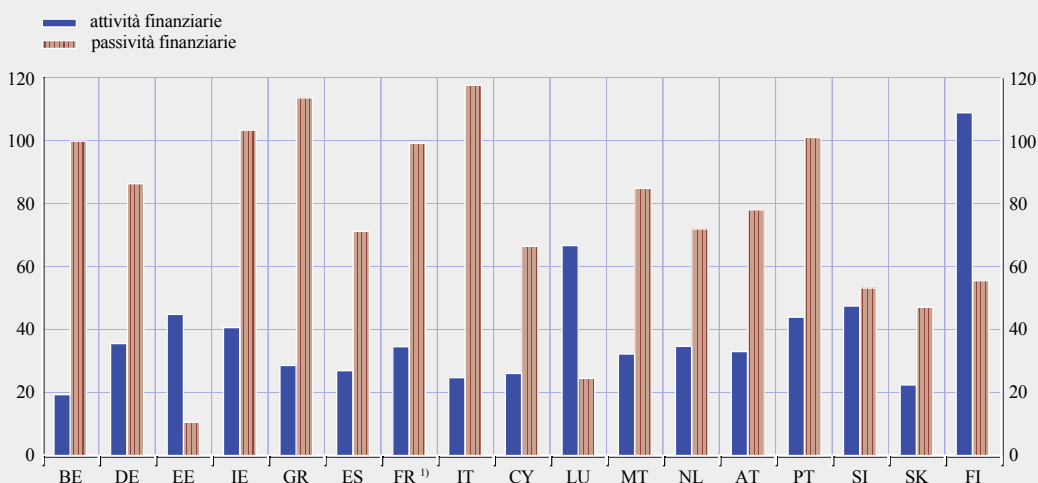
Fonte: elaborazioni della BCE (basate su dati dell'Eurostat e su statistiche nazionali).

Le passività finanziarie delle amministrazioni pubbliche includono i prestiti ricevuti, i titoli di debito emessi, e altri strumenti, quali i derivati finanziari; le attività finanziarie comprendono invece il circolante e i depositi, i prestiti erogati, i titoli diversi da azioni, le azioni e altre partecipazioni, e gli altri conti attivi. Dato che figurano nel bilancio delle amministrazioni pubbliche riportato nei conti nazionali, questi strumenti sono iscritti al valore di mercato, in conformità con il SEC95.

Le amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro hanno accumulato attività finanziarie a un ritmo costante (cfr. figura A). Nel terzo trimestre del 2011 il valore di mercato delle attività finanziarie totali detenute dalle amministrazioni pubbliche dell'area, su base consolidata, risultava pari al 33,3 per cento del PIL. Per l'insieme dell'area, il valore di mercato delle attività finanziarie delle amministrazioni pubbliche rappresentava oltre un terzo del valore di mercato delle passività finanziarie del settore, che nello stesso periodo si collocava al 92,9 per cento del PIL (cfr. figura B). Tra lo scoppio della crisi finanziaria nell'autunno del 2008 e il terzo trimestre del 2011 le amministrazioni pubbliche avevano acquistato attività finanziarie per un ammontare pari a circa il 4,2 per cento del PIL. In quel periodo, l'aumento dei titoli diversi da azioni ha rispecchiato gli acquisti netti da parte delle amministrazioni pubbliche di titoli emessi da istituzioni finanziarie e, nel caso della Germania, ha in larga parte riflesso l'acquisto di attività in connessione con la costituzione di FMS Wertmanagement, un ente di liquidazione classificato nel settore pubblico. L'espansione del circolante e dei depositi va attribuita al potenziamento delle riserve di liquidità accumulate durante la crisi finanziaria, ma potrebbe anche includere le consistenze di banconote, monete e depositi degli enti di liquidazione pubblici. Parimenti, l'aumento di azioni e altre partecipazioni è riconducibile agli interventi di ricapitalizzazione

Figura C Attività e passività finanziarie delle amministrazioni pubbliche dei paesi dell'area dell'euro nel terzo trimestre del 2011

(in percentuale del PIL)



Fonte: elaborazioni della BCE (basate su dati dell'Eurostat e su statistiche nazionali).

Nota: i dati di stock nel trimestre t sono espressi in percentuale della somma del PIL in t e nei tre trimestri precedenti.

1) I dati per la Francia si riferiscono al 4° trimestre 2010.

a favore di istituzioni finanziarie in difficoltà in numerosi paesi², ovvero gli investimenti di portafoglio, in particolare da parte degli enti di previdenza con ampie risorse finanziarie.

I dati relativi al terzo trimestre del 2011, riportati nella figura C, mostrano che la maggior parte dei paesi dell'area dell'euro ha accumulato attività finanziarie per un valore di mercato ben superiore al 20 per cento del PIL. In particolare, il valore delle attività detenute da Estonia, Irlanda, Portogallo e Slovenia superava il 40 per cento del PIL alla fine del terzo trimestre, mentre in Finlandia e Lussemburgo, due paesi che tradizionalmente dispongono di ampi volumi di attività finanziarie, tale valore raggiungeva, rispettivamente, circa il 111 e il 68 per cento del PIL. Nello stesso periodo il valore di mercato delle passività finanziarie in rapporto al PIL si collocava fra l'11 per cento in Estonia e il 121 per cento in Italia.

Nel complesso, le attività finanziarie sono un utile indicatore complementare ai fini dell'analisi della solvibilità delle amministrazioni pubbliche. La disponibilità di tali attività può, in linea di principio, contribuire significativamente a diminuire il debito pubblico lordo, anche se di per sé ciò non dovrebbe motivare il ricorso alle privatizzazioni. La privatizzazione di specifiche attività dello Stato si giustifica invece se contribuisce a migliorare la generale efficienza economica e le prospettive di crescita nel lungo periodo. In alcuni casi, un tale miglioramento richiederebbe che le privatizzazioni venissero accompagnate da modifiche della normativa in grado di garantire un contesto concorrenziale. Va inoltre tenuto presente che, considerata l'attuale debolezza congiunturale, i proventi delle privatizzazioni potrebbero risultare contenuti, limitandone l'effetto positivo sulla sostenibilità delle finanze pubbliche. Al contempo, dato che le attività e le passività finanziarie delle amministrazioni pubbliche presentano spesso caratteristiche

² Le ricapitalizzazioni comprendono quelle di Anglo Irish Bank, Allied Irish Bank e Bank of Ireland in Irlanda; di Fortis, ABN AMRO e ING nei Paesi Bassi e di Fortis, Dexia e KBC in Belgio.

differenti, focalizzare l'attenzione solo sul debito netto potrebbe essere fuorviante. In particolare, occorre formulare delle ipotesi sui prezzi e sul grado di negoziabilità o liquidità delle attività delle amministrazioni pubbliche. Come definito nel Patto di stabilità e crescita, il concetto di indebitamento lordo delle amministrazioni pubbliche iscritto al valore nominale resta il punto di riferimento ai fini della sorveglianza sui conti pubblici in ambito UE.

La crisi ha mostrato che assicurare finanze pubbliche solide è un presupposto essenziale per la stabilità macroeconomica e finanziaria complessiva, nonché per il regolare funzionamento dell'unione monetaria. A fronte della crisi del debito sovrano e dei suoi effetti negativi di contagio diversi paesi, compresi quelli più colpiti, per ripristinare la propria credibilità hanno posto in essere misure di risanamento e riforme strutturali e rafforzato i quadri di riferimento nazionali per i conti pubblici. A livello europeo, inoltre, con l'adozione del rafforzato assetto per la *governance* economica nell'UE, sono state prese una serie di iniziative volte a migliorare ulteriormente la *governance* di bilancio.

IL RISANAMENTO DEI BILANCI NEL 2011

Secondo le previsioni economiche elaborate dalla Commissione europea nell'autunno 2011, il disavanzo pubblico aggregato dell'area dell'euro nel 2011 è diminuito significativamente, dal 6,2 per cento del PIL nel 2010 al 4,1 (cfr. tavola 4). La riduzione va ricondotta sia alle misure di risanamento adottate (soprattutto ai tagli agli investimenti e all'occupazione pubblica, nonché all'innalzamento delle imposte indirette), sia alla dinamica delle entrate leggermente più favorevole grazie alla migliorata situazione congiunturale. Le entrate e le spese pubbliche totali si sono collocate rispettivamente al 45,3 e al 49,4 per cento del PIL nel 2011, in calo dal 44,7 e dal 50,9 per cento dell'anno precedente.

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

(in percentuale del PIL)

	Avanzo (+) o disavanzo (-) delle amministrazioni pubbliche				Debito lordo delle amministrazioni pubbliche			
	Previsioni della Commissione europea			Programma di stabilità	Previsioni della Commissione europea			Programma di stabilità
	2009	2010	2011	2011	2009	2010	2011	2011
Belgio	-5,8	-4,1	-3,6	-3,6	95,9	96,2	97,2	97,5
Germania	-3,2	-4,3	-1,3	-2,5	74,4	83,2	81,7	82,0
Estonia	-2,0	0,2	0,8	-0,4	7,2	6,7	5,8	6,0
Irlanda	-14,2	-31,3	-10,3	-10,6	65,2	94,9	108,1	-
Grecia	-15,8	-10,6	-8,9	-7,8	129,3	144,9	162,8	-
Spagna	-11,2	-9,3	-6,6	-6,0	53,8	61,0	69,6	67,3
Francia	-7,5	-7,1	-5,8	-5,7	79,0	82,3	85,4	84,6
Italia	-5,4	-4,6	-4,0	-3,9	115,5	118,4	120,5	-
Cipro	-6,1	-5,3	-6,7	-4,0	58,5	61,5	64,9	61,6
Lussemburgo	-0,9	-1,1	-0,6	-1,0	14,8	19,1	19,5	17,5
Malta	-3,7	-3,6	-3,0	-2,8	67,8	69,0	69,6	67,8
Paesi Bassi	-5,6	-5,1	-4,3	-3,7	60,8	62,9	64,2	64,5
Austria	-4,1	-4,4	-3,4	-3,9	69,5	71,8	72,2	73,6
Portogallo	-10,1	-9,8	-5,8	-5,9	83,0	93,3	101,6	101,7
Slovenia	-6,1	-5,8	-5,7	-5,5	35,3	38,8	45,5	43,3
Slovacchia	-8,0	-7,7	-5,8	-4,9	35,5	41,0	44,5	44,1
Finlandia	-2,5	-2,5	-1,0	-0,9	43,3	48,3	49,1	50,1
Area dell'euro	-6,4	-6,2	-4,1	-4,3	79,8	85,6	88,0	-

Fonti: previsioni economiche dell'autunno 2011 della Commissione europea, aggiornamento dell'aprile 2011 dei programmi di stabilità ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati si basano sulle definizioni del SEC95. Per consentire la comparabilità fra paesi, sono state utilizzate le previsioni della Commissione europea dell'autunno 2011 poiché i saldi di bilancio per il 2011 elaborati dall'Eurostat non erano disponibili al momento della stesura di questo Rapporto. Per Irlanda, Grecia e Portogallo sono riportati gli obiettivi fissati nei programmi di assistenza finanziaria UE-FMI, per l'Italia sono riportati gli obiettivi rivisti nel settembre 2011.

Sempre secondo le previsioni autunnali della Commissione europea, il rapporto medio tra debito pubblico lordo e PIL dell'area dell'euro è cresciuto ulteriormente, dall'85,6 per cento nel 2010 all'88,0 nel 2011, per effetto degli elevati disavanzi. Alla fine del 2011, in 12 dei 17 paesi dell'area dell'euro, il rapporto debito/PIL superava il valore di riferimento del 60 per cento del PIL.

Le previsioni della Commissione europea sui conti pubblici di alcuni paesi sono risultate più favorevoli rispetto alle stime contenute negli aggiornamenti dei programmi di stabilità presentati ad aprile del 2011 (cfr. tavola 4). Nonostante ciò, nella maggior parte dei paesi i disavanzi sarebbero stati più elevati di quanto atteso. Ciò è valso in particolare per Grecia, Spagna, Cipro, Paesi Bassi e Slovacchia. Per quanto concerne i paesi interessati da un programma di assistenza finanziaria dell'UE-FMI, Grecia e Irlanda hanno dovuto affrontare squilibri di bilancio particolarmente gravi nel 2011, mentre nello stesso periodo la situazione dei conti pubblici è notevolmente migliorata in Portogallo, riflettendo in parte una significativa operazione di natura temporanea. Di seguito viene presentata una breve sintesi degli andamenti di bilancio relativi ai paesi interessati da un programma di assistenza finanziaria dell'UE-FMI.

GLI ANDAMENTI NEI PAESI SOGGETTI AI PROGRAMMI UE-FMI

In Grecia, la perdita di slancio delle riforme strutturali, l'instabilità politica e la situazione economica peggiore del previsto hanno avuto ripercussioni negative sugli esiti del programma di assistenza finanziaria dell'UE-FMI. Le previsioni economiche elaborate dalla Commissione europea nell'autunno 2011 indicavano un disavanzo dell'8,9 per cento del PIL nel 2011. L'atteso mancato rispetto dell'obiettivo di disavanzo per il 2011 (7,8 per cento del PIL) è imputabile agli andamenti macroeconomici peggiori del previsto, ai ritardi nell'attuazione degli interventi di bilancio e delle riforme strutturali, nonché alle modifiche delle modalità di questi interventi

precedentemente concordate, che ne hanno affievolito il potenziale effetto di riduzione del disavanzo e che potrebbero altresì aver frenato ulteriormente la domanda interna. La sostenibilità delle finanze pubbliche greche dovrebbe essere ripristinata tramite un *mix* di misure di risanamento aggiuntive e il coinvolgimento volontario del settore privato nella riduzione dell'onere del debito. In giugno e ottobre del 2011 il governo greco ha predisposto ulteriori misure di consolidamento per oltre il 14 per cento del PIL, da realizzarsi fino al 2015. Sul fronte delle entrate, le misure, che intervenivano su un ampio ventaglio di imposte, avevano lo scopo di ampliare le basi imponibili (abbassando le soglie di esenzione ed eliminando talune esenzioni) e di contrastare il fenomeno dell'evasione. Sul fronte delle uscite, i contributi maggiori provenivano dalla riduzione della spesa per le retribuzioni dei dipendenti pubblici e da tagli alle pensioni e alle altre prestazioni sociali, nonché ai consumi pubblici e ai compensi in natura. Il 20 febbraio 2012, l'Eurogruppo ha concordato un pacchetto aggiuntivo di finanziamenti al settore pubblico che prevede l'erogazione di un totale di 130 miliardi di euro fino al 2014, a fronte di una richiesta di ulteriori sforzi da parte delle autorità greche per ridurre la spesa pubblica.

In Irlanda, l'attuazione del programma di aggiustamento economico è proseguita nel rispetto degli obiettivi originari. Secondo le previsioni di autunno della Commissione europea, nel 2011 il disavanzo si è collocato al 10,3 per cento del PIL. Sono state avviate riforme di bilancio strutturali ed è stato istituito l'*Irish Fiscal Advisory Council*, organismo consultivo incaricato di passare al vaglio le previsioni ufficiali e di valutare l'adeguatezza dell'orientamento della politica di bilancio e la conformità dei programmi di finanza pubblica con le regole in materia. È stata portata a termine una revisione esaustiva della spesa pubblica, finalizzata a operare tagli mirati e ad accrescere l'efficienza del settore pubblico. Il governo irlandese ha reiterato il proprio impegno a conseguire gli obiettivi definiti dal programma di stabilità e dal prospetto di medio

termine per le finanze pubbliche pubblicato a novembre del 2011, nel quale assicura che l'azione di riequilibrio proseguirà anche dopo il completamento del programma, così da rispettare la scadenza del 2015 per la correzione del disavanzo eccessivo.

In Portogallo, il disavanzo si è collocato al 5,8 per cento del PIL nel 2011 secondo le previsioni autunnali della Commissione europea, risultando in linea con l'obiettivo del 5,9 per cento del PIL definito nel programma di assistenza finanziaria dell'UE-FMI. Poiché nel corso dell'attuazione del programma di aggiustamento economico è emerso uno scostamento rispetto all'obiettivo per il 2011, il governo ha introdotto alcune misure aggiuntive, fra cui un'imposta straordinaria sulla tredicesima mensilità e l'aumento dell'aliquota IVA su elettricità e gas metano. Inoltre, vi è stato a dicembre del 2011 un trasferimento straordinario di fondi pensionistici, per un valore pari a circa il 3,5 per cento del PIL, dal settore bancario al sistema previdenziale nazionale. Ci si aspetta di conseguenza che il deficit per il 2011 sia pari a circa il 4 per cento del PIL, ben al di sotto dell'obiettivo.

GLI INDICATORI CORRETTI PER IL CICLO

Come mostrato dalla tavola 5, i tre indicatori di finanza pubblica che tengono conto degli effetti del ciclo economico (vale a dire il saldo di bilancio corretto per il ciclo, il saldo primario corretto per il ciclo e il saldo strutturale) confermano la notevole azione di risanamento compiuta a livello aggregato nell'area dell'euro nel 2011. In particolare, sono migliorati sia il saldo di bilancio corretto per il ciclo sia quello primario (che esclude la spesa per interessi), rispettivamente di 1,8 e 1,9 punti percentuali di PIL. Il saldo strutturale dell'area (calcolato al netto delle misure straordinarie e temporanee) ha registrato un miglioramento di 1,0 punti percentuali di PIL nello stesso periodo. Questi dati vanno interpretati con cautela poiché le stime in tempo reale degli effetti del ciclo sui saldi di bilancio sono caratterizzate da incertezza.

Nel 2011 tutti i paesi dell'area dell'euro, ad eccezione di Germania, Estonia, Lussemburgo, Malta e Finlandia, hanno registrato un disavanzo superiore al valore di riferimento del 3 per cento del PIL. Alla fine dell'anno, 14 paesi dell'area dell'euro erano sottoposti alla procedura per

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

(in punti percentuali del PIL)

	Variazione del saldo di bilancio corretto per il ciclo			Variazione del saldo primario di bilancio corretto per il ciclo			Variazioni nel saldo strutturale di bilancio		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
Belgio	-2,3	1,1	0,1	-2,5	0,9	0,0	-1,6	0,5	0,2
Germania	-0,1	-2,3	2,2	-0,2	-2,5	2,1	-0,6	-1,0	1,1
Estonia	5,6	1,6	-1,5	5,6	1,5	-1,4	3,9	0,7	-0,1
Irlanda	-4,6	-17,4	20,2	-4,0	-16,3	20,7	-2,6	0,1	0,6
Grecia	-4,6	6,4	3,4	-4,4	6,9	4,6	-5,6	6,4	4,0
Spagna	-4,6	2,1	2,5	-4,4	2,3	2,8	-4,2	1,5	2,1
Francia	-2,3	0,4	1,1	-2,8	0,4	1,3	-2,2	0,5	1,0
Italia	-0,1	0,1	0,4	-0,7	0,0	0,8	-0,6	0,6	0,4
Cipro	-5,6	0,8	-1,1	-5,9	0,5	-1,0	-5,9	0,6	-0,2
Lussemburgo	-0,6	-0,8	0,2	-0,5	-0,8	0,3	-0,6	-0,8	0,1
Malta	2,2	-0,4	0,2	2,1	-0,5	0,4	1,9	-0,9	1,2
Paesi Bassi	-3,3	0,2	0,4	-3,4	0,0	0,3	-3,3	0,3	0,3
Austria	-0,8	-0,8	0,3	-0,6	-0,9	0,3	-0,8	-0,4	0,1
Portogallo	-5,5	-0,2	4,5	-5,6	-0,1	5,8	-4,1	-0,8	2,7
Slovenia	0,8	0,3	-0,2	1,0	0,6	0,1	0,9	0,2	0,9
Slovacchia	-3,4	0,1	1,9	-3,2	0,0	2,1	-3,4	0,4	2,6
Finlandia	-1,9	-1,2	0,7	-2,2	-1,2	0,8	-1,9	-1,2	0,6
Area dell'euro	-1,8	-0,4	1,8	-2,0	-0,4	1,9	-1,9	0,3	1,0

Fonte: previsioni della Commissione europea dell'autunno 2011.

Note: un numero positivo/negativo corrisponde a un miglioramento/peggioramento delle finanze pubbliche. Per l'Irlanda, la variazione del saldo e del saldo primario di bilancio corretti per il ciclo comprende le misure di sostegno al settore finanziario attuate nel 2009 (2,5 per cento del PIL) e nel 2010 (19,8 per cento del PIL).

i disavanzi eccessivi, con scadenze per la riduzione del rapporto disavanzo/PIL al di sotto del valore di riferimento del 3 per cento comprese tra il 2011 per Malta e il 2015 per l'Irlanda (cfr. tavola 6). La procedura per i disavanzi eccessivi avviata nei confronti della Finlandia è stata revocata dal Consiglio dell'Unione europea a luglio del 2011, poiché i dati definitivi mostravano che il disavanzo non aveva superato il valore di riferimento del 3 per cento del PIL nel 2010 e le previsioni di primavera della Commissione indicavano un'ulteriore diminuzione del disavanzo all'1 per cento del PIL nel 2011.

ATTESE DI UN ULTERIORE RISANAMENTO DEI CONTI PUBBLICI

Nel 2012 la situazione di bilancio dell'area dell'euro dovrebbe continuare a migliorare, anche se a un ritmo minore. Secondo le previsioni dalla Commissione europea dell'autunno 2011, il rapporto fra disavanzo delle amministrazioni pubbliche e PIL nella media dell'area dell'euro scenderà di 0,7 punti percentuali, al 3,4 per cento (cfr. figura 26). In rapporto al PIL, in media, le entrate dovrebbero aumentare di 0,5 punti percentuali, mentre la spesa diminuirebbe di 0,2 punti percentuali. Si prevede che il debito pubblico

dell'area dell'euro in rapporto al PIL continui ad aumentare nel 2012, di 2,4 punti percentuali al 90,4 per cento, con valori superiori al 100 per cento in quattro paesi (Irlanda, Grecia, Italia e Portogallo).

POLITICHE DI BILANCIO PRUDENTI SONO FONDAMENTALI PER RIPRISTINARE LA FIDUCIA DEI MERCATI

Per quanto concerne l'assetto istituzionale per la conduzione della politica di bilancio, il nuovo pacchetto di riforme della *governance* – adottato a conclusione di intensi negoziati sulla riforma del quadro di riferimento dell'UE per il governo economico – pur costituendo un passo nella giusta direzione, non permette di compiere il “salto di qualità” necessario (cfr. la prima parte del capitolo 4). L'accordo sulle nuove regole di *governance* raggiunto a settembre 2011 dal Consiglio europeo, dal Parlamento europeo e dalla Commissione europea è stato adottato formalmente nel mese di novembre ed è entrato in vigore a dicembre. Il pacchetto di riforme è costituito da sei atti giuridici (noti come “six-pack”) volti a rafforzare la *governance* economica dell'UE e, in particolare, dell'area dell'euro. Sebbene questi contengano diversi elementi che migliorano la *governance* di bilancio nell'UE e nell'area dell'euro, a condizione che le nuove

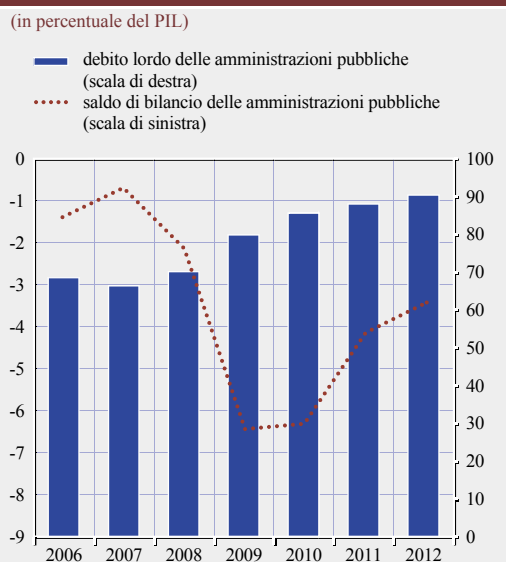
Tavola 6 Procedure per i disavanzi eccessivi nei paesi dell'area dell'euro

(in percentuale del PIL)

	Saldo di bilancio per il 2011	Inizio	Scadenza	Media raccomandata della correzione strutturale annua
Belgio	-3,6	2010	2012	$\frac{3}{4}$
Germania	-1,3	2011	2013	$\geq 0,5$
Estonia	0,8	-	-	-
Irlanda	-10,3	2010	2015	almeno $9\frac{1}{2}$ nel 2011-2015
Grecia	-8,9	2010	2014	10 per cento nel 2009-2014
Spagna	-6,6	2010	2013	$>1,5$
Francia	-5,8	2010	2013	$>1,0$
Italia	-4,0	2010	2012	$\geq 0,5$
Cipro	-6,7	2010	2012	$1\frac{1}{2}$
Lussemburgo	-0,6	-	-	-
Malta	-3,0	2010	2011	$\frac{3}{4}$
Paesi Bassi	-4,3	2011	2013	$\frac{3}{4}$
Austria	-3,4	2011	2013	$\frac{3}{4}$
Portogallo	-5,8	2010	2013	$1\frac{1}{4}$
Slovenia	-5,7	2010	2013	$\frac{3}{4}$
Slovacchia	-5,8	2010	2013	1,0
Finlandia	-1,0	2010	2011	$\frac{1}{2}$

Fonte: Commissione europea.

Figura 26 Andamento delle finanze pubbliche nell'area dell'euro



Fonte: previsioni economiche della Commissione europea dell'autunno 2011.

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

I rischi per la sostenibilità dei conti pubblici vanno anche affrontati tramite l'attuazione di riforme strutturali volte a stimolare la crescita e a rafforzare la stabilità del settore bancario, tenendo conto degli specifici squilibri nazionali. La strategia più adatta per ripristinare e accrescere la solidità delle finanze pubbliche è diversa in ciascun paese dell'area dell'euro e dipende dai fattori all'origine degli squilibri di bilancio. Ciascun paese pertanto deve sviluppare una strategia propria, aderendo al contempo rigorosamente alle raccomandazioni fornite nell'ambito del semestre europeo (il ciclo di coordinamento delle politiche economiche). Le riforme strutturali devono essere realizzate prontamente al fine di rafforzare la competitività, la flessibilità delle economie e l'aumento di produttività, potenziando così la crescita nel lungo periodo.

regole vengano applicate con rigore, ulteriori e più radicali interventi di riforma saranno necessari. Dal canto suo, il patto di bilancio (che farà parte integrante del Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance nell'Unione economica e monetaria) migliorerà ulteriormente la disciplina di bilancio a livello nazionale.

Nel complesso, le strategie di risanamento delle finanze pubbliche devono attenersi nel modo più rigoroso alle disposizioni del Patto di stabilità e crescita al fine di ripristinare la fiducia dei mercati finanziari. In particolare, i paesi destinatari dell'assistenza finanziaria fornita dall'UE e dall'FMI sono tenuti a rispettare appieno gli impegni assunti. Tutti i paesi sottoposti alla procedura per i disavanzi eccessivi devono garantire il rispetto totale dei loro obiettivi di bilancio. I programmi di medio periodo per le finanze pubbliche devono contenere misure sufficientemente credibili, con strategie di bilancio fermamente incentrate sulla correzione dei disavanzi eccessivi.

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

ATTIVITÀ ECONOMICA

Nel 2011 gran parte degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro ha continuato a registrare un aumento del prodotto (cfr. tavola 7). Verso la fine dell'anno sono tuttavia emerse crescenti indicazioni di un rallentamento, poiché tali paesi hanno risentito dell'indebolimento dell'espansione economica e delle maggiori tensioni finanziarie nell'area dell'euro. La volatilità del profilo di crescita e le differenze tra paesi sono rimaste significative. Nel 2011 le esportazioni nette hanno continuato a sostenere l'espansione economica nella maggioranza dei paesi, sebbene la domanda interna sia divenuta una più importante determinante della crescita, soprattutto in Lettonia, Lituania e Polonia. In diverse economie le deboli condizioni del mercato del lavoro, l'elevato margine di capacità inutilizzata e le misure di risanamento dei conti pubblici hanno frenato la ripresa. Inoltre il deterioramento del clima di fiducia, il processo di riduzione della leva finanziaria nel settore bancario, fattori specifici nazionali e l'esigenza di riequilibrare i bilanci del settore privato hanno gradualmente esercitato un impatto negativo più evidente sulla domanda interna.

Per quanto concerne le componenti principali della domanda interna, i consumi privati

sono stati ancora contenuti in gran parte dei paesi, riflettendo i suddetti fattori. I tassi di disoccupazione sono rimasti elevati in tutti i paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e la ripresa economica ha determinato un miglioramento del mercato del lavoro soltanto in alcune economie. Nonostante l'eccesso di offerta e i vincoli esistenti nel settore pubblico, nel 2011 i salari hanno accelerato in gran parte dei paesi riflettendo, tra l'altro, effetti di composizione e strozzature nel mercato del lavoro. La crescita del credito al settore privato si è mantenuta debole in gran parte degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro come conseguenza sia delle condizioni restrittive dal lato dell'offerta, riconducibili alle pressioni riguardanti la provvista e la situazione patrimoniale, sia del basso livello della domanda in linea con la moderata attività economica e il processo di riduzione della leva finanziaria. In un contesto caratterizzato da elevati margini di capacità inutilizzata, la crescita degli investimenti ha ripreso gradualmente slancio in gran parte dei paesi, beneficiando spesso dei fondi dell'UE.

Nel 2011 l'espansione del PIL in termini reali è stata particolarmente vigorosa (nei primi tre trimestri) negli Stati membri dell'UE

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)

	2008	2009	2010	2011 ³⁾	1° trim. 2011	2° trim. 2011	3° trim. 2011	4° trim. 2011 ³⁾
Bulgaria	6,2	-5,5	0,2	.	1,5	2,2	2,3	.
Repubblica Ceca	3,1	-4,7	2,7	.	3,1	2,0	1,2	.
Danimarca	-0,8	-5,8	1,3	1,1	1,9	1,7	0,1	0,6
Lettonia	-3,3	-17,7	-0,3	.	3,5	5,6	6,6	.
Lituania	2,9	-14,8	1,4	5,9	5,9	6,5	6,7	4,4
Ungheria	0,9	-6,8	1,3	1,7	2,5	1,5	1,4	1,4
Polonia	5,1	1,6	3,9	4,3	4,1	4,7	4,3	4,3
Romania	7,4	-7,1	-1,3	.	1,7	1,4	4,4	.
Svezia	-0,6	-5,0	6,1	4,0	6,1	4,4	4,5	1,1
Regno Unito	-1,1	-4,4	2,1	.	1,3	1,6	0,4	.
UE7 ¹⁾	4,4	-3,2	2,2	.	3,3	3,3	3,5	.
UE10 ²⁾	0,4	-4,3	2,5	.	2,4	2,4	1,6	.
Area dell'euro	0,4	-4,3	1,9	1,5	2,4	1,6	1,3	0,7

Fonte: Eurostat.

Nota: i dati trimestrali sono destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative ad eccezione di quelli relativi alla Romania, i cui dati sono solo destagionalizzati.

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

2) L'aggregato UE10 comprende i dieci Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro al 31 dicembre 2011.

3) I dati per il 2011 sono stime rapide, ovvero dati preliminari.

non appartenenti all'area dell'euro nei quali la domanda interna ha fornito il contributo principale alla crescita, vale a dire in Lettonia, Lituania, Polonia e Svezia. Si è invece notevolmente indebolita nel Regno Unito, in linea con la contrazione della domanda interna. Il PIL ha decelerato anche nella Repubblica Ceca, mentre ha registrato una lieve accelerazione in Ungheria. In Romania il prodotto è tornato a crescere dopo due anni di flessione, grazie al processo di ricostituzione delle scorte e al contributo positivo della domanda interna.

PREZZI

Nel 2011 l'inflazione media sui dodici mesi è aumentata in gran parte degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro (cfr. tavola 8). Tale aumento generalizzato ha riflesso fattori interni ed esterni. Spinte verso l'alto sono state esercitate dai prezzi dei prodotti alimentari ed energetici (soprattutto nella prima metà dell'anno), dalle variazioni di imposte indirette, prezzi amministrati e accise e dal deprezzamento del cambio in alcuni paesi. 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 dei beni

alimentari ed energetici sul totale del paniere utilizzato nel calcolo dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC). Anche il tasso sui dodici mesi calcolato al netto di queste due componenti, riflettendo la graduale ripresa della domanda interna, è aumentato in gran parte delle economie, sebbene a partire da valori molto bassi o persino negativi in alcuni casi.

L'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC ha continuato a evidenziare differenze significative tra paesi. In Romania, dove nel 2010 era stato introdotto un sostanziale aumento dell'aliquota IVA, si è registrato il livello medio più elevato (5,8 per cento). In gran parte delle altre economie l'inflazione è stata compresa fra il 3,4 e il 4,5 per cento. Nella Repubblica Ceca e in Danimarca il tasso è stato rispettivamente pari al 2,1 e 2,7 per cento, mentre in Svezia si è collocato al livello più basso tra gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro (1,4 per cento). Gli andamenti nel corso dell'anno sono stati difforni nei diversi paesi. L'effetto disinflazionistico delle variazioni dei prezzi dei beni alimentari ed energetici nella seconda metà dell'anno è stato in qualche misura compensato da fattori nazionali specifici, quali l'aumento dell'aliquota IVA (ad esempio in Lettonia, Polonia e nel Regno Unito), delle accise (in Lettonia) e dei prezzi

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)

	2008	2009	2010	2011	2011 1°trim.	2011 2°trim.	2011 3°trim.	2011 4°trim.
Bulgaria	12,0	2,5	3,0	3,4	4,5	3,4	3,1	2,5
Repubblica Ceca	6,3	0,6	1,2	2,1	1,9	1,8	2,0	2,8
Danimarca	3,6	1,1	2,2	2,7	2,6	2,9	2,6	2,5
Lettonia	15,3	3,3	-1,2	4,2	3,8	4,6	4,4	4,1
Lituania	11,1	4,2	1,2	4,1	3,2	4,7	4,6	4,0
Ungheria	6,0	4,0	4,7	3,9	4,3	3,9	3,4	4,1
Polonia	4,2	4,0	2,7	3,9	3,6	4,0	3,7	4,2
Romania	7,9	5,6	6,1	5,8	7,5	8,3	4,2	3,4
Svezia	3,3	1,9	1,9	1,4	1,3	1,7	1,6	0,9
Regno Unito	3,6	2,2	3,3	4,5	4,1	4,4	4,7	4,7
UE7 ¹⁾	6,5	3,7	3,2	3,9	4,1	4,4	3,5	3,7
UE10 ²⁾	4,7	2,7	3,2	4,0	3,9	4,2	4,0	4,0
Area dell'euro	3,3	0,3	1,6	2,7	2,5	2,8	2,7	2,9

Fonte: Eurostat.

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

2) L'aggregato UE10 comprende i dieci Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro al 31 dicembre 2011.

amministrati (nella Repubblica Ceca), oppure il deprezzamento del cambio (per esempio in Ungheria e Polonia). L'inflazione è diminuita considerevolmente nella seconda metà dell'anno in Romania, grazie fra l'altro all'effetto base statistico connesso al venir meno dell'impatto dell'aumento dell'aliquota IVA e al buon andamento del raccolto agricolo in tale paese.

POLITICHE DI BILANCIO

Secondo le stime, tutti gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro – fatta eccezione per Bulgaria, Ungheria e Svezia – hanno registrato disavanzi di bilancio superiori al valore di riferimento del 3 per cento del PIL nel 2011 (cfr. tavola 9). Nel caso dell'Ungheria, l'avanzo del 3,6 per cento del PIL è comunque dipeso in misura significativa da entrate *una tantum* connesse alla nazionalizzazione del pilastro pensionistico privato obbligatorio. Il Regno Unito ha continuato a registrare un disavanzo molto ampio, stimato pari al 9,4 per cento del PIL, a causa di un contesto macroeconomico significativamente meno

favorevole del previsto. Nell'insieme, nella maggior parte dei paesi i risultati di bilancio del 2011 sono stati in linea con gli obiettivi fissati nei Programmi di convergenza di aprile dello stesso anno. Il miglioramento dei saldi è principalmente riconducibile alle azioni strutturali di risanamento (anche in Lettonia e Romania, oggetto di programmi congiunti dell'UE e dell'FMI), oltre che ad andamenti ciclici favorevoli (in Ungheria e Svezia). Solo la Danimarca ha registrato un peggioramento del saldo di bilancio nel 2011.

Alla fine del 2011 tutti gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro – fatta eccezione per la 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 2014-2015 per il Regno Unito.

Tavola 9 Finanze delle amministrazioni pubbliche

(in percentuale del PIL)

	Saldo di bilancio					Debito lordo				
	Previsioni della Commissione europea				Aggiornamenti dei programmi di convergenza di aprile 2011	Previsioni della Commissione europea				Aggiornamenti dei programmi di convergenza di aprile 2011
	2008	2009	2010	2011		2008	2009	2010	2011	
Bulgaria	1,7	-4,3	-3,1	-2,5	-2,5	13,7	14,6	16,3	17,5	16,4
Repubblica Ceca	-2,2	-5,8	-4,8	-4,1	-4,2	28,7	34,4	37,6	39,9	41,4
Danimarca	3,2	-2,7	-2,6	-4,0	-3,8	34,5	41,8	43,7	44,1	43,0
Lettonia	-4,2	-9,7	-8,3	-4,2	-4,5	19,8	36,7	44,7	44,8	48,3
Lituania	-3,3	-9,5	-7,0	-5,0	-5,3	15,5	29,4	38,0	37,7	38,1
Ungheria	-3,7	-4,6	-4,2	3,6	2,0	72,9	79,7	81,3	75,9	75,5
Polonia	-3,7	-7,3	-7,8	-5,6	-5,6	47,1	50,9	54,9	56,7	54,9
Romania	-5,7	-9,0	-6,9	-4,9	-4,9	13,4	23,6	31,0	34,0	33,3
Svezia	2,2	-0,7	0,2	0,9	0,6	38,8	42,7	39,7	36,3	36,8
Regno Unito	-5,0	-11,5	-10,3	-9,4	-7,9	54,8	69,6	79,9	84,0	84,1
UE7 ¹⁾	-3,5	-7,0	-6,5	-3,9	-4,2	38,1	44,1	48,7	49,6	49,0
UE10 ²⁾	-3,3	-8,5	-7,5	-6,3	-5,6	47,3	58,0	64,5	66,2	66,1
Area dell'euro	-2,1	-6,4	-6,2	-4,1	-4,3	70,1	79,8	85,6	88,0	-

Fonti: previsioni economiche dell'autunno 2011 della Commissione europea, aggiornamenti di aprile 2011 dei programmi di convergenza ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati si basano sulle definizioni del SEC95. Le cifre per il 2011 riportate negli aggiornamenti di aprile 2011 dei programmi di convergenza sono state fissate dai governi nazionali e pertanto possono differire dai risultati definitivi.

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

2) L'aggregato UE10 comprende i dieci Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro al 31 dicembre 2011.

Secondo le stime, nel 2011 il rapporto fra debito pubblico lordo e PIL è aumentato in tutti gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro a eccezione di Lituania, Ungheria e Svezia. In Ungheria il calo è interamente riconducibile al menzionato utilizzo parziale delle attività originate dal precedente pilastro pensionistico privato per il rimborso del debito pubblico. L'incidenza del debito sul PIL è rimasta al di sopra del valore di riferimento del 60 per cento in Ungheria e nel Regno Unito.

BILANCIA DEI PAGAMENTI

Nel 2011 il saldo complessivo del conto corrente e del conto capitale (in percentuale del PIL) è migliorato o si è mantenuto sostanzialmente invariato in gran parte degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro (cfr. tavola 10). Il saldo complessivo del conto corrente e del conto capitale è diventato positivo in Bulgaria per la prima volta dall'adesione del paese all'UE e ha registrato un avanzo superiore all'anno precedente in Ungheria, mentre è stato meno negativo in Romania. Lettonia e Lituania hanno continuato a registrare avanzi, che sono stati tuttavia inferiori al 2010 nonostante il vigore delle esportazioni. Ciò ha riflesso in larga misura la maggiore domanda di importazioni, favorita dalla robusta espansione del PIL, e il

deterioramento del conto dei redditi. In Polonia e nella Repubblica Ceca, che all'inizio della crisi finanziaria mondiale presentavano disavanzi più contenuti, il saldo complessivo del conto corrente e del conto capitale non ha evidenziato variazioni significative. Al tempo stesso il Regno Unito ha ridotto il proprio disavanzo, mentre Danimarca e Svezia hanno registrato un ulteriore ampliamento dei loro consistenti avanzi.

Per quanto concerne il conto finanziario, nel 2011 gli investimenti diretti esteri hanno evidenziato una moderazione degli afflussi in gran parte dei paesi non appartenenti all'area dell'euro che hanno aderito all'UE a partire dal 2004. Il Regno Unito è diventato esportatore netto di investimenti diretti, mentre la Danimarca e la Svezia hanno registrato ulteriori deflussi netti. Gli investimenti di portafoglio hanno fatto registrare cospicui flussi in entrata in Danimarca e Ungheria, contro significativi flussi in uscita in Lettonia e nel Regno Unito. Nel conto degli "Altri investimenti" molti paesi hanno continuato a registrare deflussi netti o afflussi netti più contenuti nel 2011, probabilmente a causa del processo di riduzione della leva finanziaria in atto. I flussi di capitali privati verso la Lettonia e la Romania sono stati ancora alimentati dal sostegno finanziario delle organizzazioni internazionali.

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

(in percentuale del PIL)

	Conto corrente e conto capitale				Investimenti diretti (flussi netti)				Altri investimenti (flussi netti)			
	2008	2009	2010	2011 ¹⁾	2008	2009	2010	2011 ¹⁾	2008	2009	2010	2011 ¹⁾
Bulgaria	-22,3	-7,6	-0,5	2,2	17,5	7,2	4,4	2,9	17,0	-2,0	-3,0	-4,6
Repubblica Ceca	-1,4	-1,0	-2,2	-2,2	0,9	1,0	2,6	0,8	1,7	-1,4	-1,8	2,1
Danimarca	2,9	3,3	5,6	6,9	-3,3	-0,8	-3,5	-2,3	2,1	3,8	4,1	-11,2
Lettonia	-11,6	11,1	4,9	1,3	3,0	0,6	1,5	5,1	7,6	-9,8	-1,1	-3,6
Lituania	-11,1	7,8	4,2	3,2	3,4	-0,4	1,8	2,9	5,8	-10,7	-9,0	-2,5
Ungheria	-6,3	1,0	2,9	3,0	2,7	-0,2	0,4	-0,3	16,9	9,2	0,4	-2,7
Polonia	-5,4	-2,2	-2,8	-2,7	2,0	1,9	0,7	1,2	6,0	3,1	2,0	0,8
Romania	-11,1	-3,6	-4,3	-4,2	6,7	3,0	1,8	0,7	6,5	2,3	4,9	1,9
Svezia	8,6	6,9	6,5	7,4	1,2	-3,9	-5,6	-4,9	9,4	-9,9	-9,0	-7,1
Regno Unito	-1,3	-1,5	-3,1	-2,7	-2,6	1,2	0,9	-1,5	-9,8	-3,0	0,0	10,0
UE7 ²⁾	-6,8	-1,4	-1,7	-1,6	3,4	1,8	1,4	1,1	7,1	1,8	0,9	0,2
UE10 ³⁾	-1,4	-0,2	-1,0	-0,5	-0,7	0,7	0,0	-1,3	-2,5	-1,9	-0,5	3,8
Area dell'euro	-0,2	-0,4	-0,2	-0,5	-1,2	-0,6	-0,8	0,3	-1,9	-0,6	-2,8	-3,1

Fonte: BCE.

1) I dati per il 2011 sono medie mobili di quattro trimestri fino al terzo trimestre del 2011.

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

3) L'aggregato UE10 comprende i dieci Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro al 31 dicembre 2011.

TASSI DI CAMBIO

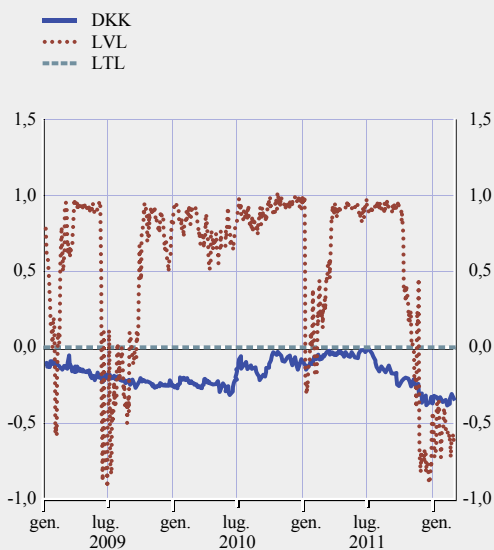
Nel 2011 gli andamenti dei tassi di cambio negli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro sono stati fortemente influenzati dai regimi valutari dei singoli paesi. Le divise di Danimarca, Lettonia e Lituania hanno partecipato ai Nuovi accordi europei di cambio (AEC II) con una banda di oscillazione standard rispetto alla parità centrale con l'euro di ± 15 per cento per il lat lettone e il litas lituano e una più ristretta di $\pm 2,25$ per cento per la corona danese (cfr. figura 27). 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, il litas lituano ha 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. Nel 2011 il litas lituano non si è discostato dalla parità centrale,

mentre il lat lettone ha oscillato entro la banda di ± 1 per cento fissata unilateralmente.

Per quanto riguarda le monete degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro che non hanno partecipato agli AEC II nel 2011, gli andamenti valutari possono essere suddivisi in due fasi. Nella prima metà dell'anno la corona ceca, il fiorino ungherese e il leu romeno hanno registrato un moderato apprezzamento e lo zloty polacco si è mantenuto sostanzialmente stabile nei confronti della moneta unica (cfr. figura 28). Ciò ha riflesso principalmente le prospettive economiche favorevoli dei paesi in questione e il miglioramento del clima di fiducia nell'area dell'euro, loro principale partner commerciale. Nella seconda metà dell'anno, tuttavia, la crescente avversione al rischio a livello mondiale ha concorso al deprezzamento di tali divise rispetto all'euro. In Ungheria l'indebolimento del fiorino è intervenuto in un contesto di rinnovati timori per l'indipendenza della banca centrale e l'interruzione dei colloqui

Figura 27 Andamenti delle valute dei paesi dell'UE che aderiscono agli AEC II

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

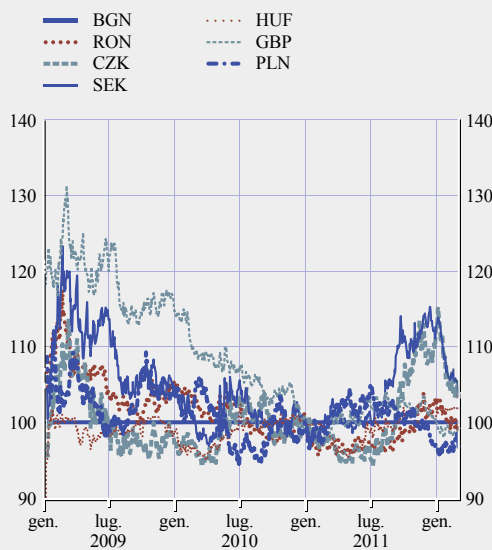


Fonte: BCE.

Note: una deviazione positiva (negativa) dalla parità centrale contro l'euro implica che la moneta considerata si trova dal lato debole (forte) della banda di oscillazione. La banda di oscillazione è pari a $\pm 2,25\%$ per la corona danese e a $\pm 15\%$ per le altre valute. L'ultima osservazione si riferisce al 2 marzo 2012.

Figura 28 Andamenti rispetto all'euro delle valute dei paesi dell'UE non aderenti agli AEC II

(dati giornalieri; indice: 3 gennaio 2011 = 100)



Fonte: BCE.

Note: un aumento (calo) indica un deprezzamento (apprezzamento) della valuta indicata. L'ultima osservazione si riferisce al 2 marzo 2012.

tra l’FMI e l’UE da un lato e il governo ungherese dall’altro riguardo alla concessione di un nuovo prestito precauzionale (cfr. anche riquadro 9). La sterlina britannica ha evidenziato andamenti opposti, deprezzandosi sulla moneta unica nel primo semestre e poi apprezzandosi sensibilmente nella parte successiva dell’anno. La corona svedese, che si era nettamente rafforzata nei confronti dell’euro nel 2009 e nel 2010 grazie alla vigorosa ripresa dell’economia, si è mantenuta sostanzialmente stabile nel 2011. Anche il lev bulgaro è rimasto invariato rispetto alla moneta unica, di riflesso al suo sistema di *currency board* basato sull’euro.

MERCATI FINANZIARI

Nel corso del 2011 le condizioni nei mercati finanziari degli Stati membri dell’UE non appartenenti all’area dell’euro sono generalmente peggiorate. I premi per il rischio di credito misurati dai *credit default swap* (CDS) si sono ampliati in tutti i paesi e in misura maggiore in Ungheria, mentre i tassi di interesse a lungo termine misurati dai rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni sono diminuiti o si sono mantenuti sostanzialmente invariati ovunque, tranne che in Ungheria e Lituania. Il generale aumento dei premi per il rischio sovrano va ricondotto non soltanto a fattori nazionali specifici, ma anche alla maggiore avversione al rischio degli investitori connessa al nuovo intensificarsi delle turbolenze finanziarie nell’area dell’euro. I tassi di interesse del mercato monetario sono aumentati in tutti gli Stati membri dell’UE non appartenenti all’area dell’euro, a eccezione di Bulgaria, Repubblica Ceca, Danimarca e Romania, per motivi in parte riconducibili all’innalzamento dei tassi ufficiali.

Nel 2011 i mercati azionari degli Stati membri dell’UE non appartenenti all’area dell’euro hanno generalmente registrato un calo significativo e mediamente in linea con l’area dell’euro (circa il 20 per cento). La flessione più contenuta è riferibile – nell’ordine – al Regno Unito e alla Danimarca e quella più accentuata alla Repubblica Ceca, seguita dalla Bulgaria.

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).

Fino a luglio 2011 molte banche centrali degli Stati membri dell’UE non appartenenti all’area dell’euro – compresa la Danmarks Nationalbank, la Magyar Nemzeti Bank, la Narodowy Bank Polski e la Sveriges Riksbank – hanno innalzato più volte i propri tassi di interesse di riferimento per contrastare le pressioni inflazionistiche attese oppure, nel caso della Danimarca, per rispecchiare gli interventi sui tassi della BCE. Al deteriorarsi delle prospettive economiche nella seconda metà dell’anno, a novembre e dicembre 2011 la Danmarks Nationalbank ha abbassato il proprio tasso di riferimento in linea con la riduzione operata dalla BCE. A novembre 2011 e a gennaio e febbraio 2012 anche la Banca Națională a României ha ridotto il suo tasso principale alla luce degli andamenti più favorevoli dell’inflazione. La Magyar Nemzeti Bank l’ha invece innalzato ulteriormente a novembre e dicembre 2011 per contenere il deprezzamento del fiorino, che minacciava di provocare un superamento dell’obiettivo di inflazione e accresceva la vulnerabilità del sistema finanziario.

Per quanto concerne le altre misure di politica monetaria, la Danmarks Nationalbank è intervenuta nel mercato valutario e ha abbassato in più riprese il tasso sui conti correnti e quello sui certificati di deposito allo scopo di mantenere stabile il cambio della corona con l’euro dopo l’intensificarsi degli afflussi di capitale nel corso dell’estate. La Banca Națională a României ha abbassato dal 25 al 20 per cento l’obbligo di riserva minimo sulle passività denominate in valuta estera con scadenza residua fino a due anni per proseguire l’allineamento graduale con gli standard della BCE. A gennaio 2012 la Latvijas Banka ha abbassato il coefficiente di riserva per

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: 2 per cento con ± 1 p.p. Fluttuazione controllata del tasso di cambio.
Danimarca	Obiettivo di cambio	Corona danese	Partecipa agli AEC II con una banda di oscillazione pari al $\pm 2,25$ per cento rispetto alla parità centrale di 7,46038 corone danesi per euro.
Lettonia	Obiettivo di cambio	Lat lettone	Partecipa agli AEC II con una banda di oscillazione pari al ± 15 per cento rispetto alla parità centrale di 0,702804 lat lettone per euro. La Lettonia continua, come impegno unilaterale, a mantenere una banda di oscillazione pari al ± 1 per cento.
Lituania	Obiettivo di cambio	Litas lituano	Partecipa agli AEC II con una banda di oscillazione pari al ± 15 per cento rispetto alla parità centrale di 3,45280 litas lituani per euro. La Lituania continua, come impegno unilaterale, a mantenere un regime di <i>currency board</i> .
Ungheria	Obiettivo di inflazione	Fiorino ungherese	Obiettivo di inflazione: 3 per cento con ± 1 p.p., obiettivo a medio termine dal 2007. Libera fluttuazione del tasso di cambio.
Polonia	Obiettivo di inflazione	Zloty polacco	Obiettivo di inflazione: 2,5 per cento con ± 1 p.p. (variazione sui dodici mesi dell'IPC). Libera fluttuazione del tasso di cambio.
Romania	Obiettivo di inflazione	Leu rumeno	Obiettivo di inflazione: 3,0 per cento con ± 1 p.p. a fine 2011 e a fine 2012 e 2,5 per cento con ± 1 p.p. a partire da fine 2013. Fluttuazione controllata del tasso di cambio.
Svezia	Obiettivo di inflazione	Corona svedese	Obiettivo di inflazione: 2 per cento, misurato come variazione sui dodici mesi dell'IPC. Libera fluttuazione del tasso di cambio.
Regno Unito	Obiettivo di inflazione	Sterlina britannica	Obiettivo di inflazione: 2 per cento, misurato come incremento sui dodici mesi dell'IPC. In caso di deviazione superiore a 1 p.p., il Governatore della Bank of England è tenuto a scrivere una lettera aperta al Cancelliere dello Scacchiere per conto del Monetary Policy Committee della Banca. Libera fluttuazione del tasso di cambio.

Fonte: SEBC.

Nota: per il Regno Unito l'IPC è identico allo IAPC.

le passività con scadenza superiore a due anni dal 3 al 2 per cento e quello per le altre passività dal 5 al 4 per cento, creando di conseguenza condizioni di prestito più favorevoli. In ottobre la Bank of England ha incrementato di 75 miliardi di sterline il suo programma di acquisizione di attività, portandolo a 275 miliardi, a causa del deterioramento delle prospettive economiche e del maggior rischio di un tasso di inflazione inferiore all'obiettivo di medio termine del 2 per cento.



La Grossmarkthalle è un edificio storico tutelato, realizzato tra il 1926 e il 1928 su progetto del Professor Martin Elsaesser, allora responsabile del dipartimento di urbanistica del Comune di Francoforte sul Meno; in passato ha ospitato i mercati ortofruttili generali della città. Il restauro della Grossmarkthalle comporta la rimozione della malta da tutti i giunti delle facciate di mattoni delle ali laterali e la sua sostituzione.

La muratura con giunti di malta era una delle peculiarità della Grossmarkthalle. In base al progetto originario, lo sviluppo in orizzontale delle file di mattoni doveva essere accentuato dal variare non soltanto dell'ampiezza ma anche della colorazione dei giunti; quelli orizzontali erano più larghi e rifiniti con malta di colore chiaro, mentre i giunti di assestamento verticali erano più stretti e di una sfumatura più scura. Il meticoloso restauro dei giunti è teso a replicare il carattere originario delle facciate.

I lavori di ripristino dell'ala est sono stati completati nel 2011, quelli dell'ala ovest sono iniziati nella primavera dello stesso anno. Tutti gli interventi di restauro hanno ricevuto il nulla osta della soprintendenza per i beni storici.

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

1.1 LE OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA

Gli strumenti di politica monetaria dell'Eurosistema utilizzati nel 2011 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. L'Eurosistema ha inoltre fatto ricorso a misure non convenzionali, fra cui il secondo Programma per l'acquisto di obbligazioni garantite (*Covered Bond Purchase Programme*, CBPP) e il Programma per il mercato dei titoli finanziari (*Securities Markets Programme*, SMP).

Nel 2011 il Consiglio direttivo ha modificato i tassi di interesse di riferimento della BCE in quattro occasioni (cfr. figura 29). Il 13 aprile 2011 i tassi di interesse sulle ORP, sulle operazioni

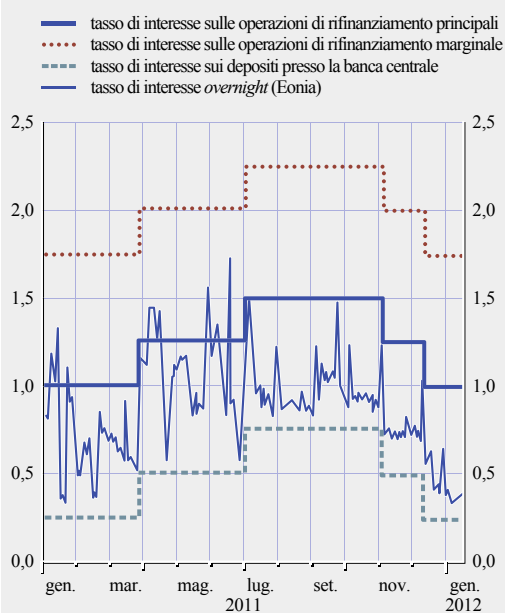
di rifinanziamento marginale e sui depositi presso le banche centrali sono stati innalzati di 25 punti base, portandosi rispettivamente all'1,25, 2,00 e 0,50 per cento. Gli stessi tassi sono stati ulteriormente incrementati di 25 punti base con effetto dal 13 luglio. Il Consiglio direttivo ha successivamente deciso di abbassare i tassi di riferimento della BCE di 25 punti base con effetto dal 9 novembre. Il 14 dicembre tutti i tassi in parola sono stati ridotti di ulteriori 25 punti base, riportandoli ai livelli di inizio anno (ossia 1,00, 1,75 e 0,25 per cento, rispettivamente). L'ampiezza del corridoio dei tassi di interesse è stata mantenuta a 150 punti base (ossia a 75 punti base al disotto e al disopra del tasso fisso sulle ORP).

L'attuazione della politica monetaria nel 2011 è stata ancora una volta determinata dalla volontà dell'Eurosistema di far fronte alle tensioni in alcuni segmenti dei mercati finanziari e al malfunzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria. A tutte le ORP e ORLT hanno continuato ad applicarsi procedure d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti. Di conseguenza, il volume in essere delle operazioni di rifinanziamento ha continuato a dipendere dalla domanda delle controparti, riflettendo così le loro preferenze in termini di liquidità. La domanda di liquidità dall'Eurosistema da parte del sistema bancario si è mantenuta relativamente stabile intorno a 600 miliardi di euro nella prima metà dell'anno, ma è cresciuta nettamente nella seconda metà, superando i 1.000 miliardi di euro a fine anno (cfr. figura 31).

Nel 2011¹ il fabbisogno medio giornaliero di liquidità del sistema bancario dell'area dell'euro è stato pari a 470 miliardi di euro, in calo del 16 per cento rispetto al 2010. Il principale motivo di questa diminuzione va ricercato nella

Figura 29 Tassi di interesse della BCE e tasso di interesse overnight

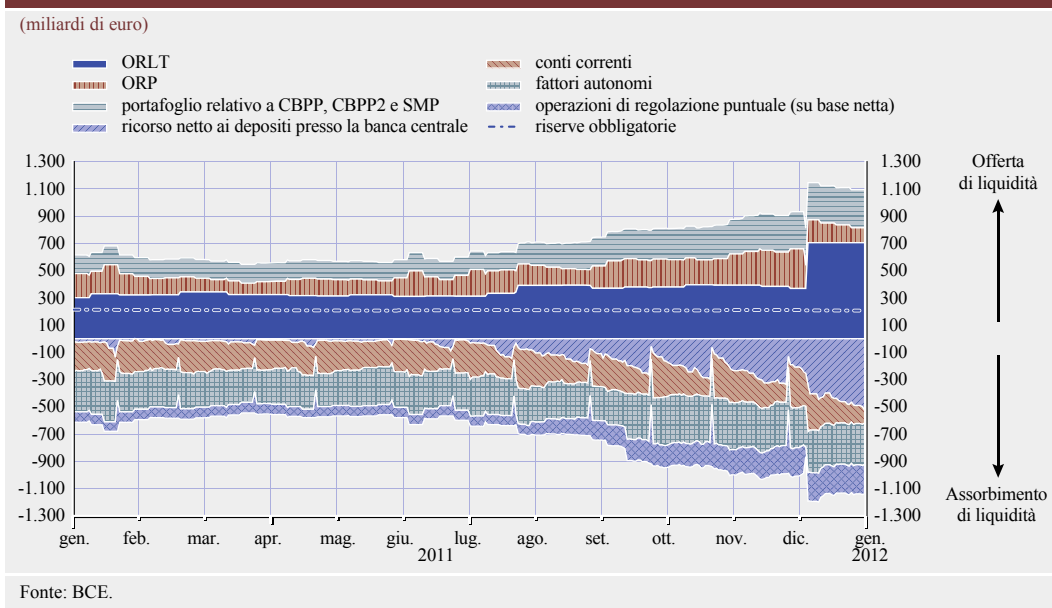
(valori percentuali)



Fonte: BCE.

¹ Questo periodo copre per intero i 12 periodi di mantenimento del 2011, dal 19 gennaio 2011 al 17 gennaio 2012.

Figura 30 Determinanti della posizione di liquidità nell'area dell'euro nel 2011



flessione dei fattori autonomi², pari al 25 per cento, scesi in media a 260 miliardi di euro (cfr. figura 30). Le riserve obbligatorie sono lievemente diminuite durante l'anno, portandosi a un valore medio di 208 miliardi di euro, a fronte dei 212 miliardi del 2010. L'ammontare mensile di riserve in eccesso è risultato pari a 2,53 miliardi di euro, in aumento rispetto agli anni precedenti (1,26 e 1,03 miliardi di euro rispettivamente nel 2010 e nel 2009).

L'ampio ammontare di liquidità in eccesso (ossia la differenza fra la liquidità fornita dall'Eurosistema e il fabbisogno di liquidità del sistema bancario) si è tradotto in un marcato incremento del ricorso ai depositi presso le banche centrali. Quest'ultimo è risultato giornalmente, in media, pari a circa 25 miliardi di euro nella prima metà del 2011 ed è andato costantemente aumentando, passando da 87 miliardi di euro il 1° agosto a 528 miliardi di euro alla fine del 12° periodo di mantenimento del 2011.

OPERAZIONI DI MERCATO APERTO

L'Eurosistema utilizza attualmente ORP, ORLT convenzionali, operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale pari a un periodo

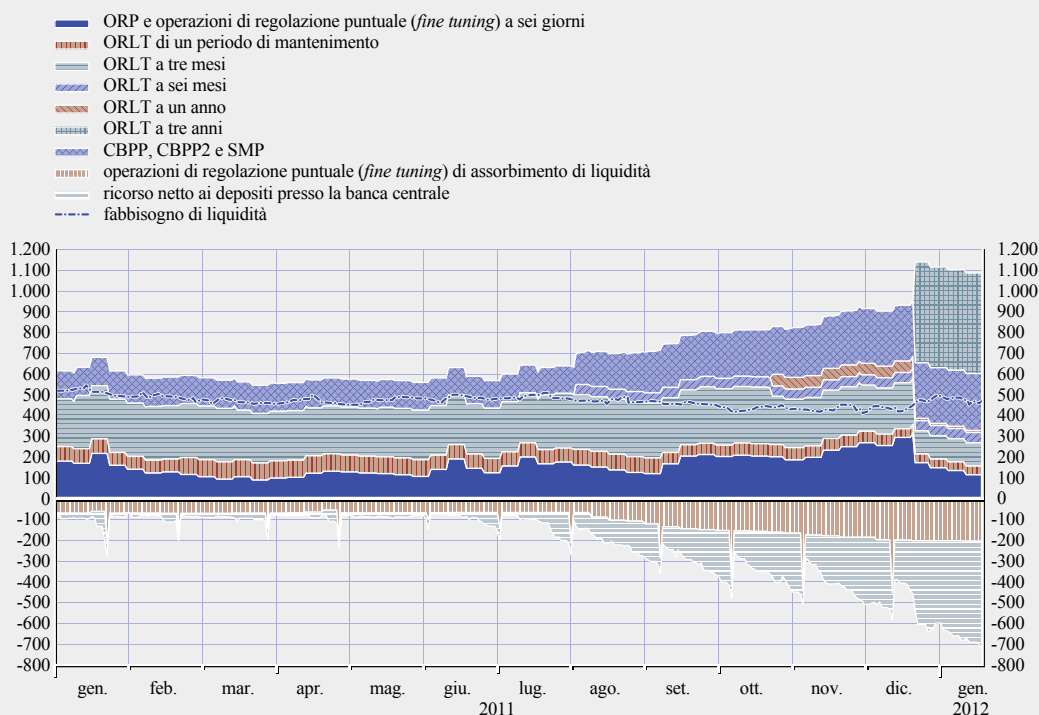
di mantenimento, ORLT supplementari e operazioni di *fine tuning* per gestire le condizioni di liquidità nel mercato monetario. Tutte le operazioni di immissione di liquidità devono essere interamente garantite.

Le ORP sono operazioni regolari con frequenza settimanale e scadenza normalmente pari a una settimana. Sono il principale strumento di segnalazione dell'orientamento della politica monetaria della BCE. Nel 2011 tutte le 52 ORP sono state condotte con aste a tasso fisso in cui è stata soddisfatta la totalità delle richieste. Il numero di controparti idonee è aumentato nel 2011, passando da 2.267 a 2.319. In media, 190 controparti hanno partecipato alle ORP nel 2011. Il volume medio aggiudicato nelle ORP è stato pari a 156 miliardi di euro (contro 133,8 miliardi del 2010), mentre il volume medio aggiudicato nella prima metà dell'anno è stato inferiore del 42 per cento a quello della seconda metà dell'anno. Nel 2011 il minor numero di controparti (126) che ha partecipato

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

Figura 31 Volume delle operazioni di politica monetaria in essere

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

a una ORP è stato registrato nell'operazione regolata il 7 settembre e il minore volume delle ORP (84,5 miliardi di euro) è stato aggiudicato nell'operazione regolata il 6 aprile. Specularmente, la partecipazione più elevata (371) si è avuta il 2 febbraio, mentre l'importo maggiore di aggiudicazione (291,6 miliardi) è stato registrato il 14 dicembre.

Nel 2011 il volume medio giornaliero in essere di liquidità aggiudicata nelle ORLT convenzionali a tre mesi, nelle operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale e nelle ORLT supplementari è stato pari a 373 miliardi di euro. La partecipazione alle ORLT a tre mesi è stata pari in media a 72,7 miliardi di euro e ha continuato a essere volatile nell'arco dell'intero anno, variando da un minimo di 29,7 miliardi di euro aggiudicati in dicembre a un massimo di 140,6 miliardi in settembre. Per le operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale a un mese, il volume medio di aggiudicazione è stato

pari a 66,8 miliardi di euro, mentre il numero medio di controparti partecipanti è stato pari a 47. Alla ORLT a sei mesi regolata l'11 agosto hanno preso parte 114 controparti per un importo totale di 49,8 miliardi di euro. Infine, nella ORLT supplementare a 3 anni³ regolata il 22 dicembre, la partecipazione è stata di 523 controparti e il totale aggiudicato di 489,2 miliardi di euro, di cui 45,7 miliardi trasferiti dalla ORLT supplementare a 12 mesi aggiudicata nell'ottobre 2011. Un totale di 123 controparti ha fatto ricorso alla possibilità di passare da un'operazione all'altra, mentre 58 controparti hanno deciso di mantenersi all'interno dell'ORLT supplementare a 12 mesi, il cui ammontare residuo in essere è risultato pari a 11,2 miliardi di euro.

3 Il tasso di questa ORLT è posto pari a quello medio delle ORP per tutta la durata dell'operazione. Dopo un anno (ossia a partire dal 26 dicembre 2012), le controparti avranno la possibilità di rimborsare con cadenza settimanale (ossia ogni mercoledì) la totalità (o parte) dei fondi presi a prestito.

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

IL PROGRAMMA PER IL MERCATO DEI TITOLI FINANZIARI

Nel maggio 2010 il Consiglio direttivo ha deciso di costituire il Programma per il mercato dei titoli finanziari (*Securities Markets Programme*, SMP). L'obiettivo di questo programma temporaneo è di far fronte al malfunzionamento di alcuni segmenti dei mercati dei titoli di debito dell'area dell'euro e ripristinare un appropriato meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Il programma è attuato dai gestori di portafoglio dell'Eurosistema che effettuano acquisti di determinati titoli di Stato dell'area dell'euro attraverso interventi sul mercato. Nell'ambito dell'SMP, nel 2011, è stato acquistato un ammontare complessivo di titoli pari a 144,6 miliardi di euro, la maggior parte dei quali è stata realizzata nel periodo compreso tra il comunicato del Presidente della BCE del 7 agosto 2011 sull'avvio dell'SMP e la fine dell'anno. Al 30 dicembre 2011 l'Eurosistema aveva acquistato titoli nell'ambito dell'SMP per un volume di regolamento totale di circa 211,4 miliardi di euro⁴.

IL SECONDO PROGRAMMA DI ACQUISTO DI OBBLIGAZIONI GARANTITE

Il 6 ottobre 2011 il Consiglio direttivo ha deciso di avviare un nuovo programma di acquisto di obbligazioni garantite, il CBPP2, allo scopo di allentare le condizioni di finanziamento delle banche e delle imprese e di incoraggiare gli istituti di credito a mantenere o espandere l'attività di prestito alla clientela. Il programma consente all'Eurosistema di acquistare obbligazioni garantite idonee denominate in euro ed emesse all'interno dell'area dell'euro per un importo nominale previsto di 40 miliardi di euro. Gli acquisti sono effettuati sia sui mercati primari sia su quelli secondari sulla base di determinati criteri di idoneità. Si prevede che il programma verrà completato al più tardi entro la fine di ottobre 2012. Al 30 dicembre 2011 erano state acquistate obbligazioni

garantite per complessivi 3,1 miliardi di euro. Il Consiglio direttivo ha inoltre deciso di mettere a disposizione il portafoglio del CBPP2 per operazioni di prestito titoli. Queste ultime sono effettuabili su base volontaria e condotte mediante le linee di prestito titoli offerte dai sistemi di deposito accentrato, oppure per il tramite di operazioni di riacquisto corrispondenti effettuate con controparti idonee.

Nell'ambito del precedente programma di acquisto di obbligazioni garantite (CBPP) concluso nel 2010, era stato acquistato un importo nominale di 60 miliardi di euro su un periodo di un anno dal 1° luglio 2009 al 30 giugno 2010. Dal marzo 2010 i titoli detenuti nell'ambito del programma erano stati resi disponibili per le operazioni di prestito a controparti ammesse a fonte 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 programma fossero in linea di principio disponibili per le operazioni di prestito.

LE OPERAZIONI DI REGOLAZIONE PUNTUALE (FINE TUNING)

Al fine di riassorbire la liquidità immessa tramite l'SMP, la BCE ha condotto operazioni settimanali di *fine tuning* di assorbimento della liquidità per la raccolta di depositi a tempo determinato a una settimana per importi corrispondenti al valore delle operazioni regolate nell'ambito dell'SMP fino al venerdì precedente. Queste operazioni di *fine tuning* sono state condotte mediante aste a tasso variabile con tasso massimo di offerta pari al tasso prevalente sulle ORP. La BCE ha inoltre condotto operazioni di *fine tuning* per compensare lo squilibrio di liquidità nell'ultimo giorno dei periodi di mantenimento. Sono state condotte 12 operazioni di assorbimento della liquidità, della durata di un giorno, tramite aste a tasso variabile con tasso massimo di offerta

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

pari al tasso fisso delle ORP. In media sono stati assorbiti tramite queste operazioni 154 miliardi di euro, con la partecipazione di 136 controparti. A partire dal 14 dicembre 2011 le operazioni di regolazione puntuale nell'ultimo giorno dei periodi di mantenimento sono state temporaneamente sospese. In relazione all'ORLT a 3 anni sono stati forniti 141,9 miliardi di euro mediante un'operazione di *fine tuning* per l'immissione di liquidità a un giorno regolata il 21 dicembre 2011.

LE OPERAZIONI ATTIVABILI SU INIZIATIVA DELLE CONTROPARTI

Le controparti possono utilizzare le due operazioni attivabili su loro iniziativa per ottenere liquidità *overnight* contro idonee garanzie o per effettuare depositi *overnight* presso l'Eurosistema. Alla fine del 2011 2.605 controparti avevano accesso alle operazioni di rifinanziamento marginale e 2.976 a quelle di deposito. Il ricorso a queste ultime operazioni si è mantenuto su livelli elevati, specie durante la seconda metà del 2011, toccando un massimo di 452 miliardi di euro il 27 dicembre 2011, poi superato il 17 gennaio 2012 con un picco di 528 miliardi. Il ricorso medio giornaliero alle operazioni di deposito è stato di 120 miliardi di euro (contro 145,9 miliardi nel 2010 e 109 miliardi nel 2009). Nel 2011 il ricorso alle operazioni di deposito nell'arco dei vari periodi di mantenimento ha seguito un andamento sostanzialmente analogo: 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 2,1 miliardi di euro (a fronte di 0,62 miliardi nel 2010).

IL REGIME DI RISERVA OBBLIGATORIA

Gli enti creditizi dell'area dell'euro devono detenere riserve obbligatorie su conti correnti costituiti presso l'Eurosistema. Come sempre dal 1999, anche nel 2011 le riserve obbligatorie sono state pari al 2 per cento dell'aggregato soggetto a riserva, ammontando in media a 208 miliardi di euro, in calo del 2 per cento rispetto al 2010. Poiché l'Eurosistema remunera le riserve

obbligatorie a un tasso corrispondente al tasso sulle ORP, il regime di riserva obbligatoria non rappresenta un'imposta per il settore bancario. In considerazione della politica di piena aggiudicazione degli importi applicata nelle ORP nel 2011, il Consiglio direttivo ha ritenuto che, per governare le condizioni del mercato monetario, il regime di riserva obbligatoria non dovesse essere applicato nella stessa misura che in circostanze normali. L'8 dicembre il Consiglio direttivo ha pertanto deciso di ridurre il coefficiente di riserva all'1 per cento a partire dal periodo di mantenimento con inizio il 18 gennaio 2012, al fine di favorire il credito bancario e la liquidità nel mercato monetario dell'area dell'euro.

LE ATTIVITÀ IDONEE PER LE OPERAZIONI DI CREDITO

Come richiesto dall'articolo 18.1 dello 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 che l'Eurosistema sia in larga misura tutelato contro il rischio di perdite nelle sue operazioni di credito (cfr. *infra* per maggiori dettagli sugli aspetti della gestione dei rischi).

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 assicurato a un ampio novero di controparti, è stata fondamentale nel fornire sostegno alla conduzione della politica monetaria in periodi di tensione. La flessibilità insita nel quadro operativo dell'Eurosistema ha consentito a quest'ultimo di fornire la liquidità necessaria per rispondere alle disfunzioni del mercato monetario durante la crisi finanziaria, evitando che le controparti andassero incontro a restrizioni generalizzate sulla disponibilità di garanzie.

A partire dal 1° gennaio 2011 i depositi a scadenza fissa sono stati inseriti nel sistema di garanzie dell'Eurosistema. Tali strumenti

erano già stati accettati in precedenza, a seguito dell'ampliamento temporaneo della lista di garanzie stanziabili nel 2008. In aggiunta, nella riunione dell'8 dicembre 2011, il Consiglio direttivo ha deciso, in connessione con altre misure non convenzionali di politica monetaria, di accrescere la disponibilità di garanzie.

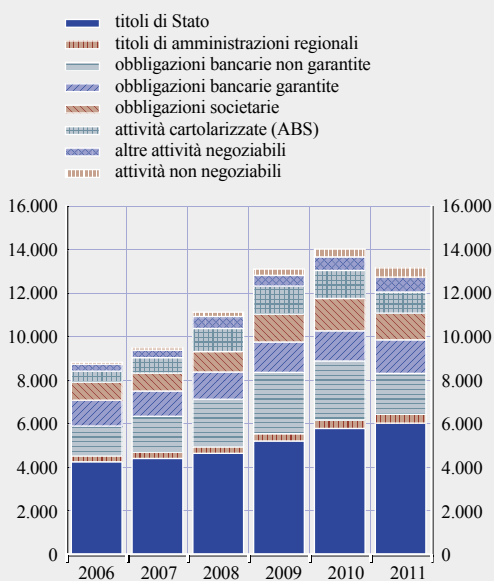
Nel 2011 l'ammontare medio di attività idonee è stato pari a 13.200 miliardi di euro, in calo del 6 per cento rispetto al 2010 (cfr. figura 32). Tale andamento è riconducibile in particolare a una flessione significativa delle obbligazioni bancarie non garantite, dovuta soprattutto alla scadenza di alcune garanzie statali sulle obbligazioni di questo tipo, nonché delle attività cartolarizzate (ABS), imputabile in ampia misura ai più stringenti requisiti di *rating* adottati a partire dal 1° marzo 2011. I titoli delle amministrazioni centrali, pari a 6.000 miliardi di euro, rappresentavano il 46 per cento del totale delle attività presentate, seguiti dalle obbligazioni bancarie non garantite

(1.900 miliardi di euro, ossia il 14 per cento) e da quelle garantite (1.500 miliardi di euro, 12 per cento). Oltre ad attività negoziabili, la lista delle garanzie idonee include attività non negoziabili, soprattutto crediti (anche definiti "prestiti bancari"). A differenza di quanto avviene per le attività negoziabili il volume delle attività non negoziabili potenzialmente idonee non è facilmente stimabile. L'ammontare di attività non negoziabili depositate ha raggiunto 400 miliardi di euro nel 2011.

Le garanzie stanziolate dalle controparti sono diminuite da un valore medio di 2.010 miliardi di euro nel 2010 a 1.790 miliardi nel 2011 (cfr. figura 33). Nel contempo, l'ammontare medio di credito erogato è calato, riducendosi di circa 137 miliardi di euro rispetto all'anno precedente, in parte per effetto della scadenza di ORLT a un anno verso la fine del 2010. Di conseguenza, la quota delle garanzie depositate non utilizzate per coprire crediti connessi a operazioni di politica monetaria è aumentata,

Figura 32 Garanzie idonee per tipologia di attività

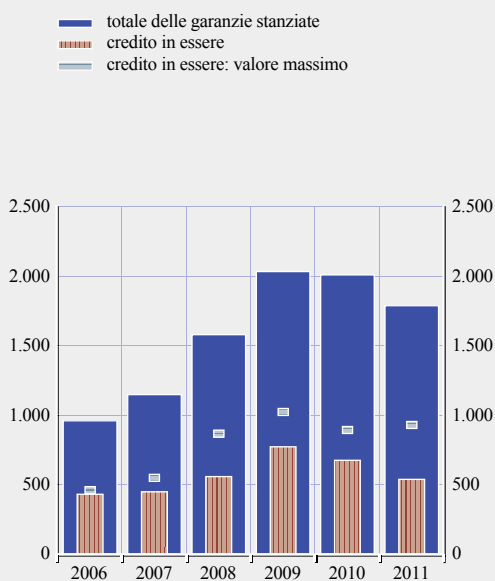
(miliardi di euro; media sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

Figura 33 Garanzie stanziolate nelle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema e credito in essere nelle operazioni di politica monetaria

(miliardi di euro)

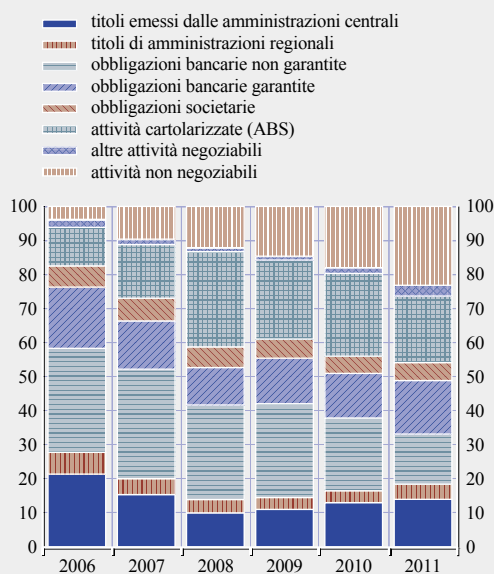


Fonte: BCE.

Nota: le garanzie stanziolate si riferiscono alle attività depositate in garanzia nei paesi che adottano un sistema di *pooling* e nei paesi che utilizzano un sistema di *earmarking*.

Figura 34 Scomposizione per tipologia delle attività (compresi i crediti) costituite in garanzia

(valori percentuali; medie sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

mentre il loro importo assoluto è calato leggermente. Ciò fa ritenere che, quantomeno a livello aggregato, le controparti dell'Eurosistema non abbiano risentito di una carenza di garanzie stanziabili.

Per quanto riguarda la composizione delle garanzie stanziati (cfr. figura 34), la componente maggiore nel 2011 è stata quella delle attività non negoziabili (principalmente crediti e depositi a scadenza fissa), che rappresentavano il 23 per cento del totale (a fronte del 18 per cento nel 2010). Di riflesso all'andamento delle garanzie idonee totali, le quote di ABS e obbligazioni bancarie non garantite sono diminuite. Per contro, anche per effetto della crisi del debito sovrano di alcuni paesi dell'area dell'euro, la quota media di titoli delle amministrazioni centrali è leggermente aumentata, dal 13 per cento del 2010 al 14 per cento del 2011.

GLI ASPETTI DI GESTIONE DEI RISCHI RELATIVI ALLE OPERAZIONI DI CREDITO

Nell'attuazione delle operazioni di politica monetaria l'Eurosistema è esposto al rischio

di insolvenza delle controparti. Tale rischio è attenuato dalla richiesta di adeguate garanzie. Tuttavia, in caso di insolvenza di una controparte, l'Eurosistema si troverebbe esposto anche a rischi di credito, di mercato e di liquidità associati con la liquidazione delle attività ricevute in garanzia. In aggiunta, le operazioni di immissione di liquidità in valuta estera contro garanzie denominate in euro comportano un rischio di cambio. Al fine di contenere questi rischi entro livelli accettabili, l'Eurosistema mantiene elevati criteri di qualità creditizia per le attività accettate in garanzia, valuta le garanzie su base giornaliera e applica appropriate misure di controllo dei rischi. L'istituzione di un apposito Ufficio Gestione dei rischi, unitamente al lavoro che continua a svolgere il Comitato per la gestione dei rischi, ha ulteriormente contribuito al potenziamento delle prassi di gestione dei rischi in seno alla BCE e all'Eurosistema (cfr. anche la sezione 1.6 del capitolo 7).

Per motivi precauzionali, l'Eurosistema ha costituito delle riserve contro potenziali perdite derivanti dalla liquidazione delle garanzie ricevute da controparti insolventi. Il livello di queste riserve è rivisto con cadenza annuale, in attesa della fattuale cessione delle garanzie e in linea con la prospettiva di recupero. Più in generale, i rischi finanziari delle operazioni di credito sono quantificati a livello di Eurosistema e segnalati periodicamente agli organi decisionali della BCE.

Nel 2011 la BCE ha apportato una serie di modifiche ai criteri di idoneità delle garanzie e alle misure di controllo dei rischi.

Conformemente con la decisione del Consiglio direttivo del 28 luglio 2010, il 1° gennaio 2011 è entrata in vigore la nuova griglia degli scarti di garanzia risultante dalla verifica biennale delle misure di controllo dei rischi dell'Eurosistema.

Il 18 febbraio il Consiglio direttivo ha ammesso l'uso dello strumento di *rating* di Coface Serviços Portugal, S.A. nell'ambito del quadro di riferimento dell'Eurosistema per la valutazione della qualità creditizia (*Eurosystem credit assessment framework*, ECAF).

Il 31 marzo 2011 il Consiglio direttivo ha deciso di sospendere l'applicazione della soglia minima di qualità creditizia per gli strumenti di debito negoziabili emessi o garantiti dal governo irlandese. Il 7 luglio 2011 tale trattamento è stato esteso agli analoghi titoli del governo portoghese. Queste decisioni hanno fatto seguito all'esito positivo della valutazione dei programmi di correzione economica e finanziaria adottati dai governi di Irlanda e Portogallo, negoziati con la Commissione europea, in cooperazione con la BCE e l'FMI, e sono state prese sulla base dell'impegno di tali governi per la piena attuazione dei programmi.

A seguito della decisione del Consiglio direttivo del 16 dicembre 2010 per l'adozione di requisiti di informativa relativi ai singoli prestiti per le ABS, cominciando dai titoli garantiti da mutui residenziali, nell'ambito del sistema di garanzie dell'Eurosistema, il 29 aprile 2011 la BCE ha annunciato l'intenzione di introdurre entro 18 mesi tali requisiti anche per i titoli garantiti da ipoteche commerciali e per le operazioni delle piccole e medie imprese (PMI) accettate nel quadro del sistema di garanzie dell'Eurosistema. L'informativa relativa ai singoli prestiti diventerà un requisito di idoneità al momento dell'entrata in vigore dell'obbligo di fornire dati a livello di prestito.

Nel contesto delle misure volte a favorire il credito bancario e l'attività nel mercato monetario annunciate l'8 dicembre 2011, il Consiglio direttivo ha deciso di accrescere la disponibilità di garanzie stanziabili: 1) abbassando la soglia di *rating* attualmente pari a due "triple A" all'emissione per determinate ABS e 2) autorizzando temporaneamente le BCN ad accettare come garanzia ulteriori crediti (ossia prestiti bancari) *in bonis* che soddisfino specifici criteri di idoneità. Fra le attività stanziabili a garanzia delle operazioni di credito, l'Eurosistema ha incluso le ABS aventi un secondo *rating* pari ad almeno la "singola A" nella scala armonizzata di valutazioni dell'Eurosistema sia al momento dell'emissione sia in qualunque momento successivo, e aventi, fra le attività sottostanti, unicamente mutui

residenziali oppure unicamente prestiti alle PMI. Le ABS devono inoltre soddisfare tutti gli altri specifici criteri di idoneità, eccetto quello relativo al *rating*.

In aggiunta, il Consiglio direttivo si è dichiarato favorevole a un impiego più ampio dei crediti a garanzia delle operazioni di credito dell'Eurosistema, sulla base di criteri armonizzati, nonché all'obiettivo di migliorare le capacità dell'Eurosistema di valutare internamente i crediti. I fornitori di valutazioni esterne del merito di credito (agenzie di *rating* e fornitori di strumenti di *rating*), nonché le banche commerciali che si avvalgono di sistemi basati sui *rating* interni, sono stati inoltre incoraggiati a chiedere l'avallo dell'Eurosistema nel quadro dell'ECAF.

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

Nel 2011 l'Eurosistema ha effettuato un intervento sui mercati valutari. In risposta alle oscillazioni del tasso di cambio dello yen collegate alla catastrofe naturale in Giappone, e su richiesta delle autorità giapponesi, le autorità di Stati Uniti, Regno Unito e Canada, nonché la BCE, si sono unite al Giappone il 18 marzo per effettuare un intervento concertato sui mercati dei cambi. La BCE non ha effettuato alcuna operazione avente per oggetto le divise dei paesi che partecipano agli AEC II. L'accordo permanente tra la BCE e l'FMI volto a facilitare lo svolgimento di transazioni in diritti speciali di prelievo (DSP) da parte dell'FMI e per conto della BCE con altri detentori di DSP, è stato attivato in cinque occasioni nel 2011.

L'accordo temporaneo per lo scambio di liquidità nelle rispettive valute (linea di *swap*) che la BCE ha concluso con il Federal Reserve System nel 2007, riattivato nel maggio 2010 per contrastare le tensioni nei mercati europei dei finanziamenti in dollari USA, è stato prolungato due volte nel 2011, l'ultima volta fino al 1° febbraio 2013. In stretta cooperazione con altre banche centrali,

l'Eurosistema ha fornito finanziamenti in dollari alle sue controparti a fronte di garanzie idonee mediante operazioni effettuate sotto forma di pronti contro termine e condotte in base a procedure di asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi. Oltre a queste regolari operazioni settimanali con scadenza a sette giorni, il Consiglio direttivo ha deciso il 15 settembre 2011, d'accordo con la Federal Reserve, la Bank of England, la Bank of Japan e la Banca Nazionale Svizzera, di condurre tre operazioni di immissione di liquidità in dollari con una scadenza approssimativamente pari a tre mesi, per coprire il periodo sino alla fine dell'anno. Nel 2011 l'Eurosistema ha effettuato 50 operazioni con scadenza a sette giorni, nonché un'operazione a 14 giorni a fine anno e quattro operazioni a 84 giorni. In 27 operazioni le controparti non hanno sottoposto alcuna offerta. Il 30 novembre la BCE, la Bank of England, la Bank of Japan e la Banca Nazionale Svizzera hanno deciso di continuare a effettuare aste a tre mesi sino a nuovo avviso. Questa decisione è stata presa nell'ambito delle azioni coordinate intraprese da queste quattro banche centrali, dal Federal Reserve System e dalla Bank of Canada al fine di potenziare la loro capacità di offrire un sostegno di liquidità al sistema finanziario internazionale. Tali azioni avevano lo scopo di allentare le tensioni nei mercati finanziari e attenuare così i loro effetti sull'offerta di credito alle famiglie e alle imprese, in modo da favorire l'attività economica. Fra queste figurava la decisione della BCE di stabilire, in cooperazione con le altre banche centrali, una rete temporanea di linee di *swap* reciproche. Tale rete consente all'Eurosistema di fornire all'occorrenza euro alle banche centrali partecipanti, nonché di immettere liquidità, ove necessario, in yen giapponesi, lire sterline, franchi svizzeri e dollari canadesi (in aggiunta alle operazioni in essere in dollari USA). L'istituzione di accordi bilaterali temporanei di *swap* di liquidità fra queste banche centrali è stata concordata come misura di emergenza che permette di fornire liquidità in ciascuna delle valute degli aderenti agli accordi nelle relative giurisdizioni, qualora lo richiedano le condizioni del mercato. Le linee di *swap* sono state autorizzate fino al 1° febbraio 2013.

Il 25 agosto 2011 il Consiglio direttivo ha deciso, di comune accordo con la Bank of England, di prolungare l'accordo di *swap* reciproco fino al 28 settembre 2012. L'accordo, annunciato il 17 dicembre 2010, aveva come scadenza originaria la fine di settembre 2011. Esso prevede che la Bank of England possa fornire, ove necessario, fino a 10 miliardi di sterline alla BCE in cambio di euro. Consente inoltre di rendere disponibili sterline alla Central Bank of Ireland come misura precauzionale, al fine di soddisfare l'eventuale fabbisogno temporaneo di liquidità in tale valuta del sistema bancario irlandese.

Nella settimana terminata il 30 dicembre 2011 erano in essere operazioni di pronti contro termine per l'immissione di liquidità per 1,5 miliardi di euro. Tali operazioni sono state condotte dalla BCE in connessione con gli accordi di liquidità esistenti con le banche centrali di paesi esterni all'area dell'euro.

1.3 LE ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO

La BCE investe i fondi collegati al suo portafoglio di riserve ufficiali, nonché fondi propri. Queste attività di investimento, separate dai programmi di politica monetaria come l'SMP e il CBPP2, sono organizzate in modo tale da assicurare che nessuna informazione riservata sulle azioni di politica monetaria della banca centrale possa essere utilizzata quando si adottano decisioni di investimento (c.d. "muraglia cinese"). In caso di trasmissione, intenzionale o meno, di tali informazioni riservate, le attività di investimento della BCE possono essere sospese interamente o parzialmente, il che implica che non è consentito che la composizione dei portafogli di investimento della BCE cambi rispetto ai relativi indici di riferimento (*benchmark*).

LA GESTIONE DELLE RISERVE UFFICIALI

Il portafoglio di riserve ufficiali della BCE è stato originariamente costituito tramite trasferimenti di riserve in valuta dalle 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 della 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 è composto da dollari USA, yen giapponesi, oro e DSP. Le riserve in dollari e yen sono gestite attivamente dalla BCE e dalle BCN dell'area dell'euro che desiderano partecipare a quest'attività in rappresentanza della BCE. Dal gennaio 2006 si applica un "modello di specializzazione valutaria" allo scopo di accrescere l'efficienza delle operazioni di investimento della BCE. Esso prevede che a ogni BCN che desidera prendere parte alla gestione delle riserve in valuta estera della BCE, o gruppo di BCN che agisce congiuntamente a tal fine, venga assegnata una quota del portafoglio in dollari statunitensi o di quello in yen giapponesi⁵.

Il valore delle riserve nette in valuta⁶ della BCE ai tassi di cambio e ai prezzi di mercato correnti è aumentato da 60,6 miliardi di euro a fine 2010 a 65,6 miliardi a fine 2011, di cui 45,3 miliardi in valuta estera e 20,3 miliardi in oro e DSP. L'aumento di valore del portafoglio in valute ha rispecchiato un apprezzamento dell'8 per cento dello yen giapponese rispetto all'euro, nonché i contributi positivi delle plusvalenze patrimoniali e del reddito da interessi generati dalle attività di gestione del portafoglio, ma è stato in ampia misura controbilanciato dall'intervento effettuato nei mercati dei cambi in marzo (cfr. sezione 1.2). Ai tassi di cambio di fine 2011 le attività denominate in dollari USA e quelle in yen costituivano rispettivamente il 76 e il 24 per cento delle riserve in valuta. Il valore delle posizioni in oro e DSP è cresciuto del 16 per cento circa. Tale incremento è principalmente dovuto all'apprezzamento dell'oro di circa l'11 per cento nel 2011 (misurato in euro). Le disponibilità in oro della BCE sono aumentate all'inizio del

2011, quando la Eesti Pank ha trasferito alla BCE la propria quota di oro nell'ambito del trasferimento delle riserve ufficiali alla BCE.

Nel 2011 la lista degli strumenti idonei all'investimento del portafoglio delle riserve in valuta della BCE è rimasta invariata.

LA GESTIONE DEI FONDI PROPRI

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

Il valore del portafoglio ai prezzi correnti di mercato è aumentato da 13,3 miliardi a fine 2010 a 15,9 miliardi a fine 2011. L'aumento del valore di mercato è riconducibile all'incremento del capitale versato alla BCE il 28 dicembre 2011, ai maggiori accantonamenti a fronte dei rischi di cambio, di tasso di interesse, di credito e di prezzo dell'oro e, in misura minore, ai rendimenti degli investimenti.

Nel 2011 la lista di strumenti idonei all'investimento del portafoglio di fondi propri della BCE è rimasta invariata.

Nel rispetto della rigorosa "muraglia cinese" posta in essere dalla BCE, nel 2011 l'attuazione del CBPP2 e dell'SMP ha portato a un parziale congelamento delle attività di investimento dei fondi propri.

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

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

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

I rischi finanziari a cui la BCE è esposta nelle sue attività di investimento e nei portafogli di politica monetaria (SMP, CBPP e CBPP2) sono tenuti sotto stretta osservazione e misurati. A tal fine è attivo un dettagliato sistema di limiti. Il monitoraggio della conformità con i limiti suddetti è effettuato ogni giorno. Inoltre, l'informativa periodica assicura che tutti i soggetti interessati (*stakeholders*) siano adeguatamente informati del livello di tali rischi.

Nel 2011 la BCE ha continuato a potenziare la struttura informatica a sostegno del sistema di gestione dei rischi per le proprie operazioni di investimento e i portafogli di politica monetaria. Tale sistema copre oggi anche il portafoglio di obbligazioni garantite acquistate dalla BCE in virtù del CBPP2.

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, 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 al 30 dicembre 2011, 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 13,08 miliardi di euro⁷. Il calcolo del medesimo indicatore con un campione esteso a cinque anni, anziché uno, determinerebbe un VaR di 12,16 miliardi di euro. Gran parte di questo rischio di mercato è dovuto a variazioni del cambio e del prezzo dell'oro. L'esiguità del rischio di tasso di interesse nei portafogli di investimento della BCE riflette il fatto che la

durata finanziaria (modificata) di questi portafogli è rimasta relativamente bassa nel 2011.

⁷ A seguito delle decisioni del Consiglio direttivo in base alle quali i portafogli CBPP, CBPP2 e SMP saranno mantenuti fino a scadenza, il principio di valutazione applicato a queste disponibilità è quello del costo ammortizzato soggetto a perdite durevoli di valore. Di conseguenza, il rischio di mercato per questi portafogli non è considerato nelle stime.

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

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

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 (Deutsche Bundesbank, Banque de France e Banca d'Italia).

A dicembre del 2011 i partecipanti diretti a Target2 erano 987 e il numero complessivo

di banche (comprese filiali e controllate) raggiungibili a livello mondiale è salito a 54.000. Target2 ha inoltre effettuato il regolamento delle posizioni in contanti di 72 sistemi ancillari.

L'OPERATIVITÀ DI TARGET2

Nel 2011 il sistema Target2 ha operato regolarmente, trattando un numero elevato di pagamenti in euro. La sua quota di mercato è rimasta stabile, totalizzando 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 89.565.697 transazioni, con una media giornaliera di 348.505 pagamenti. In termini di valore, nel 2011 il traffico di pagamenti è stato pari a 612.936 miliardi di euro, con una media giornaliera di 2.385 miliardi. La tavola 12 presenta una sintesi dei pagamenti transitati in Target2 nel corso del 2011 e un raffronto con i volumi dell'anno precedente.

Nel 2011 la disponibilità complessiva⁸ della SSP di Target2 ha raggiunto il 99,89 per cento, per via di un malfunzionamento che, il 25 luglio, ha reso il sistema non disponibile per tre ore all'inizio della giornata. Le opportune procedure di emergenza sono state attivate, consentendo di regolare le operazioni più urgenti. Alla fine della

⁸ Il livello di disponibilità è la misura in cui i partecipanti sono stati in grado di utilizzare il sistema durante le ore di apertura senza che si verificassero malfunzionamenti.

Tavola 12 Pagamenti gestiti da Target2

Valore delle transazioni (in miliardi di euro)	2010	2011	var. perc.
TARGET2			
Totale	593.194	612.936	3,3
Media giornaliera	2.299	2.385	
Volume (n. di transazioni)	2010	2011	var. perc.
TARGET2			
Totale	88.591.926	89.565.697	1,1
Media giornaliera	343.380	348.505	
Fonte: BCE. Nota: I giorni di operatività sono stati 258 nel 2010 e 257 nel 2011.			

giornata, tutti i pagamenti sono stati regolati e Target2 ha chiuso alle 18.00 come previsto.

Nel corso dell'anno il 99,85 per cento dei pagamenti nella SSP è stato trattato nell'arco di cinque minuti. In generale, gli utenti hanno espresso soddisfazione riguardo alle buone prestazioni del sistema.

LA COOPERAZIONE CON GLI UTENTI DI TARGET2

L'Eurosistema mantiene strette relazioni con gli utenti di Target2 e durante il 2011 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. Un gruppo *ad hoc*, composto da rappresentanti dei due gruppi sopra citati, è stato costituito per esaminare importanti cambiamenti che riguardano Target2, come il collegamento di *Target2-Securities* (T2S). Altre questioni strategiche sono state affrontate in seno al *Contact Group on Euro Payments Strategy*, al quale partecipano alti dirigenti di banche commerciali e delle banche centrali.

LA GESTIONE DELLE NUOVE VERSIONI DEL SISTEMA

L'Eurosistema attribuisce fondamentale importanza all'evoluzione di Target2, al fine di accrescere ulteriormente il livello di servizio offerto e di rispondere alle esigenze dei partecipanti. In vista del collegamento di T2S a Target2, nel settembre del 2011 l'Eurosistema ha avviato una procedura di consultazione degli utenti riguardo alle necessarie modifiche di Target2. Tali modifiche rientrano nell'ambito della strategia dell'Eurosistema volta a migliorare la conformità di Target2 agli standard ISO 20022.

Il 21 novembre 2011 è stata introdotta la quinta versione della SSP.⁹ Oltre a qualche miglioria al sistema, questa versione include l'implementazione tecnica di una rete che

collega le banche centrali partecipanti, dando loro accesso diretto ai principali servizi di Target2 in caso di interruzione dell'operatività di SWIFT a livello globale o regionale.

Sempre a novembre l'Eurosistema ha definito i contenuti della sesta versione, che includerà un numero limitato di modifiche funzionali con impatto minimo su Target2. Per questo motivo è stato deciso, con l'unanimità dei partecipanti a Target2, che la versione sarà implementata nel 2013 anziché nel 2012.

I PAESI PARTECIPANTI A TARGET2

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

Attualmente al sistema aderiscono 24 banche centrali dell'UE e le rispettive comunità di utenti nazionali, vale a dire le 17 banche centrali dell'area dell'euro, la BCE e sei banche centrali di paesi non appartenenti all'area.¹⁰ Nel luglio del 2011 la Banca Națională a României e la relativa comunità di utenti si sono connesse con successo a Target2.

⁹ Gli aggiornamenti di sistema introdotti dalla quinta versione sono specificati nell'Indirizzo BCE/2011/15, del 14 ottobre 2011, che modifica l'Indirizzo BCE/2007/2 relativo ad un sistema di trasferimento espresso transeuropeo automatizzato di regolamento lordo in tempo reale (Target2).

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

2.2 TARGET2-SECURITIES

Target2-Securities (T2S) è il futuro servizio dell'Eurosistema per il regolamento in moneta di banca centrale delle transazioni in titoli in Europa. Il progetto è in fase di sviluppo e la piattaforma di regolamento dovrebbe entrare in funzione a giugno del 2015. Al momento lavorano al progetto 30 sistemi di deposito accentrato (SDA) e si prevede che la maggior parte dei titoli scambiati in Europa verrà regolata in T2S, consentendo di ottenere significative economie di scala e costi di regolamento molto ridotti. Con l'eliminazione della distinzione fra operazioni nazionali e transfrontaliere, T2S rappresenta un fondamentale passo avanti verso l'integrazione del mercato europeo dei capitali e fornisce una solida base per accrescere l'efficienza e la concorrenza di tutto il settore del *post-trading*. 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.

Nel 2011 un impegno significativo ha riguardato la stesura definitiva del contratto quadro (*Framework Agreement*) relativo a T2S, che verrà sottoscritto dall'Eurosistema e dai singoli SDA che intendono aderire alla piattaforma. A conclusione di un processo negoziale con gli SDA durato oltre due anni, il Consiglio direttivo ha approvato la versione definitiva del contratto quadro a novembre del 2011. Gli SDA che decidono di partecipare a T2S hanno tempo fino a giugno del 2012 per sottoscriverlo. L'Eurosistema sta offrendo degli incentivi per incoraggiarli ad aderire tempestivamente e a migrare già dalle prime fasi a T2S.

Parallelamente ai negoziati con gli SDA, sono continuate le trattative tra l'Eurosistema e le banche centrali dei paesi non appartenenti all'area dell'euro che avevano mostrato interesse a rendere disponibili le proprie valute per il regolamento con T2S. Una *task force*, a cui partecipano esperti di tutte le banche centrali esterne all'area dell'euro interessate al progetto, ha collaborato fattivamente con il

T2S Programme Board nell'attività di identificazione, analisi e risoluzione delle questioni connesse con il *Currency Participation Agreement* (accordo di partecipazione di valuta). Le trattative si sono concluse a gennaio del 2012 e le banche centrali esterne all'area dell'euro sono state invitate a firmare l'accordo entro la fine di marzo, così da permettere agli SDA di conoscere le valute che saranno regolate in T2S prima di decidere di sottoscrivere il *Framework Agreement*.

Alcuni SDA hanno già annunciato di voler far parte del primo gruppo di migrazione a T2S: Monte Titoli (SDA italiano), BOGS (SDA per i titoli di Stato greci), Depozitarul Central S.A. (SDA romeno) e SIX Securities Services (SDA svizzero). Una piena copertura funzionale sarà pertanto garantita sin dall'avvio di T2S, grazie alla partecipazione di SDA interni ed esterni all'area euro.

Nel corso del 2011 sono stati definiti anche gli ultimi elementi del quadro tariffario di T2S, in particolare le commissioni applicabili ai servizi di informazione e il trattamento dei mercati in cui gli investitori finali detengono conti presso gli SDA. Nel complesso, il quadro tariffario di T2S ha mantenuto criteri di linearità e trasparenza, assicurando al contempo che il livello delle tariffe rifletta accuratamente i costi dei servizi di regolamento e di informazione offerti. Le tariffe contenute, i risparmi in termini di garanzie e di liquidità, nonché l'armonizzazione delle procedure di *back office* di T2S consentiranno al settore dei servizi di regolamento un consistente risparmio di costi.

Gli assetti di *governance* di T2S, che definiranno i futuri processi decisionali, sono stati concordati nel corso del 2011 con tutte le parti interessate e verranno posti in essere una volta sottoscritti il *Framework Agreement* e il *Currency Participation Agreement*.

Nel 2011 l'Eurosistema ha inoltre compiuto notevoli progressi sul piano della "connettività" a T2S, in particolare nella selezione delle reti tramite le quali gli operatori e gli SDA potranno trasmettere le istruzioni a T2S e ricevere

messaggi. T2S offrirà la possibilità di collegarsi alla piattaforma sia tramite due fornitori di servizi di rete a valore aggiunto, sia tramite una linea dedicata che mette a disposizione solo servizi di connettività di base. A luglio del 2011 è stata indetta una gara di appalto per la selezione dei fornitori di servizi di rete a valore aggiunto. Diverse offerte sono pervenute entro la fine di settembre e i contratti di concessione con i due fornitori selezionati sono stati stipulati a gennaio 2012. Per quanto riguarda l'implementazione della linea dedicata, l'Eurosistema ha scelto di utilizzare una propria rete già esistente, che sarà adattata alle esigenze di T2S.

L'Eurosistema ha messo a punto le specifiche funzionali di dettaglio per gli utenti, sottoponendone una versione preliminare a una consultazione pubblica nel maggio del 2011, mentre a ottobre è stata pubblicata una versione consolidata, che teneva conto dei commenti ricevuti. Quest'ultima va considerata la versione di riferimento per l'adeguamento degli SDA e dei sistemi di banca centrale a T2S e può essere utilizzata da tutti i partecipanti connessi direttamente per la progettazione e la realizzazione delle rispettive interfacce.

Infine, il T2S *Programme Board* è stato ulteriormente impegnato a promuovere nel processo di armonizzazione delle procedure di regolamento e compensazione. L'*Harmonisation Steering Group*, formato da alti esponenti dei settori privato e pubblico, è stato istituito nel 2011 col compito di assicurare che gli obiettivi di armonizzazione vengano conseguiti in tempo per l'avvio di T2S. Per informazioni più dettagliate riguardo alle attività di armonizzazione di T2S e al loro impatto sul processo di integrazione finanziaria in Europa si veda la sezione 4 del capitolo 3.

2.3 LE PROCEDURE DI REGOLAMENTO PER LE GARANZIE

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

A fine 2011 l'ammontare delle garanzie detenute dall'Eurosistema utilizzate su base transfrontaliera (incluse le attività negoziabili e non negoziabili) è stato pari a 731 miliardi di euro, in diminuzione rispetto ai 762 miliardi di fine 2010. Complessivamente, alla fine del 2011, le garanzie utilizzate su base transfrontaliera rappresentavano il 29,9 per cento delle garanzie totali consegnate all'Eurosistema.

I SERVIZI DI GESTIONE DELLE GARANZIE

Nel 2011 il CCBM è rimasto il canale principale per il trasferimento transfrontaliero di garanzie per le operazioni di politica monetaria e per il conferimento di credito infragiornaliero dell'Eurosistema. Il valore delle attività detenute in custodia tramite il CCBM è diminuito, passando da 507 miliardi di euro a fine 2010 a 434 miliardi di euro a fine 2011. Le garanzie usate su base transfrontaliera detenute su conti delle BCN con un SDA non nazionale (internazionale) sono state pari a 122 miliardi di euro.

Il CCBM, istituito nel 1999, nasce come soluzione provvisoria; prevedendo solo un livello minimo di armonizzazione, gli operatori di mercato hanno auspicato l'introduzione di una serie di miglioramenti. In particolare hanno chiesto che non sia più necessario rimpatriare le attività (negoziabili) degli SDA investitori a quelli emittenti prima di essere movimentate come garanzia tramite il CCBM, e che si possa ricorrere ai servizi di gestione delle garanzie

triparty, attualmente utilizzati solo a livello nazionale, anche su base transfrontaliera. L'Eurosistema è favorevole all'introduzione di questi miglioramenti e lavora attualmente alla loro integrazione nell'assetto operativo del CCBM.

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

I COLLEGAMENTI TRA SISTEMI NAZIONALI DI REGOLAMENTO TITOLI

A livello transfrontaliero, le garanzie possono essere movimentate anche usando i collegamenti tra SRT nazionali, che però possono essere usati per le operazioni in moneta di banca centrale solo se sono giudicati idonei dall'Eurosistema. Dopo il trasferimento a un altro SRT tramite collegamenti idonei, i titoli possono essere usati con le procedure domestiche come qualunque garanzia nazionale. L'ammontare delle garanzie movimentate tramite collegamenti diretti e indiretti (*relayed links*) è aumentato da 109 miliardi a fine 2010 a 175 miliardi a fine 2011.

Alla fine del 2011 tre nuovi collegamenti (due diretti e uno indiretto) sono stati aggiunti alla lista dei collegamenti idonei. In totale le controparti possono disporre ora di 54 collegamenti diretti e 8 indiretti, di cui solo un numero ristretto è effettivamente usato.

3 LE BANCONOTE E LE MONETE

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

3.1 LA CIRCOLAZIONE DELLE BANCONOTE E DELLE MONETE

DOMANDA DI BANCONOTE E MONETE IN EURO

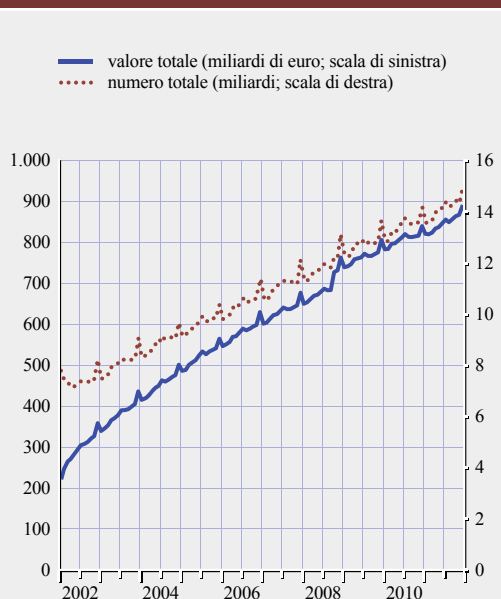
Alla fine del 2011 le banconote in circolazione ammontavano a 14,9 miliardi, per un valore complessivo di 888,6 miliardi di euro, a fronte di 14,2 miliardi di banconote, per un valore complessivo di 839,7 miliardi di euro, alla fine del 2010 (cfr. figura 35). In termini di valore, il tasso di crescita annuo dei tagli da 5, 10 e 20 euro si è collocato al 3,0 per cento nel 2011. I biglietti da 50 euro hanno registrato l'incremento numerico di gran lunga più consistente (8,9 per cento), seguiti da quelli da 100 euro (6,4 per cento). Nella seconda metà del 2011 la richiesta di banconote da

500 euro, utilizzate ampiamente come riserva di valore, è aumentata a un tasso del 4,1 per cento (cfr. figura 36), dopo essere rimasta pressoché stabile dall'inizio del 2010. Rispetto al totale delle banconote in circolazione, il taglio da 50 euro è stato il più utilizzato (41 per cento), mentre in termini di valore i biglietti da 50 e 500 euro hanno rappresentato la quota maggiore (34 per cento).

Vi sono evidenze che una quota rilevante dei tagli elevati è detenuta all'esterno dell'area dell'euro. A causa delle turbolenze finanziarie, la domanda estera (nonché quella interna) è aumentata dall'autunno 2008, per poi scendere lievemente nel 2010 e risalire nel 2011. Si stima che, in termini di valore, il 20-25 per cento delle banconote in euro circolanti sia detenuto al di fuori dell'area, prevalentemente in paesi confinanti. Tali biglietti sono utilizzati soprattutto come riserva di valore, ma anche per le transazioni sui mercati internazionali.

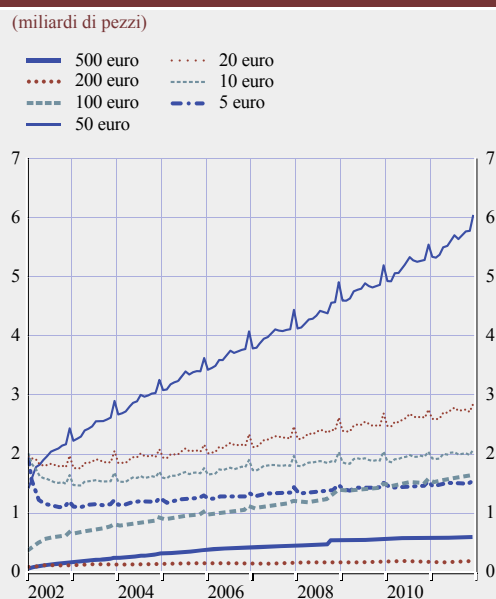
La crisi del debito sovrano nel 2011 ha determinato in Grecia un aumento degli esiti di

Figura 35 Numero e valore delle banconote in circolazione



Fonte: BCE.

Figura 36 Numero delle banconote in euro in circolazione per taglio



Fonte: BCE.

banconote in euro, specie di quelle da 50 euro, che rappresentano quelle di taglio più elevato emesse tramite i distributori di contante nel paese. Questi volumi, tuttavia, hanno influito in misura solo modesta sul totale delle banconote in circolazione.

Nel 2011 il numero totale di monete in euro in circolazione (al netto delle scorte detenute dalle BCN dell'area dell'euro) è aumentato del 5,2 per cento, raggiungendo i 97,8 miliardi. I tagli minori da 1, 2 e 5 centesimi hanno rappresentato il 61 per cento del numero totale di monete in circolazione. Alla fine del 2011 il valore delle monete in circolazione è stato pari a 23,1 miliardi di euro, più elevato del 3,6 per cento rispetto alla fine del 2010.

GESTIONE DELLE BANCONOTE DA PARTE DELL'Eurosistema

Nel 2011 le BCN dell'area dell'euro hanno esitato 34,0 miliardi di banconote per un valore di 1.100 miliardi di euro e introitato 33,2 miliardi di banconote per un valore di 1.000 miliardi di euro. Un volume di 34,3 miliardi di biglietti è stato verificato utilizzando apparecchiature completamente automatizzate per controllarne l'autenticità e l'idoneità all'uso al fine di garantire la qualità e l'integrità del circolante, in base ai requisiti minimi per la selezione previsti dall'Eurosistema. Un ammontare pari a 5,7 miliardi di biglietti è stato giudicato non più idoneo alla circolazione ed è stato distrutto. Il tasso di non idoneità alla circolazione¹¹, pari al 16,5 per cento, è stato lievemente inferiore a quello registrato nel 2010. Il tasso medio di rientro dalla circolazione¹² è diminuito ulteriormente, da 2,46 alle fine del 2010 a 2,30 alla fine del 2011, a indicare che ogni banconota è stata introitata da una BCN dell'area in media una volta ogni cinque mesi. Il calo è attribuibile soprattutto all'alto numero di biglietti di taglio elevato, che essendo spesso utilizzati come riserva di valore hanno tassi di rientro contenuti. Il ridotto tasso di rientro potrebbe in qualche misura riflettere anche la tendenza verso l'*outsourcing* a terzi delle attività operative delle BCN e il crescente ricircolo del contante da parte di terzi. I tassi di rientro dei tagli elevati

sono stati 0,34 per le banconote da 500 euro, 0,47 per quelle da 200 e 0,73 per quelle da 100, mentre i tassi di rientro dei tagli normalmente utilizzati per le transazioni sono stati più elevati (1,73 per le banconote da 50 euro, 3,63 per quelle da 20, 4,32 per quelle da 10 e 2,42 per quelle da 5).

3.2 LA CONTRAFFAZIONE DELLE BANCONOTE IN EURO E I RELATIVI DETERRENTI

CONTRAFFAZIONE DELLE BANCONOTE IN EURO

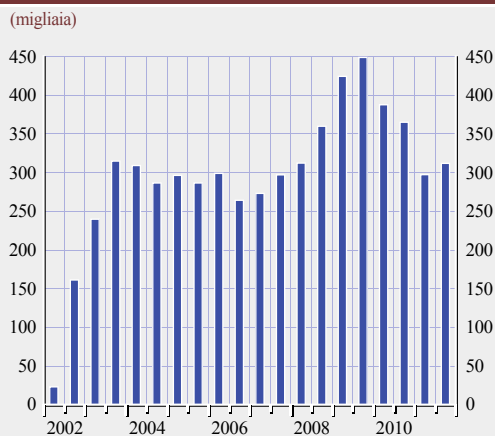
Nel 2011 i centri nazionali di analisi¹³ hanno ricevuto circa 606.000 banconote in euro contraffatte. Rispetto al numero di biglietti autentici in circolazione, la quota di falsi rimane su livelli molto contenuti. La figura 37 mostra l'andamento di lungo periodo del numero di falsi ritirati dalla circolazione. L'attività di contraffazione tende a concentrarsi sui tagli da 20 e 50 euro, che nel 2011 hanno rappresentato

11 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.

12 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.

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

Figura 37 Numero di banconote in euro contraffatte ritirate dalla circolazione



Fonte: BCE.

rispettivamente il 47,5 e il 32,5 per cento di tutti i falsi. La figura 38 fornisce ulteriori dettagli sui dati disaggregati per taglio.

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"¹⁴, e a non affidarsi mai a una sola caratteristica di sicurezza. Inoltre, con frequenza regolare vengono organizzati corsi di formazione per gestori professionali di contante, sia all'interno sia 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 si spinge oltre i confini europei. L'Eurosistema partecipa attivamente alle iniziative del *Central Bank Counterfeit Deterrence Group* (CBCDG)¹⁵, 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 Internet¹⁶ 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 2011 è stata allocata alle BCN dell'area dell'euro la produzione complessiva di 6,0 miliardi di biglietti, per un valore di 171,3 miliardi di euro. L'allocatione della produzione di banconote in euro ha continuato a essere basata sul sistema di *pooling* decentrato, adottato inizialmente nel 2002. In base a tale accordo, ciascuna BCN dell'area è responsabile dell'approvvigionamento di una quota del fabbisogno totale di biglietti a essa assegnata per determinati tagli (cfr. tavola 13).

¹⁴ Cfr. il sito Internet della BCE.

¹⁵ Gruppo cui aderiscono 32 banche centrali e autorità responsabili della stampa delle banconote che collaborano sotto l'egida del G10.

¹⁶ Per i dettagli, cfr. <http://www.rulesforuse.org>

Figura 38 Scomposizione per taglio delle banconote in euro contraffatte nel 2011

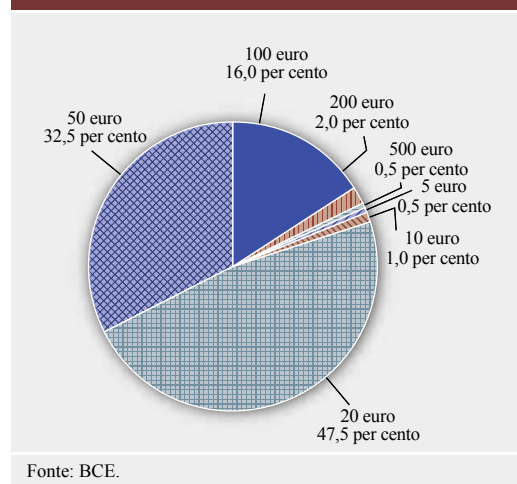


Tavola 13 L'assegnazione della produzione di banconote in euro nel 2011

	Quantità (in milioni di banconote)	BCN incaricate della produzione
5 euro	1.714,8	DE, IE, ES, FR, CY, LU, MT, NL, SI, SK, FI
10 euro	1.541,2	DE, GR, FR, AT, PT
20 euro	536,6	FR, CY, LU, MT, NL, SI, SK, FI
50 euro	2.169,1	BE, DE, ES, IT
100 euro	0	-
200 euro	0	-
500 euro	56,2	AT
Totale	6.017,9	

Fonte: BCE.

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

Nel 2007 il Consiglio direttivo ha adottato un programma articolato in alcuni passi procedurali che nel medio termine contribuiranno ad accrescere la convergenza dei servizi di cassa offerti dalle BCN. Le misure previste dal programma sono state in gran parte già adottate e riguardano: a) l'accesso remoto ai servizi di cassa delle BCN di altri Paesi; b) l'accettazione di depositi in moneta agli sportelli delle BCN; c) gli orari minimi di apertura per i servizi di cassa delle BCN in almeno una sede; d) l'introduzione, come servizio comune alle BCN e offerto a titolo gratuito, del deposito e prelievo senza vincoli di orientamento delle banconote.

Le due restanti misure previste dal programma, ossia la messaggistica elettronica tra BCN e clienti professionali nazionali e internazionali sulle operazioni in contante e la convergenza tra gli standard di confezionamento delle banconote per i servizi di cassa offerti dalle BCN, dovrebbero essere adottate nel medio termine. I tempi di attuazione stabiliti dalle singole BCN sono stati comunicati al Consiglio europeo per i pagamenti (*European Payments Council*) e all'Associazione europea delle aziende di trasporto valori (*European Security Transport Association*) in qualità di principali soggetti interessati alle operazioni in contanti a livello europeo. Entrambe le misure sono tese ad agevolare le transazioni internazionali e quindi integrano il Regolamento (UE) n. 1214/2011 sul trasporto transfrontaliero su strada di contante in euro effettuato a livello professionale tra gli Stati membri dell'area dell'euro, che entrerà in vigore alla fine di novembre 2012.

RICIRCOLO DELLE BANCONOTE

Dal 1° gennaio 2011 il ricircolo delle banconote in euro da parte dei gestori del contante è disciplinato dalla Decisione della Banca centrale europea del 16 settembre 2010 (BCE/2010/14), relativa al controllo dell'autenticità e dell'idoneità delle banconote in euro e al loro ricircolo. Oltre alle istituzioni creditizie e ai gestori professionali di contante, anche altri

operatori economici, come i commercianti al dettaglio e le case da gioco, devono attenersi alle procedure della BCE per la distribuzione al pubblico di banconote in euro mediante gli appositi distributori. Ciò significa che per garantire l'integrità delle banconote è essenziale che siano controllate l'autenticità e l'idoneità all'uso di tutti i biglietti in euro rimessi in circolazione tramite i distributori di contante.

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

Il Consiglio direttivo ha valutato positivamente il programma triennale per la custodia di banconote in euro all'esterno dell'area (*Extended Custodial Inventory*, ECI). Nell'ambito del programma pilota i depositi ECI sono stati gestiti nel 2011 da Bank of America Merrill Lynch (a Hong Kong) e da un consorzio formato da Bank of Ireland First Currency Services e da United Overseas Bank (a Singapore)¹⁷. Il programma ECI verrà esteso dall'Asia al Nord America e al Medio Oriente attraverso una procedura di gara di appalto, avviata nel primo trimestre del 2012. Per evitare eventuali interruzioni delle procedure stabilite nel quadro dell'attuale programma ECI per la distribuzione delle banconote nei mercati internazionali, il Consiglio direttivo ha deliberato che l'attuale programma verrà prorogato oltre il 1° febbraio 2012, finché i contratti non saranno attribuiti agli aggiudicatari.

LA SECONDA SERIE DI BANCONOTE IN EURO

Nel 2011 l'Eurosistema ha continuato a sviluppare una nuova serie di banconote in euro, incentrandosi sull'elaborazione dei materiali di originazione (i materiali *master* utilizzati per la produzione di banconote) e sull'esecuzione di prove di stampa per valutare la capacità di produzione su larga scala delle nuove banconote. La nuova serie manterrà gli elementi principali del disegno della prima serie. I tempi e le sequenze esatti dell'emissione saranno stabiliti in un secondo momento. L'Eurosistema informerà con ampio anticipo il

¹⁷ Il secondo deposito ECI gestito a Hong Kong è stato chiuso da HSBC nell'ottobre 2010 a seguito della cessazione delle attività nel settore del commercio all'ingrosso di banconote.

pubblico, i gestori del contante e i produttori di apparecchiature per le banconote sulle modalità di introduzione dei nuovi biglietti. Le BCN dell'area dell'euro rimborseranno le banconote della prima serie senza limiti di tempo.

4 LE STATISTICHE

La BCE, assistita dalle BCN, sviluppa, raccoglie, redige e pubblica un'ampia gamma di statistiche che sono di supporto alla politica monetaria dell'area dell'euro, a vari altri compiti del SEBC e del Comitato europeo per il rischio sistemico, CERS (*European Systemic Risk Board*, ESRB), sin dalla sua istituzione il 1° gennaio 2011. Inoltre tali statistiche sono ampiamente utilizzate dalle autorità pubbliche (ad esempio, nel quadro di valutazione della Commissione europea per il monitoraggio degli squilibri macroeconomici), dagli operatori dei mercati finanziari, dai mezzi di informazione e dal pubblico in generale. Nel 2011 la regolare produzione di statistiche relative all'area dell'euro ha continuato a svolgersi in maniera ordinata e tempestiva. Sono stati compiuti sforzi significativi per migliorare ulteriormente il quadro statistico del SEBC, in conformità con il suo programma di lavoro, che viene riesaminato con cadenza annuale. Nel 2011 i principali aspetti problematici hanno interessato la domanda di dati statistici adatti alla funzione di stabilità finanziaria, che può richiedere il ricorso a micro banche dati e registri.

4.1 STATISTICHE NUOVE E PIÙ ESAUSTIVE

Nel giugno 2011 la BCE ha pubblicato statistiche nuove e più esaustive, basate sulle segnalazioni di istituzioni finanziarie monetarie (IFM), società veicolo finanziarie coinvolte in operazioni di cartolarizzazione, società di assicurazione e fondi pensione, che estendono la copertura statistica del settore e degli strumenti finanziari dell'area. Le nuove disaggregazioni per famiglie e società non finanziarie delle statistiche mensili relative alle voci di bilancio delle IFM e ai tassi di interesse delle IFM su prestiti e depositi migliorano due serie che sono cruciali per l'analisi del settore emittente moneta. Inoltre, le due nuove serie di dati trimestrali su consistenze in essere e operazioni delle società veicolo finanziarie e su consistenze in essere e alcune transazioni relative a società di assicurazione e fondi pensione, insieme alle nuove statistiche sui fondi di investimento pubblicate dal 2010, colmano alcune lacune individuate nella segnalazione armonizzata degli

intermediari finanziari non bancari per l'area dell'euro, un settore di crescente rilevanza per l'analisi macroeconomica e finanziaria.

Nel quadro dell'attività di divulgazione congiunta dell'Eurosistema è stata pubblicata nei siti Internet della BCE e delle BCN una nuova tavola relativa a società di assicurazione e fondi pensione con gli aggregati dell'area dell'euro e i rispettivi dati nazionali. La diffusione delle informazioni statistiche è stata migliorata, tra l'altro, anche attraverso un video didattico sulle statistiche.

Nel maggio 2011 la BCE ha lanciato un nuovo strumento di visualizzazione delle statistiche sui conti pubblici per l'area dell'euro e i singoli Stati membri. Dando seguito alla crescente richiesta di statistiche di bilancio dall'inizio delle crisi finanziaria e del debito sovrano, sono state pubblicate ulteriori scomposizioni del debito pubblico per strumento finanziario, vita residua e durata originaria, valuta e settore detentore.

4.2 ALTRI SVILUPPI IN AMBITO STATISTICO

Sulla scorta dell'importante esempio rappresentato dall'archivio centralizzato sui titoli (*Centralised Securities Database*), contenente dati di riferimento, prezzi e informazioni societarie sui singoli titoli statisticamente rilevanti ai fini del SEBC, il Consiglio direttivo ha approvato nel 2011 la raccolta e compilazione in modo sistematico delle statistiche relative alla detenzione di titoli sulla base di informazioni titolo per titolo. Tale iniziativa, che consentirà di analizzare più in dettaglio la detenzione di titoli da parte dei settori istituzionali, richiederà la stesura di un atto giuridico e l'istituzione di una banca dati per compilare statistiche con un livello di armonizzazione e una qualità superiori.

Nel novembre 2011 la BCE, in collaborazione con la Commissione europea, ha pubblicato i risultati dell'indagine sull'accesso ai finanziamenti delle piccole e medie imprese, che ogni due anni coinvolge tutti i 27 Stati membri dell'Unione europea oltre a dieci paesi nella regione

confinante, inclusi i paesi candidati all'adesione all'UE. La BCE conduce parte dell'indagine sulle imprese nell'area dell'euro ogni sei mesi, al fine di valutare gli ultimi sviluppi delle loro condizioni di finanziamento.

Sono continuate le attività per realizzare l'indagine dell'Eurosistema sui bilanci e i consumi delle famiglie. Tale rilevazione intende fornire dati a livello microeconomico sulle famiglie per quanto riguarda attività reali e finanziarie, debiti, consumi e risparmi, reddito e occupazione, futuri diritti pensionistici, trasferimenti intergenerazionali, donazioni e grado di avversione al rischio. La raccolta dei dati per la prima indagine è stata condotta alla fine del 2010 e all'inizio del 2011 dalle BCN di gran parte dei paesi dell'area dell'euro (in alcuni casi di concerto con gli istituti statistici nazionali).

Nel gennaio 2011 è entrata in vigore la decisione della BCE relativa alla trasmissione di dati riservati ai sensi del quadro comune per i registri di imprese utilizzati a fini statistici. La decisione stabilisce il formato e le misure di sicurezza e di riservatezza per lo scambio di dati con la Commissione europea e gli istituti statistici nazionali. Inoltre il SEBC ha proseguito lo sviluppo di un registro di tutte le istituzioni finanziarie in Europa, inclusi i grandi gruppi bancari e assicurativi. Il SEBC inoltre sostiene le misure intraprese per realizzare un sistema mondiale di "identificazione delle persone giuridiche" per individuare in modo univoco le parti nelle operazioni finanziarie, un progetto di fondamentale importanza per le autorità di regolamentazione finanziaria e il settore finanziario.

La BCE ha mantenuto intensi rapporti di lavoro con l'Eurostat e con altri organismi internazionali, quali la Banca dei regolamenti internazionali (BRI), il Fondo monetario internazionale (FMI), l'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) e le Nazioni Unite. Riguardo all'attuazione dei nuovi standard statistici internazionali, la BCE, in collaborazione con Eurostat, si è soffermata sulla revisione del SEC 95 (Sistema europeo

dei conti 1995), che deve essere allineato al Sistema dei conti nazionali 2008 (*System of National Accounts*) e alla sesta edizione del Manuale di bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero (*Balance of Payments and International Position Manual*) dell'FMI. Contestualmente, sono stati esaminati gli atti giuridici della BCE e dell'UE per assicurare l'attuazione dei nuovi standard nel 2014 e migliorare progressivamente la tempestività dei conti dell'area dell'euro. Nel marzo 2011 il Consiglio direttivo ha sostenuto l'anticipazione delle scadenze per la presentazione dei conti pubblici trimestrali ai sensi del programma di trasmissione del SEC e dei dati relativi alla procedura per i disavanzi eccessivi, al fine di facilitare la compilazione completa dei conti trimestrali integrati dell'area dell'euro entro t + 90 giorni. Nel dicembre 2011 il Consiglio direttivo ha inoltre adottato la revisione dell'Indirizzo e della Raccomandazione sugli obblighi di segnalazione della BCE sulle statistiche sull'estero, che completano le statistiche relative alla bilancia dei pagamenti e alla posizione patrimoniale sull'estero (incluso, ad esempio, gli obblighi in materia di trasferimento transfrontaliero di banconote in euro) e migliorano la tempestività delle statistiche sull'estero dell'area dell'euro.

I miglioramenti delle statistiche in termini di tempestività, qualità e copertura sono importanti non solo per le funzioni di politica monetaria della BCE, ma anche per l'analisi della stabilità finanziaria. In tale contesto, la BCE ha fornito supporto statistico all'ESRB, pubblicando statistiche bancarie consolidate a cadenza semestrale e trasmettendo altri dati richiesti ai sensi della decisione dell'ESRB del settembre 2011 in materia di produzione e raccolta di informazioni. La BCE continua altresì a collaborare strettamente con le autorità europee di vigilanza di nuova istituzione, in particolare con l'EBA e l'Eiopa. I lavori mirano a favorire lo scambio di informazioni appropriate e affidabili in conformità con la legislazione europea, rispettando la riservatezza dei dati sensibili. Sono inoltre proseguiti i lavori sull'allineamento degli obblighi di segnalazione

statistica e di vigilanza. L'efficienza del flusso di dati consentirà di ridurre al minimo l'onere in capo agli enti segnalanti che sono tenuti a fornire dati sia all'Eurosistema sia alle autorità di vigilanza.

Nel contesto dei rapporti di cooperazione a livello mondiale, la BCE partecipa alle iniziative statistiche sostenute dal G20 al fine di colmare importanti carenze informative nelle statistiche economiche e finanziarie. Nell'ambito dell'*Inter-Agency Group on Economic and Financial Statistics* la BCE è attivamente coinvolta nell'attuazione del piano d'azione del G20 riguardante la misurazione dei rischi nel settore finanziario, i legami finanziari internazionali e la vulnerabilità delle economie agli shock. La BCE ha contribuito anche all'aggiornamento del sito Internet dedicato ai principali indicatori globali.

5 LA RICERCA ECONOMICA

In linea con l'approccio adottato in tutto l'Eurosistema, l'attività di ricerca della BCE intende: a) fornire risultati utili alla formulazione di consulenze sulla politica monetaria e su altri compiti dell'Eurosistema; b) mantenere e utilizzare modelli econometrici per elaborare previsioni e proiezioni economiche e raffrontare gli effetti di scelte di politica monetaria alternative; c) comunicare con la comunità accademica e di ricerca, ad esempio pubblicando i risultati delle ricerche su riviste scientifiche soggette al meccanismo della *peer review*, partecipando a convegni e organizzando conferenze su temi inerenti alla ricerca economica. Le due sezioni seguenti analizzano le principali aree e attività di ricerca nel 2011.

5.1 LE PRIORITÀ DELLA RICERCA E I RISULTATI CONSEGUITI

La ricerca economica della BCE è effettuata in modo decentrato da diverse aree operative in base alle rispettive necessità e competenze. La Direzione Generale Ricerca economica ha il compito di coordinare il lavoro, nonché di produrre essa stessa ricerca 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 con le esigenze dell'istituzione e le necessità dei suoi processi di politica monetaria. Ogni anno l'RCC stabilisce una serie di ambiti prioritari e indirizza il *focus* delle attività di ricerca verso tali ambiti. Nel 2011 le priorità della ricerca di alto livello sono state: stabilità finanziaria, vigilanza e regolamentazione macroprudenziale; mercati monetari in una situazione di "nuova normalità" e strutturazione post-crisi dell'assetto operativo; interazione tra politica monetaria e fiscale ed effetti dei bassi tassi di interesse e delle misure non convenzionali di politica monetaria; sorveglianza a livello nazionale.

La ricerca in materia di stabilità finanziaria e vigilanza e regolamentazione macroprudenziale è stata incentrata in particolare sui legami

macrofinanziari e le politiche contro i rischi sistemici. La rete di ricerca ESCB *Macroprudential Research Network* ha compiuto notevoli progressi in questo campo, formulando modelli macrofinanziari che mettono in relazione la stabilità finanziaria con l'andamento dell'economia (cfr. la sezione 2.2 del capitolo 3). La prima conferenza pubblica in cui sono stati presentati diversi lavori di ricerca del *network* si è tenuta nell'ottobre 2011.

Riguardo alle priorità di ricerca relative ai mercati monetari e al quadro operativo, sono stati compiuti progressi nella realizzazione di modelli che consentano di comprendere meglio in che misura l'acuirsi delle tensioni sul mercato influisce sulla domanda di fondi presso le banche centrali e in generale sul funzionamento dei mercati monetari. Sono state esaminate anche la strutturazione ottimale del quadro operativo e le implicazioni della regolamentazione in materia di liquidità.

Quanto alla strategia di politica monetaria, sono state analizzate sia le interazioni tra politica monetaria e fiscale, sia le misure di politica monetaria non convenzionali. Progressi sono stati compiuti anche nell'approfondimento dell'analisi di meccanismi alternativi di formazione delle aspettative e delle relative implicazioni per la dinamica del ciclo economico. Riguardo all'analisi della politica fiscale, i lavori si sono incentrati su vari aspetti del debito pubblico e della sostenibilità delle finanze pubbliche.

Per quanto riguarda la sorveglianza a livello nazionale, il nuovo modello a più paesi (*New Multi-Country Model*, MCM) è stato ulteriormente sviluppato e utilizzato per inserire scenari relativi a vari paesi e all'area dell'euro. Il modello dell'area dell'euro e dell'economia mondiale (Euro Area and Global Economy, EAGLE) è stato ampliato per includere altri due paesi e utilizzato per analizzare, fra l'altro, le misure correttive di natura fiscale e strutturale. Inoltre, sono state adottate le prime misure per stabilire una rete di ricerca sulla competitività all'interno del SEBC.

5.2 LA DIVULGAZIONE DELLA RICERCA: PUBBLICAZIONI E CONFERENZE

Come negli anni precedenti, le ricerche condotte dagli esperti della BCE sono state presentate nelle collane dei *Working Paper* e degli *Occasional Paper*. Nel 2011 sono stati pubblicati 127 *Working Paper* e 11 *Occasional Paper*. Un totale di 116 *Working Paper* sono stati redatti o coreddati da esperti della BCE, molti dei quali insieme a economisti dell'Eurosistema, mentre gli altri sono opera di visitatori esterni intervenuti a conferenze e *workshop*, che partecipano alle reti di ricerca o trascorrono un periodo prolungato presso la BCE per il completamento di un progetto di ricerca¹⁸. 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 2011 gli esperti della BCE hanno pubblicato oltre 124 articoli in riviste accademiche. Un'altra pubblicazione periodica della BCE è il Bollettino di ricerca (*Research Bulletin*)¹⁹, volto a divulgare a un vasto pubblico i lavori di ricerca di interesse generale. Nel 2011 sono stati pubblicati tre numeri; fra gli argomenti trattati figurano: l'analisi della politica monetaria condotta nell'area dell'euro utilizzando un modello con frizioni sul mercato del lavoro (il modello di Diamond, Mortensen e Pissarides); le nuove metodologie per misurare il rischio sistemico; la gestione del disallineamento del tasso di cambio e degli squilibri di conto corrente; il monitoraggio dei fenomeni di propagazione e contagio; il contenuto informativo dell'inflazione core.

Nel 2011 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 sia esterne all'Eurosistema. Come negli anni precedenti, la maggior parte delle conferenze e dei *workshop* ha interessato aree di priorità specifiche della ricerca; i programmi di tali eventi e i documenti presentati sono disponibili sul sito Internet della BCE.

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

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

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

6 ALTRI COMPITI E ATTIVITÀ

6.1 CONFORMITÀ AL DIVIETO DI FINANZIAMENTO MONETARIO E ACCESSO PRIVILEGIATO

Ai sensi dell'articolo 271, paragrafo d, del Trattato, la BCE ha il compito di accertare il rispetto, da parte delle BCN dei 27 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 dei 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 2011 emergono i seguenti possibili casi di non conformità alle disposizioni degli articoli 123 e 124 del Trattato e dei relativi regolamenti del Consiglio.

Innanzitutto, la Národná banka Slovenska ha acquistato un titolo denominato in euro di un ente pubblico sul mercato primario a fini di gestione delle attività. Trattandosi di un errore operativo, il titolo è stato venduto immediatamente dopo aver rilevato l'irregolarità.

Infine, De Nederlandsche Bank ha continuato a effettuare pagamenti anticipati nel contesto dell'operatività dello schema di assicurazione dei depositi dei Paesi Bassi. Occorre portare a termine con urgenza le modifiche richieste alla normativa olandese, in linea con il parere della BCE, per assicurarne la conformità alle disposizioni sul 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 competenza²⁰. 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.

A seguito dell'entrata in vigore del Trattato di Lisbona nel dicembre 2009 e in vista della creazione delle nuove Autorità europee di vigilanza (AEV) agli inizi del 2011, la BCE ha definito la sua posizione sull'esercizio del proprio ruolo consultivo riguardo alla proposta di atti delegati o di esecuzione, come definiti rispettivamente negli articoli 290 e 291 del Trattato²¹. La BCE ha rilevato che siffatte proposte sono qualificabili come "proposte di atto dell'Unione" nell'accezione presentata al primo punto dell'articolo 127, paragrafo 4, e 282, paragrafo 5, del Trattato. La BCE andrebbe consultata in tempi ragionevoli in merito a qualsiasi proposta di atto dell'Unione, compresi gli atti delegati o di esecuzione, che rientra nelle sue competenze.

²⁰ Il Regno Unito è esentato dall'obbligo di consultazione, in conformità con il Protocollo su talune disposizioni relative al Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del Nord allegato al Trattato (GU C 83 del 30.3.2010, pag. 284).

²¹ Cfr. ad esempio, CON/2011/42, CON/2011/44 e CON/2012/5.

Nel 2011 la BCE ha adottato 19 pareri su proposte legislative comunitarie e 88 su proposte legislative nazionali che rientravano nel proprio ambito di competenza. L'elenco dei pareri adottati nel 2011 e agli inizi del 2012 è allegato al presente Rapporto annuale.

PARERI SU PROPOSTE LEGISLATIVE COMUNITARIE

I pareri della BCE formulati su richiesta del Consiglio dell'Unione europea, del Parlamento europeo e della Commissione europea hanno riguardato, fra l'altro, la modifica dell'articolo 136 del Trattato, le proposte di direttiva e regolamento volte a sostituire la direttiva sui requisiti patrimoniali e le regole applicabili alle vendite allo scoperto.

Il parere sul progetto di modifica dell'articolo 136 del Trattato²² (cfr. il capitolo 4) ribadiva la richiesta da parte della BCE di un salto di qualità nella *governance* economica dell'unione economica e monetaria (EMU) e sottolineava l'opportunità di istituire un quadro permanente per la gestione delle crisi che possa fornire, in ultima ipotesi, sostegno finanziario temporaneo ai Paesi dell'area dell'euro che abbiano difficoltà ad accedere a finanziamenti di mercato. La BCE ha fatto notare che il prospettato Meccanismo europeo di stabilità (MES) dovrebbe essere attentamente strutturato in modo da essere tutelato dall'azzardo morale. Pur riconoscendo di poter agire in qualità di agente finanziario per il MES, la BCE ha fatto osservare che il divieto di finanziamento monetario di cui all'articolo 123 del Trattato non permetterebbe al MES di diventare una controparte dell'Eurosistema ai sensi dell'articolo 18 dello Statuto del SEBC.

Nel parere formulato in merito alle proposte di direttiva e regolamento volti a sostituire la direttiva sui requisiti patrimoniali²³, la BCE si è espressa decisamente a favore di un'attuazione tempestiva ed efficace degli accordi e dei requisiti di liquidità di Basilea 3 (cfr. la sezione 3 del capitolo 3). La BCE condivide appieno l'obiettivo di affrontare determinate esposizioni al rischio mediante atti delegati che conferiscano alla Commissione europea il potere di imporre, ove necessario, requisiti prudenziali

più stringenti per rispondere alle variazioni di intensità dei rischi micro e macroprudenziali derivanti dagli andamenti dei mercati. La BCE ha raccomandato che si consenta alle autorità nazionali anche di imporre requisiti prudenziali più stringenti per fronteggiare specifiche problematiche di stabilità finanziaria negli Stati membri interessati.

Il parere della BCE sulla proposta di regolamento relativo alle vendite allo scoperto e ad alcuni elementi dei *credit default swap*²⁴ esprimeva apprezzamento per il regime di trasparenza per le vendite allo scoperto di azioni e per la comunicazione obbligatoria in relazione a posizioni corte nette significative relative a emittenti di debito sovrano all'interno dell'UE, ovvero posizioni scoperte equivalenti in *credit default swap* (cfr. la sezione 3 del capitolo 3). Il parere conteneva inoltre alcune raccomandazioni riguardo ai requisiti di segnalazione e informativa, nonché ai dispositivi di condivisione delle informazioni.

PARERI SU PROPOSTE LEGISLATIVE NAZIONALI

Vi sono state numerose richieste di consultazione da parte di autorità nazionali, molte delle quali concernenti misure relative alla stabilità dei mercati finanziari, anche in connessione con la crisi finanziaria²⁵.

Vari Stati membri hanno consultato la BCE su misure di intervento e di risoluzione delle crisi presso le istituzioni creditizie e finanziarie, in alcuni casi in conformità con i parametri strutturali nell'ambito dei programmi di assistenza UE-FMI. Le proposte erano volte a rafforzare i poteri degli organi di vigilanza nei riguardi delle istituzioni finanziarie disestate, compresa la possibilità di trasferire le attività e passività di queste ultime a entità diverse, come banche ponte. Alcune di esse contemplavano la creazione di schemi per il

²² CON/2011/24.

²³ CON/2012/5.

²⁴ CON/2011/17.

²⁵ Cfr. ad esempio CON/2011/21, CON/2011/39, CON/2011/45, CON/2011/72, CON/2011/76, CON/2011/79, CON/2011/82, CON/2011/83, CON/2011/86, CON/2011/95 e CON/2011/103.

finanziamento delle misure di risoluzione delle crisi. Per quanto riguarda la Grecia²⁶, la BCE ha accolto con favore la creazione, quale strumento di risoluzione delle crisi, di un istituto di credito transitorio interamente finanziato dal Fondo ellenico di stabilità finanziaria. La BCE si è inoltre espressa positivamente sulla responsabilità del settore bancario di finanziare mediante speciali contributi un'unità separata di risoluzione delle crisi creata all'interno del Fondo ellenico di garanzia dei depositi e degli investimenti. In un altro parere, la BCE si è detta favorevole all'istituzione di uno schema di compensazione per le banche in difficoltà in Danimarca²⁷. Relativamente alla proposta olandese di misure di intervento in caso di crisi²⁸, la BCE si è espressa in merito a uno speciale regime di espropriazione volto a garantire la stabilità del sistema finanziario, facendo rilevare che l'espropriazione da parte dello Stato nel caso di istituzioni in difficoltà dovrebbe rimanere uno strumento da utilizzare soltanto in circostanze eccezionali, chiaramente definite. Il parere sullo schema portoghese di risoluzione delle crisi bancarie²⁹ ha preso in considerazione gli effetti del conferimento ad alcuni crediti di un grado preferenziale rispetto ai depositi garantiti. I pareri emessi sulle garanzie statali a favore dei piani di ristrutturazione di Dexia³⁰ hanno sottolineato l'esigenza di coordinamento e coerenza fra le risposte date dagli Stati membri all'attuale situazione finanziaria e i criteri relativi alle garanzie pubbliche concesse al debito bancario.

Varie richieste di consultazione riguardavano il finanziamento e le funzioni dei sistemi di garanzia dei depositi³¹. La BCE ha accolto con favore i dispositivi di finanziamento anticipato del sistema di garanzia dei depositi olandese, facendo tuttavia rilevare che il quadro proposto contemplava alcune forme di finanziamento anticipato da parte della banca centrale incompatibili con il divieto di finanziamento monetario.

La BCE si è inoltre espressa in merito a importanti sviluppi relativi alle strutture di sorveglianza sui mercati finanziari³². Ha ad esempio accolto con favore la proposta di consolidare la sorveglianza sui mercati finanziari all'interno della Lietuvos bankas. Per quanto riguarda il trasferimento di funzioni prudenziali alla Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique e alla Lietuvos bankas ai sensi delle rispettive proposte di legge nazionali, la BCE ha preso atto delle modalità di finanziamento dei nuovi compiti, facendo riferimento al principio di indipendenza finanziaria.

La BCE ha adottato diversi pareri concernenti le BCN, fra cui la modifica degli statuti delle banche centrali di Grecia, Austria, Slovenia, Malta, Lituania e Ungheria³³. Ha espresso preoccupazioni per l'indipendenza della banca centrale con riferimento alla nomina, composizione e compiti del Consiglio per la previdenza sociale della Banca di Grecia. In merito al progetto di emendamento della Legge sulla Oesterreichische Nationalbank, la BCE ha raccomandato di conformare pienamente i motivi di destituzione dei membri del Consiglio direttivo con lo Statuto del SEBC. Per quanto concerne la Lituania, la BCE ha preso in considerazione le modifiche delle norme di distribuzione dei profitti della Lietuvos bankas dal punto di vista dell'indipendenza finanziaria e del finanziamento monetario. Nel parere formulato relativamente alla Magyar Nemzeti Bank³⁴ la BCE ha espresso serie preoccupazioni per l'indipendenza della banca centrale.

26 CON/2011/72.

27 CON/2011/45. Per gli sviluppi correlati, cfr. anche CON/2011/90.

28 CON/2011/60.

29 CON/2011/83.

30 CON/2011/79, CON/2011/82 e CON/2011/85.

31 CON/2011/15, CON/2011/76 e CON/2011/86.

32 CON/2011/5 e CON/2011/46.

33 CON/2011/36, CON/2011/38, CON/2011/40, CON/2011/43, CON/2011/46, CON/2011/91, CON/2011/99, CON/2011/104 e CON/2011/106.

34 CON/2011/104 e CON/2011/106.

L'INDIPENDENZA DELLA BANCA CENTRALE IN UNGHERIA

A partire dal 2010 il quadro giuridico e operativo della Magyar Nemzeti Bank è stato oggetto di varie modifiche sostanziali che hanno dato adito a preoccupazione riguardo alla loro compatibilità con il principio di indipendenza sancito dal Trattato, fra cui:

- modifiche della remunerazione del Governatore e di altri membri degli organi decisionali in carica (CON/2010/56 e CON/2010/91);
- modifiche delle regole di nomina e composizione del Consiglio monetario (CON/2010/91 e CON/2011/104);
- una ridefinizione completa della struttura di *governance* attraverso il ripristino del Comitato esecutivo e l'aumento del numero di vice governatori (CON/2011/104 e CON/2011/106);
- la creazione di una base costituzionale per la fusione fra la banca centrale e l'autorità di vigilanza (CON/2011/106).

Nei suoi pareri più recenti relativi alla Magyar Nemzeti Bank (CON/2011/104 e CON/2011/106), la BCE ha espresso seria preoccupazione riguardo all'indipendenza della banca centrale. Le costanti modifiche nella composizione degli organi decisionali della Magyar Nemzeti Bank, l'aumento del numero di membri del Consiglio monetario e la possibilità di accrescere il numero di vice governatori (senza la dovuta motivazione della necessità di modificare il quadro istituzionale) sono considerati come mezzi potenzialmente idonei a influenzare il processo decisionale. Le recenti ripetute modifiche della legislazione sulla remunerazione dei membri degli organi decisionali sono state attuate senza tenere conto dell'opinione formulata dalla Magyar Nemzeti Bank alla luce dei timori per l'autonomia finanziaria. La BCE si è inoltre espressa su un emendamento costituzionale volto a consentire la fusione fra la Magyar Nemzeti Bank e l'Autorità di supervisione finanziaria ungherese per la creazione di una nuova istituzione e, in particolare, la *deminutio* dell'attuale Governatore e la sua sottomissione all'autorità del Presidente dell'entità di nuova creazione. Secondo la BCE, questa disposizione costituisce una minaccia all'indipendenza personale del Governatore.

I legislatori ungheresi hanno inoltre mancato più volte al loro dovere di consultare la BCE o di tenere conto dei suoi pareri nell'adozione di leggi collegate alla BCN.

Le violazioni del principio di indipendenza della banca centrale e dell'obbligo di consultare la BCE hanno dato luogo all'avvio, nel gennaio 2012, di una procedura di infrazione contro l'Ungheria da parte della Commissione europea.

Nel parere formulato riguardo all'aumento della quota di partecipazione della Romania al FMI³⁵ la BCE ha fatto riferimento al principio di indipendenza della banca centrale, che richiede che la BCN cui sia conferito l'esercizio dei diritti e dei doveri derivanti dalla partecipazione

del rispettivo paese al FMI decida in modo indipendente della gestione dei diritti speciali di prelievo.

³⁵ CON/2011/102.

La BCE ha preso in considerazione questioni di convergenza legale in sede di valutazione degli emendamenti alla costituzione polacca relativi alla futura adozione dell'euro³⁶. Essa si è espressa in merito ad aspetti funzionali, istituzionali e personali dell'indipendenza della banca centrale, nonché su questioni attinenti all'integrazione giuridica della Narodowy Bank Polski all'Eurosistema.

La BCE ha emesso diversi pareri concernenti la circolazione del contante e la sua protezione dalla contraffazione³⁷. Nel suo commento alle proposte di adattamento delle norme nazionali al quadro giuridico armonizzato istituito dalla Decisione BCE/2010/14³⁸, la BCE ha ritenuto essenziale che le normative nazionali di attuazione della Decisione non divergano dalle disposizioni comuni della medesima, salvo nel caso in cui ciò sia esplicitamente previsto dalla Decisione stessa.

CASI DI INOTTEMPERANZA

Nel 2011 la BCE ha registrato 20 casi di inottemperanza all'obbligo di consultazione in merito alle proposte legislative nazionali³⁹, compresi due casi in cui la BCE ha emesso un parere di propria iniziativa. I dieci casi descritti di seguito sono considerati chiari e rilevanti⁴⁰.

Il Ministero delle Finanze greco ha omesso di consultare la BCE in tre occasioni. La prima concerneva l'estensione della validità dell'indice di assunzione imposto agli enti del settore pubblico nel 2010, riguardante anche la Banca di Grecia. Il caso era attinente all'indipendenza della BCN, che costituisce una questione di rilevanza generale per il SEBC. In aggiunta, la BCE non è stata sentita in merito a modifiche normative sostanziali concernenti il potenziamento della liquidità dell'economia a seguito della crisi finanziaria internazionale e a misure prudenziali e di risoluzione delle crisi per gli istituti di credito. Questi casi riguardavano la crisi del debito sovrano e le misure di austerità, ambiti di grande rilevanza per il SEBC.

L'Ungheria non ha rispettato l'obbligo di consultare la BCE in quattro occasioni. Due casi

di inottemperanza, che si riferivano a proposte legislative riguardanti i prestiti in valuta estera, avevano rilevanza generale per il SEBC in quanto attinenti alla stabilità finanziaria e al rischio associato ai prestiti in valuta estera. Il terzo caso riguardava la Legge sulla Magyar Nemzeti Bank, la cui bozza preliminare era stata portata all'attenzione della BCE, ma in seguito è stata sostanzialmente modificata. La BCE non è stata adeguatamente sentita per quanto concerne le scadenze e l'estensione degli emendamenti. Infine, le autorità magiare hanno omesso di consultare la BCE in merito agli emendamenti costituzionali volti a consentire la fusione fra la Magyar Nemzeti Bank e l'autorità di vigilanza finanziaria (cfr. il riquadro 9). Questi due ultimi casi erano di rilevanza generale per il SEBC in quanto relativi all'indipendenza della banca centrale.

Gli altri tre casi di inottemperanza hanno riguardato la Lituania, i Paesi Bassi e la Spagna. Le autorità lituane hanno omesso di consultare la BCE in merito alle modifiche di vari atti giuridici finanziari che conferivano alcuni poteri addizionali alla Lietuvos bankas al fine di fronteggiare il problema delle banche in difficoltà e di consentire la creazione di una banca ponte. Questo caso era di rilevanza generale per il SEBC dal momento che trattava delle misure di risoluzione delle crisi bancarie. Il Ministero delle Finanze dei Paesi Bassi non ha consultato la BCE su una proposta di regolamento volta a modificare da *ex post* a *ex ante* il meccanismo di finanziamento del sistema di garanzia dei depositi olandese. Si trattava di un caso chiaro e rilevante poiché la questione

36 CON/2011/9.

37 Ad esempio, CON/2011/19, CON/2011/51, CON/2011/59, CON/2011/64 e CON/2011/92.

38 Decisione della Banca centrale europea del 16 settembre 2010 relativa al controllo dell'autenticità e idoneità delle banconote in euro e al loro ricircolo (BCE/2010/14) (GU L 267, 9.10.2010, pag. 1).

39 Nel 2011 non è stato individuato alcun caso di inottemperanza all'obbligo di consultare la BCE in merito a proposte legislative comunitarie.

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

riguardava il finanziamento monetario, tema di rilevanza generale per il SEBC. Infine, la BCE non è stata sentita riguardo all'emendamento della legislazione spagnola in materia di tutela dei depositi, riguardante in particolare un aumento dei contributi ex ante delle istituzioni finanziarie. Questo era un caso chiaro e rilevante poiché concerneva il sistema di garanzia dei depositi e il suo finanziamento, questioni di rilevanza generale per il SEBC.

Si è ritenuto che vi siano stati nel 2011 casi di inottemperanza chiara e reiterata all'obbligo di consultare la BCE da parte della Grecia e dell'Ungheria. 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.

6.3 LA GESTIONE DELLE OPERAZIONI DI ASSUNZIONE E CONCESSIONE DI PRESTITI

Come in passato, nel 2011 la BCE ha continuato a gestire e/o trattare varie operazioni di assunzione e concessione di prestiti.

La BCE continua ad avere la responsabilità della gestione delle operazioni di assunzione e concessione di prestiti dell'UE nell'ambito dello strumento di sostegno finanziario a medio termine, come stabilito nella Decisione BCE/2003/14 del 7 novembre 2003⁴¹. Nel 2011 la BCE ha ricevuto due somme a titolo di pagamento per conto dell'UE, versando i relativi importi al paese beneficiario (Romania). La BCE ha curato il rimborso del capitale e il pagamento degli interessi rispettivamente per uno e dieci prestiti erogati nell'ambito di tale strumento. Al 31 dicembre 2011 l'importo totale in essere delle operazioni di prestito dell'UE erogate nell'ambito dello strumento di sostegno finanziario a medio termine ammontava a 11,4 miliardi di euro.

La BCE continua a curare, per conto dei prestatori e del beneficiario, il trattamento di tutti i pagamenti relativi all'accordo di prestito a

favore della Grecia⁴². Nel 2011 la BCE, in qualità di agente del beneficiario, ha ricevuto dai prestatori, a titolo di pagamento, quattro somme che sono state trasferite alla Banca di Grecia. La BCE ha inoltre curato il pagamento degli interessi per cinque prestiti. Al 31 dicembre 2011 il saldo in essere relativo ai prestiti bilaterali a favore della Grecia ammontava complessivamente a 52,9 miliardi di euro.

La BCE continua a essere responsabile della gestione delle operazioni di assunzione e concessione di prestiti dell'UE nel quadro del Meccanismo Europeo di Stabilizzazione Finanziaria (MESF)⁴³. Nel 2011 la BCE ha ricevuto a titolo di pagamento per conto dell'UE dieci somme, che ha provveduto a trasferire ai paesi beneficiari (Irlanda e Portogallo). La BCE ha inoltre curato il pagamento degli interessi su un prestito. Al 31 dicembre 2011 l'importo totale delle operazioni di prestito dell'UE erogate nell'ambito del MESF ammontava a 28 miliardi di euro.

Nell'ambito dello European Financial Stability Facility, EFSF, la BCE continua a essere responsabile della gestione dei prestiti erogati agli Stati membri che hanno adottato l'euro⁴⁴. Nel 2011 la BCE ha ricevuto a titolo di pagamento per conto dell'EFSF sei somme, che sono state trasferite ai paesi beneficiari

41 Ai sensi dell'articolo 141, comma 2, del Trattato, e degli articoli 17, 21 (comma 2), 43 (comma 1), e 46 (comma 1) dello Statuto del SEBC, nonché dell'articolo 9 del Regolamento (CE) n. 332/2002 del Consiglio del 18 febbraio 2002.

42 Nell'ambito dell'accordo di prestito fra, da un lato, in qualità di prestatori, gli Stati membri (diversi dalla Grecia e dalla Germania) che hanno adottato l'euro e la Kreditanstalt für Wiederaufbau (che agisce nell'interesse pubblico, in base alle istruzioni e beneficiando della garanzia della Repubblica Federale di Germania) e, dall'altro, la Repubblica Ellenica in qualità di debitore e la Banca di Grecia come suo agente, e conformemente agli articoli 17 e 21 (comma 2), dello Statuto del SEBC e all'articolo 2 della Decisione BCE/2010/4 del 10 maggio 2010.

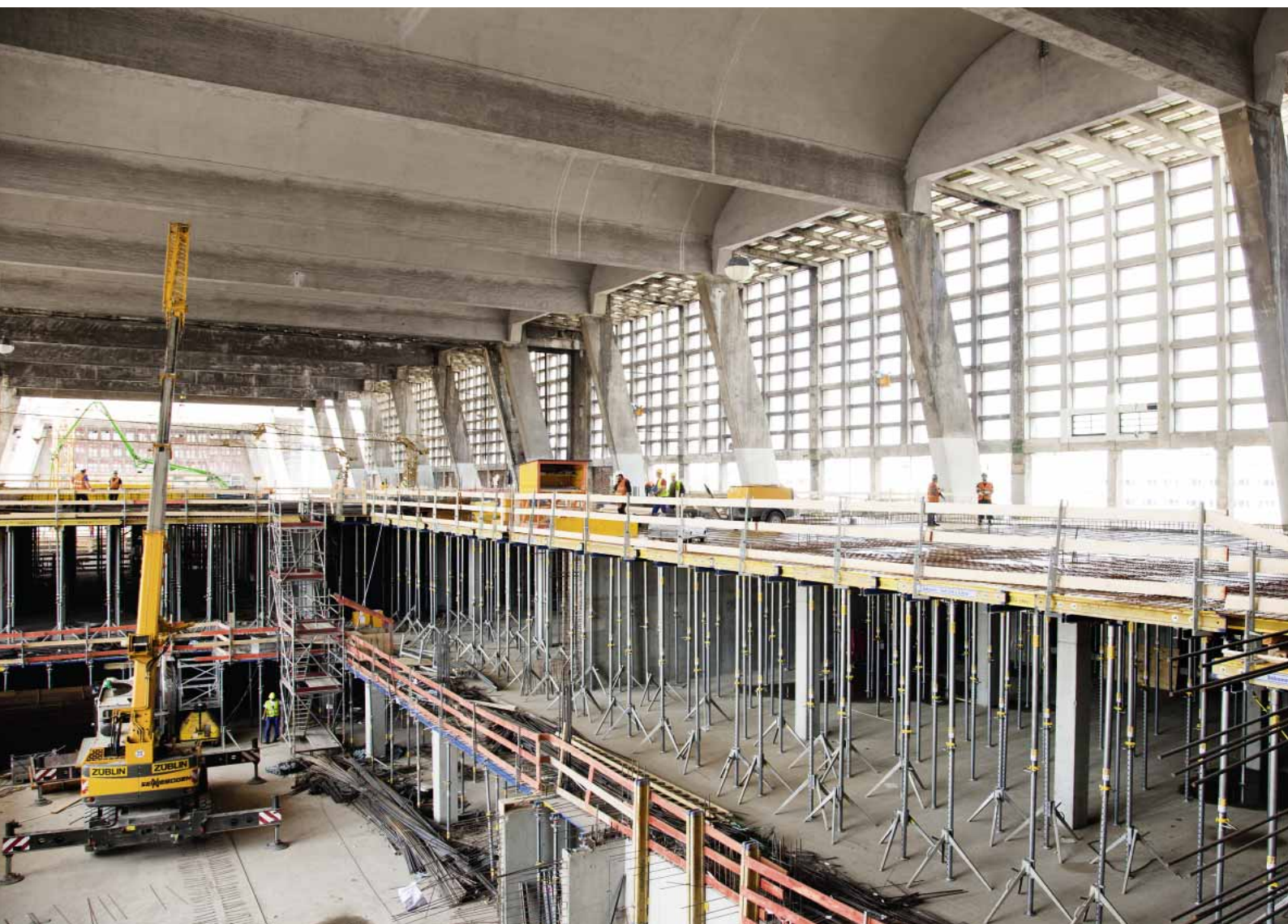
43 Ai sensi degli articoli 122, comma 2, e 132, comma 1, del Trattato, degli articoli 17 e 21 dello Statuto del SEBC e dell'articolo 8 del Regolamento (UE) n. 407/2010 del Consiglio dell'11 maggio 2010.

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

(Irlanda e Portogallo). La BCE ha inoltre curato il pagamento degli interessi su due prestiti. Al 31 dicembre 2011 il saldo in essere relativo ai prestiti EFSF era pari a 16.3 miliardi di euro.

6.4 I SERVIZI DI GESTIONE DELLE RISERVE OFFERTI DALL'EUROSISTEMA

Nel corso del 2011 è proseguita l'offerta di un'ampia gamma di servizi in applicazione del quadro di riferimento istituito nel 2005 per la gestione delle riserve denominate in euro dei clienti dell'Eurosistema. L'intero ventaglio di servizi, destinati a banche centrali, autorità monetarie, agenzie governative non appartenenti all'area dell'euro e organizzazioni internazionali, è offerto da singole banche centrali dell'Eurosistema (*Eurosystem service providers*) sulla base di condizioni armonizzate e in linea con gli standard generali di mercato. La BCE svolge un ruolo di coordinamento, garantendo l'ordinato funzionamento di tale assetto. Il numero di clienti che hanno usufruito di tali servizi dell'Eurosistema è rimasto stabile nel 2011. Per quanto concerne i servizi stessi, si è registrato un considerevole aumento (8 per cento) delle disponibilità liquide totali (compresi i depositi) e delle consistenze in titoli detenute dai clienti.



La Grossmarkthalle ospiterà una serie di spazi (centro visitatori, mensa per il personale, bar e sale conferenze), integrati nel vecchio padiglione del mercato come unità indipendenti con una soluzione di “casa nella casa”.

I piani interrati della Grossmarkthalle sono stati sostituiti con una struttura impermeabile all’acqua e capace di sostenere il peso dei nuovi elementi architettonici al momento incorporati nella *hall*.

Contestualmente procede il restauro della facciata a griglia in cemento e delle volte a guscio del tetto.

**STABILITÀ FINANZIARIA,
COMPITI COLLEGATI AL
CERS E INTEGRAZIONE
FINANZIARIA**

I LA STABILITÀ FINANZIARIA

L'Eurosistema collabora con le autorità nazionali competenti per la vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e per la stabilità del sistema finanziario. Inoltre, fornisce consulenza a tali autorità e alla Commissione europea in merito all'applicazione della legislazione UE su queste materie.

Dopo l'istituzione del Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS) il 16 dicembre 2010 (cfr. Sezione 2 in questo capitolo) e la creazione di tre autorità europee di vigilanza (AEV) competenti rispettivamente su banche (Autorità bancaria europea, *European Banking Authority*, EBA), strumenti finanziari (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati, *European Securities and Markets Authority*, ESMA), e assicurazioni e fondi pensione (Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali, *European Insurance and Occupational Pensions Authority*, EIOPA), il 1° gennaio 2011 è entrato in vigore il nuovo quadro di vigilanza europeo. Con questo nuovo assetto si è considerevolmente rafforzata la struttura europea di vigilanza a livello sia microprudenziale sia, per la prima volta, macroprudenziale.

1.1 IL MONITORAGGIO DELLA STABILITÀ FINANZIARIA

IL SETTORE BANCARIO DELL'AREA DELL'EURO

La BCE, unitamente al Comitato per la stabilità finanziaria (*Financial Stability Committee*, FSC) del SEBC, monitora i rischi per la stabilità finanziaria e valuta la capacità del sistema finanziario dell'area dell'euro di fare fronte agli shock¹. Nell'assolvimento di questo importante compito una particolare attenzione è dedicata alle banche, che ancora oggi restano i principali intermediari finanziari in Europa. Nondimeno, date la crescente rilevanza dei mercati, delle infrastrutture e delle altre istituzioni finanziarie, e le interconnessioni esistenti con le banche, anche le vulnerabilità di tali componenti devono essere oggetto di monitoraggio da parte del SEBC.

Nel 2011 i rischi per la stabilità finanziaria nell'area dell'euro sono considerevolmente aumentati con il peggiorare della crisi del debito sovrano e l'intensificarsi della sua interazione con i rischi del settore bancario. Le vulnerabilità si sono in particolare accentuate nella seconda metà dell'anno, quando la crisi del debito sovrano si è estesa da alcuni paesi minori dell'area ad alcuni paesi più grandi. Il contagio si è accompagnato a un indebolimento delle prospettive di crescita macroeconomica, specie verso la fine dell'anno. Il rischio di un'ulteriore propagazione della crisi è risultato maggiore per i paesi che apparivano caratterizzati da: posizioni di bilancio pubblico deboli (o in peggioramento), condizioni macrofinanziarie mediocri, mancanza della determinazione politica per attuare le riforme istituzionali necessarie, con la possibilità di ulteriori perdite significative per il settore bancario.

In questo clima di contagio si sono registrate significative difficoltà di raccolta per le banche dell'area dell'euro. Nell'arco dell'anno sono emerse tensioni, in certi casi acute, per la raccolta a medio e a più lungo termine, benché tali tensioni siano state attenuate grazie all'offerta abbondante e tempestiva di liquidità da parte della banca centrale. Le banche dell'area dell'euro hanno dovuto far fronte a un deterioramento della fiducia dei mercati che ha determinato un brusco aumento dei costi della provvista, riducendo l'accesso ai finanziamenti a termine, specie per gli istituti situati nei paesi colpiti da tensioni sul debito sovrano. Le problematiche di finanziamento hanno interessato in modo particolare le banche che facevano massiccio ricorso alla raccolta a termine non garantita all'ingrosso, compresa quella, volatile, in dollari USA. Si sono inoltre venute a creare alcune segmentazioni nei mercati della provvista garantita, come quello delle operazioni pronti contro termine,

¹ Dalla fine del 2004 la BCE pubblica il *Financial Stability Review*, un rapporto semestrale sulla stabilità del sistema finanziario dell'area dell'euro. Esso presenta i risultati principali dell'attività di sorveglianza sulla struttura e la stabilità del settore bancario ed è disponibili sul sito internet della BCE.

in cui i titoli emessi dai paesi in difficoltà per il debito sovrano sono stati valutati a prezzi inferiori rispetto agli altri titoli; ciò ha influito negativamente sui costi della provvista per le banche che utilizzavano tali titoli come garanzia nelle operazioni pronti contro termine. L'accesso ai finanziamenti è stato inoltre notevolmente influenzato dai timori circa la qualità degli attivi di alcune banche, specie per le esposizioni su quei mercati immobiliari che avevano registrato un boom prima della crisi. La trasmissione delle tensioni fra debitori sovrani e banche si è complessivamente intensificata, determinando a una crisi sistemica.

Le condizioni finanziarie dei gruppi bancari grandi e complessi (GBGC) dell'area dell'euro hanno avuto andamenti eterogenei nei primi tre trimestri del 2011. Dopo un primo trimestre caratterizzato, in generale, da una buona profittabilità, i risultati del secondo trimestre hanno evidenziato un peggioramento complessivo. Tale dinamica è stata determinata dalle condizioni più difficoltose in cui hanno operato le banche, che hanno dovuto fronteggiare dinamiche avverse nei mercati di provvista e di negoziazione. Inoltre, la prima tornata di svalutazioni dei titoli di Stato greci e un contesto economico internazionale più debole del previsto hanno concorso inasprire tali problemi. Allo stesso tempo, le iniziative intraprese dalle banche per accrescere la propria dotazione patrimoniale e ridurre le attività ponderate per il rischio, su cui hanno pesato anche i risultati delle prove di stress condotte dall'EBA nel 2011 in tutta l'UE, hanno contribuito all'innalzamento dei coefficienti patrimoniali regolamentari². I risultati del terzo trimestre hanno ulteriormente confermato la tendenza al ribasso degli utili. Molti GBGC dell'area dell'euro hanno segnalato un calo del reddito netto dovuto a un'ulteriore perdita di valore dei titoli di Stato greci e al ridimensionamento dei proventi dell'attività di negoziazione. Alcune banche hanno ridotto l'esposizione verso il debito sovrano dei paesi dell'area dell'euro cedendo i titoli o non rinnovando le attività in scadenza. Viceversa, nei primi tre trimestri del 2011 sono rimasti generalmente stabili il reddito netto da interessi,

e in misura minore, quello da provvigioni e commissioni. La diversificazione geografica dell'attività ha permesso ad alcuni GBGC di rimanere redditizi, a dispetto delle difficoltà talvolta incontrate nei mercati nazionali.

Nel 2011 sono riaffiorate pressioni per una riduzione del grado di leva finanziaria (*deleveraging*) a seguito delle difficoltà nella raccolta e delle accresciute esigenze di dotazione patrimoniale. Tale dinamica ha acuito i rischi di implicazioni avverse per la disponibilità di credito, in particolare nei paesi interessati da difficoltà per il debito sovrano, dove il costo e l'offerta di finanziamenti a medio e lungo termine hanno subito ripercussioni particolarmente negative. Nel 2011 le vulnerabilità del settore bancario dell'area dell'euro sono risultate assai diverse a seconda dei paesi e dei singoli intermediari. Un tale andamento è stato giustificato dalle differenze in termini di esposizioni geografiche e settoriali, dai diversi modelli di business e, in particolare, dall'eterogeneità nelle posizioni fiscali dei diversi paesi di residenza. Gli indicatori di mercato hanno segnalato un deterioramento significativo delle aspettative riguardo agli utili dei GBGC dell'area. Gli indici delle azioni bancarie nell'area, in linea peraltro con quelli mondiali, hanno segnato un andamento decisamente peggiore rispetto agli altri comparti. Le misure di volatilità per il settore bancario dell'area dell'euro hanno raggiunto massimi non più osservati dal fallimento di Lehman Brothers nel settembre 2008.

L'intensificazione generalizzata dei rischi per la stabilità finanziaria ha messo in luce la fondamentale necessità di intraprendere azioni coraggiose e decisive sia all'interno, sia all'esterno dell'area dell'euro. Parallelamente alle decisioni dei diversi paesi di accelerare il risanamento dei conti pubblici e rafforzare la disciplina di bilancio nazionale, in occasione dei

2 Le prove di stress a livello di UE sono state coordinate dall'EBA in stretta collaborazione con la BCE e la Commissione europea. Una descrizione dettagliata della metodologia, nonché i risultati delle prove, pubblicati a metà luglio, sono consultabili sui siti Internet dell'EBA e delle autorità nazionali coinvolte.

vertici del Consiglio dell'Unione Europea e dei Capi di Stato e di Governo dell'area dell'euro, tenutisi a luglio, ottobre e dicembre 2011 sono state adottate diverse misure volte a ripristinare la stabilità finanziaria dell'area. Di particolare rilievo è risultato il potenziamento della capacità di prestito dello *European Financial Stability Facility* e l'ampliamento del suo mandato. Con l'intenzione di ridefinire fundamentalmente la *governance* dell'area dell'euro, al vertice UE dell'8 e 9 dicembre 2011 è stato compiuto un ulteriore passo verso l'unione economica e l'istituzione di un patto di bilancio (c.d. *fiscal compact*), concluso fra 25 dei 27 Stati membri dell'UE il 30 gennaio 2012. L'attuazione integrale delle misure annunciate, insieme alla effettiva attuazione dello *European Stability Mechanism*, dovrebbe attenuare i rischi di circolo vizioso fra la vulnerabilità delle finanze pubbliche, il settore finanziario e i problemi di crescita economica. A complemento di tale processo è stata definita una strategia di ampio respiro volta a rafforzare il capitale e la capacità di raccolta delle banche dell'UE, in base alla quale gli istituti di grandi dimensioni dovranno costituire un buffer temporaneo di capitale e dotarsi di mezzi patrimoniali di massima qualità (c.d. *core tier 1*) in misura pari al 9 per cento delle attività ponderate per il rischio entro giugno 2012. Al fine di centrare questo obiettivo il fabbisogno di capitale stimato per il settore bancario dell'UE nel suo complesso ammonta a 114,7 miliardi di euro. Per evitare che questo fabbisogno di capitale venga colmato attraverso una sostanziale cessione di attivi, che potrebbe avere effetti pregiudizievoli per l'economia reale, i piani di correzione dei bilanci delle banche saranno attentamente monitorati a livello sia nazionale sia europeo. L'esigenza di agevolare l'accesso ai finanziamenti a termine è stato agevolata mediante il ripristino, coordinato a livello europeo, dei programmi pubblici di garanzia ai finanziamenti. Infine, il potenziamento delle misure dell'Eurosistema a sostegno del credito, fra cui due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a tre anni, ha assicurato la continuità di accesso delle banche a una fonte di provvista stabile. Di conseguenza, le tensioni nei mercati

della raccolta si sono in certa misura allentate agli inizi del 2012.

LE ALTRE ISTITUZIONI FINANZIARIE

Le preoccupazioni per la stabilità delle altre istituzioni finanziarie non sono state così pronunciate come quelle per la stabilità del settore bancario dell'area dell'euro. Comunque anche il settore finanziario non bancario è stato colpito dalla perdita di fiducia nei mercati finanziari a causa delle forti interconnessioni tra diversi settori finanziari e segmenti di mercato. La solidità finanziaria delle grandi compagnie di assicurazione nell'area è rimasta sostanzialmente stabile nei primi tre trimestri del 2011. La redditività delle maggiori imprese di riassicurazione ha segnato una ripresa rispetto ai bassi livelli del primo trimestre, quando le catastrofi naturali avevano alimentato le richieste di indennizzo. Nel complesso, le riserve patrimoniali del settore sembrano essere state adeguate a fronteggiare le difficoltà nella prima parte dell'anno. Ciò si deve in parte alla propensione degli assicuratori a detenere capitale in eccesso al fine di conservare un *rating* creditizio prefissato, ma anche all'accumulo precauzionale di riserve addizionali in un contesto economico di incertezza. Uno dei principali rischi che si pongono per gli assicuratori dell'area dell'euro è che un prolungato periodo di bassi tassi di interesse, specie sui titoli di Stato con *rating* AAA, riduca la redditività dei prodotti assicurativi garantiti del ramo vita e indebolisca il reddito da investimento e la posizione di solvibilità più in generale. Le basse valutazioni di mercato dei titoli emessi dai paesi e dai settori più colpiti dall'attuale crisi, inoltre, comportano il rischio di un impatto negativo per gli assicuratori che hanno investito in tali titoli.

Il settore degli *hedge fund* ha subito ingenti perdite da investimento nel 2011, sebbene non significative come quelle derivanti dal fallimento di Lehman Brothers. Inoltre, rispetto a quel periodo, il settore presentava un grado di leva finanziaria minore, che ha contribuito ad alleviare le pressioni sul fronte della provvista di liquidità derivanti dalla richiesta di margini

da parte dei *prime broker*. È ancora possibile che un disimpegno maggiore del consueto da parte degli investitori possa comportare un rischio di provvista della liquidità, malgrado la propensione generalmente spiccata degli investitori per l'investimento in *hedge fund* in un contesto di bassi tassi di interesse nominali. Benché nel complesso gli *hedge fund* sembrano avere un ruolo piuttosto limitato all'interno dell'area dell'euro (alla fine del terzo trimestre 2011 le attività detenute dagli *hedge fund* dell'area dell'euro ammontavano a 119 miliardi di euro), essi fanno parte della rete complessa del settore bancario "ombra", attraverso la loro partecipazione alle attività di cartolarizzazione o al mercato delle operazioni pronti contro termine. Il settore bancario ombra ricomprende quelle attività collegate all'intermediazione creditizia, come la trasformazione della liquidità e delle scadenze, che avvengono al di fuori del sistema bancario tradizionale. Per quanto riguarda l'area dell'euro, le attività detenute dalle entità riconducibili al settore bancario ombra ammontano a 11 trilioni di euro nel terzo trimestre 2011. In termini relativi, rappresentavano il 27,7 per cento delle attività totali complessive del settore bancario tradizionale e di quello ombra³, a dimostrazione che quest'ultimo svolge un ruolo significativo per l'intermediazione finanziaria in generale e per l'attività di raccolta delle banche in particolare. Tale ruolo potrebbe ulteriormente potenziarsi nel medio termine laddove nel settore bancario tradizionale si cerchi di aggirare i più stringenti requisiti regolamentari.

I.2 I DISPOSITIVI A GARANZIA DELLA STABILITÀ FINANZIARIA

Nell'insieme del 2011 sono proseguiti i lavori nel campo della gestione e della risoluzione delle crisi, con la volontà di migliorare le norme e i principi a livello europeo e internazionale.

Per quanto riguarda l'UE, nel gennaio 2011 la Direzione generale Mercato interno e servizi della Commissione europea ha avviato una consultazione pubblica sul progetto di una

normativa europea per la gestione delle crisi nel settore finanziario, presentando i dettagli tecnici del progetto già delineato nella comunicazione della Commissione dell'ottobre 2010⁴. Come sottolineato nel suo contributo alla consultazione⁵, il SEBC appoggia pienamente l'obiettivo generale della proposta della Commissione per l'elaborazione di una normativa per la gestione e la risoluzione delle crisi delle società finanziarie dell'UE. In particolare, il SEBC condivide l'opinione secondo cui l'obiettivo primario del nuovo regime europeo dovrebbe essere quello di consentire che qualunque istituto possa essere lasciato fallire secondo modalità tali da salvaguardare la stabilità del sistema finanziario europeo nel suo complesso e ridurre al minimo i costi per la collettività e i danni economici. La bozza di direttiva della Commissione per una nuova normativa di risoluzione delle crisi è prevista per la primavera del 2012.

Inoltre, la nuova normativa europea di riferimento per la gestione e la risoluzione delle crisi si è ispirata a varie iniziative nazionali in corso negli Stati membri dell'UE per la modifica dei rispettivi regimi nazionali per la risoluzione delle crisi nel settore finanziario. La BCE ha emanato vari pareri su queste iniziative e ha contribuito altresì direttamente ai lavori per i nuovi regimi di risoluzione delle crisi nei paesi soggetti ai programmi congiunti UE-FMI (Irlanda, Grecia e Portogallo)⁶.

Nel 2011 la BCE ha attivamente sostenuto i lavori condotti sia dal gruppo di lavoro ad hoc sulla gestione delle crisi del Comitato economico e finanziario sia dal comitato tecnico consultivo del CERS in relazione all'adozione, da parte degli Stati membri, di misure di rimedio e salvaguardie per far fronte ai rischi per la stabilità finanziaria potenzialmente derivanti

3 In base alle statistiche della BCE e dell'Eurostat.

4 Per maggiori dettagli sulla consultazione, cfr. il sito Internet della Commissione europea (<http://ec.europa.eu>).

5 Per maggiori dettagli in merito a tale contributo, cfr. il sito Internet della BCE.

6 Cfr. ad esempio, CON/2011/39, CON/2011/45, CON/2011/60, CON/2011/72 e CON/2011/84. Tutti i pareri della BCE sono pubblicati sul suo sito Internet.

dalla pubblicazione dei risultati delle prove di stress promosse dall'EBA (o condotte dal mercato).

A livello mondiale in occasione del vertice di Cannes del 3 e 4 novembre 2001 i leader del G20 hanno avallato l'attuazione di un insieme integrato di politiche volte a fronteggiare i rischi per il sistema finanziario globale collegati con le istituzioni finanziarie di importanza sistemica (*systemically important financial institution*, SIFI), compreso un nuovo standard internazionale per i regimi di risoluzione delle crisi. Lo standard, intitolato "Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions"⁷, è stato elaborato dal Financial Stability Board (FSB) come punto di riferimento per le riforme dei regimi nazionali di risoluzione delle crisi, allo scopo di rafforzare i poteri delle autorità in materia di risoluzione delle crisi presso le società finanziarie in procinto di fallimento in modo ordinato e senza esporre i contribuenti al rischio di perdite⁸. Per il gruppo iniziale di 29 SIFI a livello mondiale, i requisiti relativi ai piani di ristrutturazione e liquidazione dovranno essere soddisfatti entro la fine del 2012. La BCE, in qualità di membro dell'FSB, ha contribuito a e sostenuto attivamente questa iniziativa, in particolare partecipando pienamente alle attività dei gruppi dell'FSB (Resolution Steering Group, Cross-Border Crisis Management Working Group e Bail-in Working Group).

⁷ Consultabile sul sito Internet dell'FSB (www.financialstabilityboard.org).

⁸ I Key Attributes ("attributi fondamentali") consistono in 12 caratteristiche minime essenziali che i regimi di risoluzione delle crisi in tutte le giurisdizioni dovranno specificare: 1) ambito di applicazione, 2) autorità competente per la risoluzione delle crisi, 3) poteri di risoluzione delle crisi, 4) protezione, compensazione, collateralizzazione e segregazione delle attività della clientela, 5) salvaguardie, 6) finanziamento delle società oggetto di ristrutturazione o liquidazione, 7) quadro giuridico per la cooperazione tra autorità di diversi paesi, 8) Gruppi di gestione delle crisi, 9) accordi di cooperazione tra autorità di più paesi in merito a istituzioni specifiche, 10) valutazioni della possibilità di ripristinare la solvibilità, 11) piani di ristrutturazione e di liquidazione, 12) accesso alle informazioni e loro condivisione.

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

2.1 ASSETTO ISTITUZIONALE

Il 2011 è stato il primo anno di operatività del Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS), incaricato della vigilanza macroprudenziale sul sistema finanziario dell'UE. La BCE assicura il Segretariato al CERS oltre a fornire supporto analitico, statistico, logistico e amministrativo. Il CERS è stato creato in virtù del Regolamento (UE) n. 1092/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio del 24 novembre 2010 relativo alla vigilanza macroprudenziale del sistema finanziario dell'Unione europea e che istituisce il Comitato europeo per il rischio sistemico⁹. Il Regolamento (UE) n. 1096/2010 del Consiglio del 17 novembre 2010¹⁰ conferisce inoltre alla BCE compiti specifici riguardanti il funzionamento del CERS.

Durante i primi cinque anni di esistenza il CERS è presieduto dal Presidente della BCE. Nel 2011 questa carica è stata pertanto ricoperta da Jean-Claude Trichet fino al 31 ottobre e da Mario Draghi a partire dal 1° novembre.

A fine giugno 2011 il CERS aveva completato la definizione delle sue strutture istituzionali. Il Consiglio generale del CERS ha adottato: a) il regolamento interno del CERS¹¹, b) le regole per la selezione dei membri del Comitato scientifico consultivo del CERS¹², c) il codice di condotta del CERS¹³ e d) le norme sull'accesso del pubblico ai documenti del CERS¹⁴. Il CERS ha inoltre adottato una decisione sull'invio e la raccolta di informazioni per la vigilanza macroprudenziale¹⁵ e concordato con le AEV le procedure per la trasmissione delle informazioni riservate.

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

Il CESR ha fatto uso dei vari canali previsti dal Regolamento n. 1092/2010 al fine di assicurare la responsabilità per il proprio operato (*accountability*) in qualità di autorità pubblica europea di nuova creazione. Fra questi figurano le audizioni preliminari dinanzi al Parlamento europeo, in occasione delle quali il Presidente del CESR (Jean-Claude Trichet il 7 febbraio 2011 e Mario Draghi il 16 gennaio 2012) ha illustrato come intendeva assolvere ai propri compiti, altre audizioni periodiche. Inoltre, nel settembre del 2011 è stato raggiunto un accordo per l'effettuazione di 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. Il CESR ha inoltre riferito in varie forme al Consiglio europeo sulle raccomandazioni emesse e il seguito loro dato. La pubblicazione del primo Rapporto annuale del CESR, relativo al 2011, è prevista per maggio 2012.

2.2 SUPPORTO ANALITICO, STATISTICO, LOGISTICO E AMMINISTRATIVO AL CERS

La BCE è chiamata ad assicurare il Segretariato del CERS, fornendo supporto analitico, statistico, logistico e amministrativo al

9 GU L 331, 15.12.2010, pag. 1.

10 GU L 331, 15.12.2010, pag. 162.

11 Decisione del Comitato europeo per il rischio sistemico del 20 gennaio 2011, che adotta il regolamento interno del Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS/2011/1), GU C 58, 24.2.2011, pag. 4.

12 Decisione del Comitato europeo per il rischio sistemico del 20 gennaio 2011 concernente le procedure e i requisiti per la selezione, la nomina e la sostituzione dei membri del comitato scientifico consultivo del Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS/2011/2), GU C 39, 8.2.2011, pag. 10.

13 Decisione del Comitato europeo per il rischio sistemico del 25 marzo 2011 che adotta il codice di condotta del Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS/2011/3), GU C 140, 11.5.2011, pag. 18.

14 Decisione del Comitato europeo per il rischio sistemico del 3 giugno 2011 relativa all'accesso del pubblico ai documenti del Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS/2011/5), GU C 176, 16.6.2011, pag. 3.

15 Decisione del Comitato europeo per il rischio sistemico del 21 settembre 2011 relativa all'invio e alla raccolta di informazioni per la vigilanza macroprudenziale del sistema finanziario all'interno dell'Unione (CERS/2011/6), OJ C 302, 13.10.2011, pag. 3.

CERS. Nel 2011, il primo anno di operatività del CERS, tale supporto è stato incentrato sull'attività di regolare monitoraggio, individuazione e valutazione dei rischi sistemici a livello di UE. Oltre alle regolari attività di sorveglianza e valutazione della stabilità finanziaria, si è altresì proceduto allo sviluppo e all'affinamento di strumenti e metodologie analitici, con l'assistenza del *Macro-prudential Research Network* del SEBC, e sono state intraprese iniziative di carattere statistico volte a colmare le lacune individuate in termini di dati utili allo svolgimento di analisi macroprudenziali.

SUPPORTO ANALITICO

Nel 2011 la BCE ha fornito supporto analitico al CERS sotto forma di rapporti periodici di monitoraggio e individuazione dei rischi sistemici per il sistema finanziario dell'UE, compresa la valutazione dell'impatto che potrebbero avere tali rischi. Il personale della BCE ha inoltre contribuito occasionalmente a studi specifici avviati dal CERS sul rischio sistemico e su tematiche macroprudenziali.

Tutti questi contributi hanno attinto alle 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 di market intelligence a supporto del processo di individuazione dei rischi sistemici. La regolare

attività di sorveglianza e di valutazione del rischio sistemico si basa inoltre, traendone beneficio, sulle informazioni ricevute dai membri del CERS. Gli indicatori del rischio sistemico 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 e classificare la potenziale gravità dei rischi specifici. In cooperazione con le BCN e le autorità di vigilanza nazionali ed europee (per il tramite del Comitato tecnico consultivo e le sue strutture), la BCE passa periodicamente in rassegna gli strumenti a disposizione con l'obiettivo di migliorare costantemente il quadro analitico e sviluppa nuovi strumenti di analisi per colmare le eventuali lacune analitiche individuate. Il *Macro-prudential Research Network* del SEBC svolge un ruolo fondamentale a questo riguardo (cfr. il riquadro 10).

La BCE è pronta a contribuire alla predisposizione delle raccomandazioni del CERS su questioni regolamentari o su iniziative legislative laddove il CERS lo richieda. Al riguardo, nel 2011 la BCE ha partecipato ai lavori del CERS per l'individuazione e l'analisi dei rischi collegati ai prestiti in valuta estera nell'UE. La BCE ha inoltre contribuito alla formulazione di possibili raccomandazioni di *policy* sulla base dei lavori analitici precedentemente svolti dalla BCE stessa e dall'Eurosistema.

Riquadro 10

IL MACRO-PRUDENTIAL RESEARCH NETWORK DEL SEBC

Il Consiglio generale ha approvato nel 2010 la creazione di un network di ricerca del SEBC dedicato alle questioni macroprudenziali, il *Macro-prudential Research Network*. Scopo del *network* è quello di assistere la nuova funzione di vigilanza macroprudenziale europea istituita a seguito della crisi finanziaria, segnatamente il Comitato europeo per il rischio sistemico. In particolare, nell'ambito del network si svolge attività di ricerca sugli schemi concettuali, i modelli e gli strumenti a sostegno della vigilanza macroprudenziale e se ne condividono i risultati.

Il primo evento pubblico organizzato dal *network* è stata una conferenza, tenutasi a Francoforte il 5 e 6 ottobre 2011, in occasione della quale alcuni ricercatori del *network* hanno presentato i propri lavori¹. Alla conferenza è stato invitato anche un numero ristretto di ricercatori esterni al *network* e la discussione dei lavori presentati è stata condotta da rinomati esperti del campo. In questa occasione è stato possibile presentare solo una selezione dei lavori di ricerca condotti nell'ambito del *network*; una gamma più ampia di lavori sarà pubblicata in futuro all'interno della collana di *Working Paper* della BCE.

La prima area di ricerca del *network* concerne lo sviluppo di modelli macrofinanziari che mettono in relazione l'instabilità finanziaria con l'andamento dell'economia, ed è intesa a fornire elementi teorici fondamentali piuttosto che strumenti di *policy* immediatamente impiegabili. La ricerca in quest'ambito sta seguendo più strade complementari. Alcuni ricercatori stanno valutando l'inclusione di frizioni e fattori finanziari all'interno dei modelli macro standard. Altri stanno esaminando i requisiti fondamentali per integrare nei modelli dell'economia aggregata delle caratterizzazioni realistiche dell'instabilità finanziaria. Particolare attenzione è dedicata alla modellizzazione delle insolvenze bancarie, comprese le interconnessioni naturali del rischio di insolvenza, gli indici di indebitamento e di leva finanziaria degli intermediari finanziari nell'arco del ciclo economico, l'inclusione delle non linearità e il ruolo svolto dal settore bancario ombra, specie nel contesto di regimi regolamentari diversi. Un altro filone di ricerca all'interno di quest'area è dedicato alla valutazione di diverse politiche di regolamentazione macroprudenziale, come la regolamentazione sul capitale o l'applicazione di rapporti massimi fra valore dei prestiti e valore delle garanzie, e degli effetti derivanti dalla loro interazione con altre politiche, come quella monetaria. Una équipe internazionale sta vagliando un modello canonico delle politiche macroprudenziali che incorpora le forme rilevanti di instabilità sistemica, con l'obiettivo di individuare e valutare le politiche regolamentari in grado di contenere i rischi sistemici.

La seconda area di ricerca, di natura più operativa, attiene ai sistemi di allerta precoce e agli indicatori del rischio sistemico. La ricerca condotta su questi temi indica che la valenza degli indicatori di allerta precoce è complessivamente cresciuta grazie al miglioramento delle metodologie e all'uso di fonti statistiche finora scarsamente sfruttate. La maggiore efficacia dei nuovi strumenti di allerta precoce ha fatto sì che l'analisi sia stata in parte riorientata dalla previsione delle crisi a quella della crescita degli squilibri. In generale, i lavori condotti dai ricercatori del *network* in questa area mostrano che la valenza predittiva dei modelli di allerta precoce può essere migliorata utilizzando i dati di bilancio delle singole società finanziarie, unitamente alle variabili macrofinanziarie tradizionali. Questa combinazione fornisce inoltre informazioni preziose per le autorità per la misurazione del livello corrente di tensione finanziaria.

La terza area di ricerca in cui il *network* sta cercando di compiere progressi è la valutazione dei rischi di contagio. La conduzione di analisi esaustive sui rischi di contagio fra le banche di paesi europei diversi risulta problematica a causa della limitazione dei dati. È stato comunque lanciato un ampio progetto per valutare le connessioni finanziarie transfrontaliere sulla base dei dati sulle transazioni processate dal sistema Target2, che vede la partecipazione di ricercatori da varie BCN.

I principali risultati del *network* sono presentati all'interno di documenti di ricerca, seminari e conferenze (una seconda conferenza è programmata per il 2012), anche in collaborazione con ricercatori esterni al SEBC. Il *network* riferirà in merito ai risultati raggiunti nei primi due anni di lavoro nella seconda metà del 2012.

¹ Le informazioni relative alla conferenza sono disponibili sul sito Internet della BCE.

SUPPORTO STATISTICO

A seguito dei preparativi effettuati nel 2010, la BCE, assistita dalle BCN, ha fornito supporto statistico al CERS, agendo ove del caso in stretta collaborazione con le AEV.

Uno dei contributi fondamentali al soddisfacimento delle esigenze del CERS in termini di dati statistici è stato fornito da un gruppo congiunto di rappresentanti del Segretariato del CERS, della BCE e delle AEV fra l'ottobre 2010 e il giugno 2011. Il rapporto finale stilato dal gruppo congiunto è stato in parte tradotto in una decisione del CERS relativa all'invio e alla raccolta di informazioni aggregate per la vigilanza macroprudenziale del sistema finanziario all'interno dell'Unione (CERS/2011/6)¹⁶. La decisione tratta in particolare della definizione delle informazioni aggregate periodiche necessarie per assistere il CERS nell'adempimento dei propri compiti nel breve termine (fino ai primi del 2013). Essa richiede che la BCE e le AEV forniscano regolarmente informazioni aggregate e inviino i dati già raccolti. Inoltre, la decisione considera la definizione delle procedure da seguire nel caso siano necessari, per assistere il CERS nello svolgimento delle sue funzioni, dati aggregati ad hoc addizionali non rientranti fra quelli oggetto di segnalazione periodica.

Il gruppo congiunto ha inoltre preso in esame le esigenze di più lungo periodo in termini di dati prudenziali e informativa pubblica, principalmente sulla base dei requisiti di segnalazione attualmente in fase di definizione da parte delle AEV e della Commissione europea. Tali requisiti forniranno un contributo diretto al lavoro statistico del CERS, evitando la duplicazione degli oneri di segnalazione e assicurando la coerenza dei dati utilizzati nelle analisi della stabilità economica e finanziaria e nelle ricerche collegate. La BCE stessa ha inoltre partecipato a vari progetti di lavoro finalizzati all'elaborazione di statistiche potenzialmente utili al CERS (ad esempio, statistiche bancarie consolidate e statistiche sulle disponibilità di titoli di debito) (cfr. la sezione 4 del capitolo 2).

La BCE fornisce un importante contributo alle attività di sorveglianza e analisi del rischio svolte dal CERS mediante la preparazione di una rassegna macroprudenziale trimestrale che presenta informazioni statistiche (in tavole e figure) e indicatori disaggregati per categoria di rischio (ossia rischio macroeconomico, rischio di credito, rischi di mercato, rischio di liquidità e di provvista, interconnessioni e squilibri, redditività e solvibilità). Tale rassegna si basa sui dati provenienti da varie fonti diverse, fra cui il SEBC, le AEV e i fornitori commerciali di dati. Inoltre, il Regolamento che istituisce il CERS (articolo 3, paragrafo g) richiede che il CERS, "in collaborazione con le AEV, [sviluppi] un insieme comune di indicatori quantitativi e qualitativi ("quadro operativo dei rischi") al fine di individuare e misurare il rischio sistemico". In questo spirito, i lavori per l'elaborazione di tale quadro operativo sono suddivisi nelle stesse categorie di rischio.

¹⁶ GU C 302, 13.10.2011, pag. 1.

3 LA REGOLAMENTAZIONE E LA VIGILANZA FINANZIARIA

3.1 IL SETTORE BANCARIO

Nel dicembre 2010 il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB) ha pubblicato i nuovi requisiti in materia di patrimonio e liquidità (Basilea 3). La BCE ha partecipato attivamente all'elaborazione del nuovo quadro di riferimento Basilea 3 e ha apportato un consistente contributo alle varie valutazioni d'impatto finalizzate a quantificare i possibili effetti del pacchetto normativo sui mercati finanziari e sull'economia reale. In linea con l'impegno assunto dai leader del G20 nel novembre 2010, gli sforzi sul piano nazionale e internazionale in questo ambito sono ora concentrati sull'attuazione tempestiva e coerente dei requisiti introdotti da Basilea 3. La BCE continua a partecipare al prosieguo dei lavori attualmente assicurato da vari sottogruppi del Comitato di Basilea, in cui rientrano la revisione e la finalizzazione di taluni elementi del pacchetto di riforme negli anni a venire. La BCE contribuisce altresì all'attuazione dei requisiti di Basilea in Europa. In questo contesto, accoglie con favore le proposte di direttiva e regolamento avanzate il 20 luglio 2011 dalla Commissione europea per recepire lo schema di regolamentazione di Basilea 3 nell'ordinamento europeo. Queste proposte rappresentano un passo importante verso il rafforzamento della regolamentazione del settore delle banche e delle società di investimento, nonché la creazione in Europa di un sistema finanziario più solido e sicuro.

Il 27 gennaio 2012 la BCE ha pubblicato un parere sulla proposta di direttiva e regolamento¹⁷. In tale atto la BCE esprime soddisfazione per il forte impegno dell'UE nell'applicare gli standard e gli accordi internazionali nell'ambito della regolamentazione finanziaria, tenendo conto al contempo di alcune specifiche caratteristiche dell'assetto giuridico e finanziario dell'UE ove opportuno. Si riportano di seguito gli aspetti salienti del parere.

In merito innanzitutto al regolamento proposto, che sarà direttamente applicabile in tutti gli Stati membri, la BCE sostiene appieno l'approccio del cosiddetto *single rulebook*,

in base al quale le istituzioni finanziarie che offrono servizi finanziari nel mercato unico ottempererebbero a un unico insieme di norme prudenziali. Questo approccio, tra l'altro, dovrebbe accrescere ulteriormente l'integrazione finanziaria in Europa. In tale contesto, la BCE condivide pienamente l'obiettivo di fronteggiare le esposizioni a rischi specifici concernenti tra l'altro determinati settori, regioni o Stati membri mediante atti delegati che conferiscano alla Commissione la facoltà di imporre requisiti prudenziali più stringenti laddove necessario per far fronte a variazioni nell'intensità di rischi micro o macroprudenziali derivanti dall'evoluzione dei mercati. La BCE ritiene importante tuttavia che il regolamento proposto offra la possibilità agli Stati membri di applicare requisiti prudenziali più rigorosi qualora insorgano rischi sistemici per la stabilità finanziaria. Tale quadro regolamentare di riferimento dovrebbe consentire solo revisioni al rialzo delle calibrazioni, fatte salve però le definizioni date: sarebbe rispettato quindi il principio di un insieme di regole per l'UE. Inoltre, il quadro di riferimento dovrebbe essere sottoposto a rigorose misure di salvaguardia, con il coordinamento del CERS, al fine di tutelarsi da possibili conseguenze inattese, effetti di contagio e utilizzi impropri. In secondo luogo, è essenziale che le banche dell'UE dimostrino di mantenere lo stesso livello di capacità di tenuta e di assorbimento delle perdite per quanto riguarda il patrimonio regolamentare dei loro omologhi internazionali. A tal proposito, si dovrebbe assicurare che i criteri di idoneità dell'UE per il patrimonio di qualità primaria (*Common Equity Tier 1*) delle società per azioni, e pertanto la definizione stessa del *Common Equity Tier 1*, corrispondano allo standard internazionale di Basilea. In terzo luogo, la BCE è decisamente favorevole all'introduzione di un esplicito elemento anticiclico nella regolamentazione finanziaria, che la BCE reputa essere un elemento essenziale di un'insieme più ampio di strumenti macroprudenziali. Infine, la BCE è molto favorevole all'introduzione di requisiti relativi al rischio di liquidità e di un indice di

¹⁷ CON/2012/5.

leva finanziaria nell'assetto regolamentare dell'UE, subordinatamente a un esame e a una calibrazione adeguati. Tra i requisiti di liquidità rientra l'introduzione di un indicatore di breve termine (*Liquidity Coverage Ratio*), inteso ad assicurare che le banche detengano sufficienti attività liquide di elevata qualità per fronteggiare uno scenario di tensioni acute della durata di un mese, e un indicatore strutturale a più lungo termine (*Net Stable Funding Ratio*), tale da incentivare maggiormente le banche a finanziarsi mediante il ricorso a fonti più stabili in una prospettiva strutturale.

Sebbene ci si attenda che i nuovi requisiti di liquidità producano notevoli vantaggi micro e macroprudenziali, occorre valutarne possibili conseguenze inattese. In tale contesto, il SEBC sta conducendo lavori volti ad analizzare l'interazione della nuova regolamentazione sulla liquidità con le operazioni di politica monetaria, tramite una *task force* istituita nel maggio 2011 che riunisce esperti di stabilità finanziaria e di politica monetaria.

Coerentemente con il mandato del G20, nel 2011 il Consiglio per la stabilità finanziaria (*Financial Stability Board*, FSB) si è concentrato sullo sviluppo di misure cruciali per far fronte ai rischi associati alle istituzioni finanziarie di rilevanza sistemica. L'assetto internazionale elaborato dall'FSB comprende i seguenti elementi costitutivi: 1) standard e requisiti internazionali per una risoluzione efficace, 2) una vigilanza più rigorosa e intensa, 3) ulteriori requisiti per migliorare l'assorbimento delle perdite. In particolare, gli sforzi congiunti del CBVB e dell'FSB hanno dato luogo a requisiti addizionali di capitale (*capital surcharge*) in aggiunta ai requisiti di Basilea 3 per le banche di rilevanza sistemica mondiale (*global systemically important bank*, G-SIB)¹⁸. In termini quantitativi, le G-SIB saranno soggette a un progressivo incremento dei requisiti patrimoniali, compreso tra l'1 e il 2,5 per cento delle attività ponderate per il rischio¹⁹, a seconda dell'importanza sistemica della banca in questione²⁰. Questi requisiti aggiuntivi devono essere soddisfatti interamente

con *Common Equity*. Nel novembre 2011 il CBVB e l'FSB hanno individuato un gruppo iniziale di 29 banche considerate G-SIB. I requisiti aggiuntivi per l'assorbimento delle perdite si applicheranno inizialmente alle banche individuate come G-SIB nel novembre 2014. Il requisito patrimoniale aggiuntivo sarà introdotto gradualmente dal gennaio 2016, per giungere a piena attuazione entro gennaio 2019. Si prevede che questa tempistica conceda alle banche il tempo necessario per adeguarsi alle nuove norme, riducendo al minimo nel contempo gli effetti di disturbo a breve termine su strategie, modelli operativi e pianificazione patrimoniale degli istituti. La BCE accoglie con soddisfazione e ha attivamente sostenuto il lavoro svolto dal CBVB e dall'FSB in questo importante ambito. La BCE sostiene pienamente questi nuovi standard internazionali, studiati appositamente per far fronte alle esternalità negative e all'azzardo morale dovuti alle G-SIB. Si tratta di un intervento necessario per ridurre la probabilità e la gravità degli episodi di instabilità finanziaria e dei salvataggi innescati dal fallimento di istituzioni finanziarie di rilevanza sistemica mondiale. Perché il quadro di riferimento produca gli effetti auspicati è essenziale un'attuazione tempestiva e coordinata a livello internazionale di tali misure.

3.2 IL SETTORE DEI VALORI MOBILIARI

Nel 2011 ha acquisito slancio una riforma organica del quadro di riferimento dell'UE per la regolamentazione in materia di titoli finanziari, con lo stretto coinvolgimento della BCE.

Nel dicembre 2010 la Commissione europea ha avviato una revisione della direttiva sui mercati degli strumenti finanziari (*Markets in Financial*

18 Cfr. Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, *Banche di rilevanza sistemica globale: metodologia di valutazione e requisito addizionale di assorbimento delle perdite*, novembre 2011.

19 Al fine di incentivare le banche a non accrescere la loro importanza sistemica nel tempo è prevista una classe massima di rischio (vuota) al 3,5 per cento.

20 La rilevanza sistemica è misurata secondo una metodologia basata su più indicatori, che ha sviluppato il CBVB.

Instruments Directive, MiFID), pietra angolare della regolamentazione dell'UE dei mercati finanziari. L'obiettivo generale della revisione è di adeguare l'assetto normativo dell'UE ai più recenti sviluppi tecnologici e finanziari, rispondendo al contempo alle richieste avanzate dal G20²¹ alle autorità nazionali di affrontare le parti meno regolamentate e più opache del sistema finanziario. Il 20 ottobre 2011 la Commissione europea ha pubblicato la proposta di revisione della MiFID e ha proposto modifiche alla direttiva sugli abusi di mercato.

Inoltre, la Commissione europea ha presentato una proposta di direttiva che modifica la Direttiva 2004/109/CE sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato (direttiva sulla trasparenza).

Nel settore delle vendite allo scoperto, il 3 marzo 2011 la BCE ha emanato un parere²² sulla proposta di regolamento avanzata dalla Commissione europea. La BCE ha osservato che nel regolamento proposto sono state accolte molte delle raccomandazioni formulate nel contributo dell'Eurosistema del 2010 alla consultazione pubblica della Commissione sulle vendite allo scoperto. Si prevede che il regolamento entri in vigore nel novembre 2012.

Il 15 novembre 2011 la Commissione europea ha anche presentato una proposta di regolamento e di direttiva sulle agenzie di *rating*. Scopo della proposta è contribuire alla riduzione dei rischi per la stabilità finanziaria e ripristinare la fiducia di investitori e altri operatori nei mercati finanziari e nella qualità dei *rating*. Il parere della BCE sulla proposta in esame è attualmente in fase di elaborazione.

Inoltre, la BCE ha seguito molto da vicino e sostenuto i lavori che l'FSB e altri organismi internazionali hanno avviato in seguito alla richiesta, formulata nel novembre 2010 dai leader del G20, di sviluppare raccomandazioni volte a rafforzare la regolamentazione e la sorveglianza del sistema bancario ombra.

La BCE ha predisposto una rassegna su tale sistema all'interno dell'area dell'euro, che ha distribuito ai membri dell'FSB.

3.3 I PRINCIPI CONTABILI

Nel marzo 2011 l'Eurosistema ha presentato all'International Accounting Standards Board (IASB) commenti sulla proposta avanzata da quest'ultimo per il trattamento contabile delle operazioni di copertura. Nella lettera allo IASB, l'Eurosistema ha approvato in genere il modello proposto, basato su principi, che intende allineare maggiormente le attività di rendicontazione finanziaria e di gestione dei rischi delle società. L'Eurosistema ha però osservato che nella proposta non sono state trattate importanti attività di copertura, come il *macro hedging*. L'Eurosistema ha evidenziato inoltre l'interconnessione tra le operazioni di copertura e altre parti del progetto sugli strumenti finanziari, come la classificazione e la misurazione, nonché i potenziali vantaggi di condurre una valutazione d'impatto esaustiva, che consideri le interazioni tra tutte queste componenti del progetto sugli strumenti finanziari, e un programma di apertura verso le parti interessate.

Nel corso dell'anno lo IASB e il Financial Accounting Standards Board hanno proseguito i lavori di convergenza per allineare i rispettivi schemi contabili. Nonostante i progressi compiuti nel 2011, persistono differenze considerevoli in settori fondamentali, come la registrazione contabile degli strumenti finanziari (classificazione e compensazione).

21 Cfr. le dichiarazioni del G20 diramate al vertice di Pittsburgh (nel settembre 2009) e a quello di Seoul (nel novembre 2010).

22 CON/2011/17.

4 L'INTEGRAZIONE FINANZIARIA

L'Eurosistema e il SEBC contribuiscono a potenziare l'integrazione finanziaria europea mediante: a) l'azione di sensibilizzazione e monitoraggio di tale processo; b) il ruolo di catalizzatore delle attività del settore privato, attraverso il sostegno a iniziative collettive; c) la consulenza sull'assetto normativo e regolamentare del sistema finanziario e l'attività di regolamentazione diretta; d) l'offerta di servizi di banca centrale che promuovono l'integrazione finanziaria.

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

Nel maggio 2011 la BCE ha pubblicato la quinta edizione del rapporto annuale *Financial integration in Europe*²³. Il rapporto si propone innanzitutto di contribuire all'analisi dello stato di avanzamento dell'integrazione finanziaria europea e di sensibilizzare il pubblico in merito al ruolo di sostegno a tale processo svolto dall'Eurosistema, fornendo informazioni sul grado di integrazione e quindi una base empirica per le misure di *policy* finalizzate a promuovere ulteriormente l'integrazione finanziaria. Questa edizione del rapporto verte sulla crisi del debito sovrano nell'area dell'euro e sull'impatto esercitato sui mercati obbligazionari e monetari. Il rapporto comprende anche approfondimenti in merito ai seguenti argomenti: la gestione e la risoluzione delle crisi in una prospettiva di integrazione finanziaria, le società di assicurazione e i fondi pensione nell'area dell'euro, gli andamenti dei mercati obbligazionari dell'area dell'euro durante la crisi finanziaria. Il documento si conclude con una rassegna dei contributi forniti dall'Eurosistema per il conseguimento di un maggior grado di integrazione e di sviluppo dei mercati finanziari in Europa nel 2010.

La BCE ha continuato a partecipare al *network* di ricerca sui mercati dei capitali e sull'integrazione finanziaria in Europa che, gestito in cooperazione con il *Center for Financial Studies* di Francoforte, riunisce accademici, operatori di mercato, rappresentanti delle autorità di regolamentazione ed esponenti delle banche centrali. Il *network* ha organizzato

un seminario dal titolo *The structure of the euro area market for banks' debt financing and implications for monetary transmission and financial integration*, tenutosi presso la BCE a Francoforte il 17 e 18 maggio 2011. Come già negli anni precedenti, la BCE ha assegnato, nell'ambito del *network*, cinque borse di studio (*Lamfalussy Fellowships*) a giovani ricercatori. Attualmente le aree prioritarie di indagine del *network* 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'Area unica dei pagamenti in euro (*Single Euro Payments Area*, SEPA) è un'iniziativa volta a conseguire un mercato dei servizi di pagamento al dettaglio in euro pienamente integrato, senza distinzioni tra pagamenti nazionali e transfrontalieri. Nel 2011 l'Eurosistema ha continuato a seguire e sostenere i lavori in questo ambito²⁴. Si è prestata particolare attenzione alla migrazione ai nuovi strumenti SEPA. In base agli indicatori SEPA elaborati dalla BCE, a dicembre 2011 la migrazione dai bonifici nazionali a quelli SEPA nell'area dell'euro ha raggiunto il 23,7 per cento, mentre gli addebiti diretti SEPA si sono attestati soltanto allo 0,5 per cento. Al fine di promuovere la transizione agli schemi SEPA di bonifico e addebito diretto, la Commissione europea ha proposto un regolamento che fissa un termine ultimo per il processo di adeguamento. Nel parere emanato, la BCE ha accolto con favore la proposta della Commissione intesa a stabilire termini ultimi vincolanti per la migrazione,

²³ Il rapporto è disponibile sul sito Internet della BCE.

²⁴ Ha anche valutato i progressi rispetto alle tappe fissate nel settimo rapporto sullo stato di avanzamento della SEPA, pubblicato nell'ottobre 2010 e messo a disposizione sul sito Internet della BCE.

ritenendoli fondamentali per il successo del progetto. La BCE ha anche messo in risalto l'importanza di una soluzione nel lungo periodo per le commissioni interbancarie relative agli addebiti diretti²⁵.

L'esigenza di adottare con urgenza un regolamento sui termini ultimi è stata sottolineata anche dal Consiglio SEPA, il *forum* delle parti interessate copresieduto dalla BCE e dalla Commissione europea volto a promuovere il mercato integrato dei pagamenti al dettaglio in euro attraverso un adeguato coinvolgimento di tutte le parti e favorendo il consenso sulle prossime iniziative per la realizzazione della SEPA. Oltre al settore bancario, vi sono rappresentate le amministrazioni pubbliche e l'utenza finale (come consumatori e soggetti giuridici quali le piccole e medie imprese e i dettaglianti). A tale consesso prendono parte, a rotazione, anche quattro banche centrali dell'Eurosistema.

Vi sono diversi ambiti in cui occorrono ulteriori progressi per assicurare il successo della SEPA. Particolare attenzione va prestata alla tematica relativa alla SEPA per le carte. In primo luogo, al fine di accrescere il livello di sicurezza per le operazioni effettuate con carta e ridurre le frodi con carta basate sul cosiddetto *skimming*²⁶, l'Eurosistema incoraggia il mercato a migrare alla tecnologia EMV-chip e ad abbandonare la banda magnetica. E' inoltre importante che i diversi *stakeholder* si impegnino a sviluppare soluzioni in grado di minimizzare le frodi legate all'uso della banda magnetica fin tanto che la migrazione a livello globale verso la tecnologia EMV-chip è ancora incompleta (ad es. bloccando per default la banda magnetica). In secondo luogo, per creare un mercato delle carte integrato e concorrenziale, sono state avviate discussioni con le parti interessate sulle prassi operative armonizzate. Nell'ambito della standardizzazione funzionale, inoltre, l'Eurosistema ha organizzato nel marzo 2011 un apposito consesso sulla standardizzazione delle carte (*Forum on Cards Standardisation*). In aggiunta, ha promosso attivamente i lavori finalizzati all'individuazione di un quadro di

riferimento armonizzato per la certificazione della sicurezza SEPA.

Occorre prestare attenzione anche all'innovazione. La piena migrazione agli schemi SEPA e la realizzazione di un mercato delle carte integrato e competitivo basato su prassi operative, standard tecnici e requisiti di sicurezza comuni costituiscono gli elementi basilari per offrire servizi innovativi su scala paneuropea. In questo contesto, l'Eurosistema ha posto l'accento sulla necessità di offrire soluzioni di pagamento *online* sicure ed efficienti all'interno della SEPA. Sebbene esista una chiara domanda del mercato per questa tipologia di servizi, i progressi in questo ambito sembrano aver segnato una battuta d'arresto alla fine del 2011. Gli operatori di mercato potrebbero essere in attesa della finalizzazione dello studio avviato dalla Commissione europea nel settembre 2011 sul processo di standardizzazione per i pagamenti in Internet promosso dal Consiglio europeo per i pagamenti (*European Payments Council*).

Per favorire la cooperazione volontaria tra le autorità competenti all'interno del SEE sulla questione della sicurezza dei pagamenti, nel 2011 è stato istituito su iniziativa della BCE un consesso europeo sulla sicurezza dei pagamenti al dettaglio (*European Forum on the Security of Retail Payments*; cfr. sezione 5.2 del presente capitolo).

I MERCATI DEI TITOLI DI DEBITO

L'iniziativa STEP (*Short-Term European Paper*), portata avanti dagli operatori di mercato sotto gli auspici della Federazione bancaria europea (FBE) e dell'ACI-Financial Markets Association, e sotto la guida dello STEP Market Committee, promuove dal 2001 l'integrazione dei mercati dei titoli di debito a breve termine nell'area dell'euro attraverso l'elaborazione di una serie di standard e prassi

²⁵ Cfr. CON/2011/32, GU C 155 del 25.5.2011.

²⁶ Lo *skimming* consiste nella copiatura non autorizzata dei dati contenuti nella banda magnetica attraverso un terminale manomesso o finto oppure con un lettore portatile, allo scopo di usare, senza il consenso del titolare, i dati rubati per eseguire operazioni fraudolente.

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.

Successivamente all'introduzione del marchio STEP nel 2006, nel dicembre 2011 erano operativi 166 programmi STEP. I titoli di debito STEP sono passati relativamente indenni attraverso le turbolenze del mercato finanziario e le loro consistenze totali a dicembre 2011 erano pari a 415 miliardi di euro, di poco superiori rispetto a un anno prima e con un incremento del 55 per cento circa dall'inizio delle turbolenze nell'agosto 2007. Inoltre, nel terzo trimestre del 2011 l'ammontare in essere dei titoli STEP diversi da quelli pubblici ha rappresentato il 40 per cento circa dei titoli di debito a breve termine di riferimento (*benchmark*), in rialzo da un valore inferiore al 30 per cento nel trimestre corrispondente del 2007. 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 considerato dall'Eurosistema come mercato non regolamentato ai fini della costituzione delle garanzie. Il temporaneo ampliamento della lista di attività stanziabili in garanzia nelle operazioni di credito dell'Eurosistema anche ai titoli STEP emessi dagli enti creditizi (vale a dire, ai certificati di deposito), in seguito alla decisione del Consiglio direttivo dell'ottobre 2008, è stata sospesa a decorrere dal 1° gennaio 2011. Nonostante una certa variabilità delle consistenze in essere durante il 2011, il mercato STEP non ha risentito in misura considerevole di questa sospensione e ha continuato a crescere. Dal 1° gennaio 2012 i titoli con marchio STEP emessi dagli enti creditizi sono divenuti nuovamente garanzie idonee nelle operazioni con l'Eurosistema in seguito alla soppressione del requisito di ammissibilità secondo il quale gli strumenti di debito (diversi dalle obbligazioni bancarie garantite) emessi da enti creditizi devono essere ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato.

Per aumentare la trasparenza in materia di attività cartolarizzate (*asset-backed securities*, ABS), il Consiglio direttivo ha deciso nel dicembre 2010 di introdurre obblighi di informativa sui singoli prestiti per le ABS nel sistema delle garanzie dell'Eurosistema. Ha stabilito di iniziare dai mutui residenziali cartolarizzati, di gran lunga la più ampia categoria di questo tipo di attività, e ha fissato un termine di circa 18 mesi per tali titoli. Ciò significa che il modello per singolo prestito pubblicato nella stessa occasione deve essere rispettato entro l'estate del 2012. Nell'aprile 2011 il Consiglio direttivo ha assunto una decisione analoga sui mutui commerciali cartolarizzati e sulle ABS riguardanti piccole e medie imprese, con la medesima tempistica di attuazione.

Un mercato delle cartolarizzazioni che operi correttamente, sorretto dalla standardizzazione e da una maggiore trasparenza che assicuri l'accesso degli investitori a informazioni esaurienti e standardizzate in tutto il mercato europeo delle ABS, contribuisce alla completezza del sistema finanziario europeo e promuove l'integrazione perché aumenta la comparabilità degli strumenti oltre i confini nazionali.

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

Per accrescere l'integrazione finanziaria, la BCE e l'Eurosistema, in conformità alle loro funzioni consultive e normative, seguono con attenzione e contribuiscono attivamente allo sviluppo dell'assetto legislativo e regolamentare dell'UE. Le attività svolte nel corso del 2011 sono descritte nella sezione 3 di questo capitolo.

Inoltre, la BCE ha preso parte in qualità di osservatore all'*Expert Group on Market Infrastructures* della Commissione europea, che ha il mandato di contribuire allo sviluppo di un mercato del *post-trading* efficiente, sicuro e solido all'interno dell'UE. Il gruppo ha concluso i lavori e ha pubblicato il 10 ottobre 2011 un rapporto²⁷, che fornisce un contributo all'analisi

²⁷ Il rapporto è reperibile nel sito Internet della Commissione europea.

in corso della Commissione europea sulle politiche relative ai servizi di *post-trading* e alle infrastrutture di mercato nell'UE. Questi lavori sono strettamente connessi all'attuazione di *Target2-Securities* (T2S).

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 miglioramenti e a novembre 2011 ne ha introdotto una nuova versione (cfr. sezione 2.1 del capitolo 2).

T2S, il futuro servizio dell'Eurosistema per il regolamento delle operazioni in titoli, avrà un impatto significativo sull'armonizzazione e sull'integrazione del settore del *post-trading* in Europa. T2S rimuoverà automaticamente molte delle "barriere Giovannini" alla compensazione e al regolamento a livello transfrontaliero, tra le altre cose: i) fornendo un'unica piattaforma tecnica dotata di interfaccia comune e di un unico protocollo di messaggistica, ii) introducendo un calendario armonizzato per tutti i mercati connessi e iii) sottoponendo tutte le operazioni nazionali e transfrontaliere a un unico modello armonizzato di regolamento, che include la consegna contro pagamento in moneta di banca centrale. Tuttavia, anche con un'unica piattaforma tecnica, permangono significative barriere al regolamento transfrontaliero, che devono essere rimosse affinché il mercato dei pagamenti benefici appieno dei vantaggi di T2S. Per compiere ulteriori progressi, nel 2011 è stato istituito l'*Harmonisation Steering Group*, composto da esponenti di rilievo del settore dei pagamenti e del settore privato. Il principale compito del gruppo consiste nell'individuare in cosa settori dell'industria o interi mercati siano in ritardo, rispetto al resto d'Europa, nell'applicazione degli standard comuni di armonizzazione concordati e, se necessario, nell'esercitare pressione sui mercati nazionali e sugli operatori interessati. L'*Harmonisation Steering Group* sarà il fulcro del programma di

armonizzazione, dando un impulso importante a T2S e ai lavori su una più ampia armonizzazione del *post-trading* in Europa in collaborazione con la Commissione europea e con altri attori importanti (cfr. sezione 2.2 del capitolo 2).

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

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

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, degli strumenti di pagamento, dei fornitori di servizi più rilevanti e di altre infrastrutture essenziali, sottoponendoli a sorveglianza, valutandoli e, ove necessario, inducendo cambiamenti²⁸.

5.1 I SERVIZI 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 della BCE 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.

TARGET2

La sorveglianza di Target2 si svolge sotto la guida e il coordinamento della BCE, in stretta collaborazione con le BCN partecipanti. Nel 2011 le autorità dell'Eurosistema responsabili della sorveglianza su Target2 si sono concentrate in particolare sugli aspetti di rischio operativo e sul seguito da dare alla valutazione di Target2 alla luce delle BCOE. Sebbene il quadro di riferimento per la continuità

operativa di Target2 fosse stato giudicato nel complesso ben consolidato e tale da garantire un livello di tenuta sufficientemente elevato e costante nel tempo, per alcune sue componenti sono stati raccomandati miglioramenti. La realizzazione di questi ultimi è stata tenuta sotto osservazione nel 2011 dalle autorità preposte alla sorveglianza. Alla fine dell'anno era ancora in corso l'attuazione di una raccomandazione (riguardante la documentazione dell'obbligo dei fornitori della piattaforma unica condivisa di Target2 di dare adeguate informazioni agli organi di gestione di Target2). Inoltre, nel contesto delle regolari attività di sorveglianza, gli incidenti di Target2 sono stati analizzati e discussi approfonditamente con il gestore del sistema.

Il 21 novembre 2011 è altresì entrata in vigore la quinta versione del software di Target2, dopo il completamento – da parte delle autorità di sorveglianza – dell'esame delle nuove funzionalità a fronte dei CPSIPS applicabili. Le autorità hanno concluso che, nell'insieme, la nuova versione non avrebbe influito negativamente sulla conformità di Target2 ai CPSIPS e che diverse modifiche si sarebbero tradotte in un miglioramento dei servizi per gli utenti.

Il Simulatore di Target2, uno strumento analitico basato sui dati relativi ai singoli pagamenti, è stato ulteriormente perfezionato nel 2011. Esso consente alle autorità di sorveglianza e agli operatori, in particolare, di replicare fedelmente e sottoporre a prove di stress il processo di regolamento di Target2 utilizzando dati paneuropei relativi all'operatività del sistema, comprese le transazioni e le informazioni sulla liquidità e sugli operatori. Sono stati intrapresi vari progetti di analisi che, sebbene indipendenti dal Simulatore di Target2, si basavano sulla relativa serie di dati a livello di singola operazione: tra questi si annovera uno studio sui profili infragiornalieri dei flussi di pagamento

²⁸ Informazioni dettagliate sulla funzione e sulle attività di sorveglianza dell'Eurosistema sono reperibili anche nel sito Internet della BCE e in rapporti specifici dell'Eurosistema sull'argomento.

e sull'applicazione della teoria delle reti con particolare attenzione alle sottoreti ("comunità") tra i partecipanti al sistema.

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, 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.

La responsabilità principale per la sorveglianza ricade sulla BCE, che opera in stretta collaborazione con tutte le BCN dell'Eurosistema. Nel 2011 sono state svolte tre attività di sorveglianza principali connesse a Euro1. La BCE, in stretta cooperazione con Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France, Banca d'Italia e De Nederlandsche Bank, ha ultimato la valutazione complessiva della conformità di Euro1 ai CPSIPS. Secondo tale valutazione, il sistema Euro1 è conforme ai Principi fondamentali da I a IX e, data l'assenza di una funzione apposita per la gestione dei rischi all'interno della società, in maniera solo generale al Principio fondamentale X (*governance*). Inoltre, nel rapporto sono formulate raccomandazioni al gestore per migliorare il sistema, mettendo in evidenza tuttavia che nessuno degli aspetti da perfezionare sottoponeva a un rischio significativo l'efficace funzionamento di Euro1. La BCE ha peraltro condotto una valutazione successiva sullo stato di avanzamento delle raccomandazioni formulate in seguito alla valutazione del sistema alla luce delle BCOE. Tutte le raccomandazioni erano state attuate dal gestore del sistema. La BCE, insieme alle BCN dell'area dell'euro partecipanti su base volontaria, ha valutato infine le modifiche alla funzionalità operativa (ad esempio l'attuazione di due ulteriori finestre di distribuzione della liquidità durante l'orario di apertura di Euro1). L'Eurosistema ha concluso che tali modifiche non avrebbero avuto ripercussioni negative

sulla conformità di Euro1 ai CPSIPS. Nel complesso, il sistema Euro1 ha funzionato ordinatamente per tutto il 2011 e non si sono verificati incidenti.

IL SISTEMA CONTINUOUS LINKED SETTLEMENT

Il sistema *Continuous Linked Settlement* (CLS), lanciato nel 2002 e gestito da CLS Bank International (CLS Bank), fornisce un servizio multivalutario di regolamento sincrono – ossia pagamento contro pagamento (*payment-versus-payment*, PvP) – delle istruzioni di pagamento collegate 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. 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. Nel quadro 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 2011 l'attività di sorveglianza cooperativa su CLS è stata dedicata principalmente a seguire con attenzione 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 e alcune altre BCN dell'Eurosistema, partecipando alla sorveglianza cooperativa su SWIFT operante nel quadro del G10, contribuiscono 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 2011 le attività di sorveglianza hanno continuato a incentrarsi sulla fase attuativa del *Distributed Architecture Programme*, soprattutto attraverso la costruzione di una sede operativa aggiuntiva in Europa. Inoltre, le autorità di sorveglianza hanno tenuto sotto stretta osservazione la ridefinizione del progetto sull'applicazione FIN avviata nel 2011. Fra le altre attività di rilievo svolte nel 2011 figurano: il riesame dell'operatività e della disponibilità dei servizi di SWIFT; il monitoraggio dei nuovi progetti che potrebbero avere impatti su riservatezza, integrità e disponibilità dei servizi critici di SWIFT; il riesame dei possibili effetti sulla tenuta e sulla 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 2011 è stato pari al 99,999 per cento.

5.2 I SISTEMI E GLI STRUMENTI DI PAGAMENTO AL DETTAGLIO

L'attività di sorveglianza dell'Eurosistema si estende anche ai sistemi e agli strumenti di pagamento al dettaglio. Nel 2003 il Consiglio direttivo ha adottato standard di sorveglianza sui sistemi di pagamento sulla base dei CPSIPS. Tali standard sono attualmente sottoposti a revisione e, in aggiunta, si stanno realizzando le aspettative della sorveglianza in materia di collegamenti tra sistemi di pagamento al dettaglio.

La BCE è l'autorità di sorveglianza capofila sul sistema STEP2, stanza di compensazione automatizzata paneuropea per i pagamenti al dettaglio in euro amministrata e gestita da EBA CLEARING. STEP2 offre il trattamento di diverse tipologie di pagamento al dettaglio, come le operazioni conformi alla SEPA (bonifici SEPA e addebiti diretti SEPA) e le operazioni condotte in conformità agli standard tecnici nazionali per le quali i servizi sono limitati alla rispettiva comunità bancaria nazionale (ad esempio in Italia).

Nell'ottobre 2011 è stato introdotto un nuovo servizio di regolamento appositamente per le banche irlandesi (*STEP2 Irish Service*). STEP2 provvede al regolamento dei valori delle operazioni di pagamento scambiati bilateralmente tra banche irlandesi attraverso il sistema nazionale per i pagamenti al dettaglio gestito da Irish Retail Electronic Clearing Company Ltd. Il regolamento avviene nel sistema Target2 in sottoconti finanziati in anticipo e detenuti dalle banche irlandesi coinvolte. La BCE ha valutato il nuovo servizio prima del suo lancio alla luce degli standard di sorveglianza applicabili ed è giunta alla conclusione che il nuovo servizio non incide negativamente sulla conformità del sistema STEP2 agli standard di sorveglianza.

Nel 2011 l'Eurosistema ha ultimato le valutazioni ai fini di sorveglianza dei singoli schemi delle carte di pagamento esistenti nell'area dell'euro e ha compiuto ulteriori progressi nelle valutazioni degli schemi internazionali delle carte di pagamento.

Inoltre, nel maggio 2011 il Consiglio direttivo ha approvato il mandato del Consesso europeo sulla sicurezza dei pagamenti al dettaglio (*European Forum on the Security of Retail Payments*). Tale consesso, che costituisce un'iniziativa di cooperazione volontaria in particolare tra autorità di sorveglianza e autorità di vigilanza sui fornitori di servizi di pagamento, è finalizzato alla condivisione delle conoscenze e al miglioramento della comprensione delle questioni connesse alla sicurezza dei pagamenti al dettaglio. Nel 2011 i lavori si sono incentrati sulla sicurezza dei pagamenti in Internet mediante l'utilizzo di carte di pagamento, di bonifici e addebiti diretti, allo scopo di emanare raccomandazioni in materia di sicurezza in questo ambito.

5.3 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 dei titoli 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

Tra le azioni intraprese sulla scorta del mandato conferito nel 2009 al vertice di Pittsburgh del G20²⁹, la principale iniziativa legislativa nell'UE durante il 2011 è consistita nella proposta di regolamento sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i *trade repository*, noto anche come regolamento sulle infrastrutture del mercato europeo (*European Market Infrastructure Regulation*, EMIR), che è stata avanzata inizialmente nel settembre 2010. Il regolamento proposto intende dare seguito al mandato del G20 in merito all'obbligo di compensazione e segnalazione ai *trade repository* per i derivati OTC e anche istituire per la prima volta un quadro di riferimento comune nell'UE per le controparti centrali riguardante tutti i prodotti finanziari. Nel parere emanato il 13 gennaio 2011, la BCE ha espresso il timore che il quadro di riferimento prospettato non rifletta sufficientemente le competenze e il necessario coinvolgimento delle banche centrali in relazione alle controparti centrali e ai *trade repository*; sarebbe altresì necessario rafforzare gli obblighi di cooperazione tra le autorità di regolamentazione, quelle di sorveglianza e le banche centrali di emissione. Inoltre, l'UE ha dato seguito al mandato del G20 relativo alla contrattazione elettronica dei derivati OTC, nell'ambito della più ampia revisione della direttiva sui mercati degli strumenti finanziari (MiFID). Il 20 ottobre 2011 la Commissione europea ha formulato proposte legislative per la revisione della MiFID, valutate dalla BCE.

Un'iniziativa fondamentale per quanto concerne la fissazione degli standard è la revisione dei principi internazionali per le infrastrutture dei mercati finanziari allo scopo di armonizzare e, ove

opportuno, rafforzare gli standard internazionali esistenti per i sistemi di pagamento di rilevanza sistemica, i sistemi di deposito accentrato (SDA), i sistemi di regolamento dei titoli e le controparti centrali. Dal momento che sono in aumento l'impiego e l'importanza sistemica di queste ultime nell'ambito dei derivati OTC, nonché la dipendenza delle infrastrutture e delle autorità dall'accuratezza e dalla disponibilità dei dati dei *trade repository* per lo svolgimento delle loro funzioni, i nuovi standard comprendono anche ulteriori orientamenti per i derivati OTC, le controparti centrali e i *trade repository*. Nel marzo 2011 il CPSS e l'Organizzazione internazionale delle commissioni di controllo sui valori mobiliari (*International Organization of Securities Commissions*, IOSCO) hanno pubblicato un rapporto a fini di consultazione su progetti di principi per le infrastrutture dei mercati finanziari, da ultimare nel primo trimestre del 2012.

L'11 ottobre 2011 nel suo secondo rapporto sullo stato di avanzamento dell'attuazione delle riforme nei mercati dei derivati OTC l'FSB ha messo in evidenza l'esigenza di accelerare il ritmo degli interventi legislativi e regolamentari, nonché di intensificare il dialogo multilaterale e bilaterale per far fronte a sovrapposizioni, lacune e conflitti tra gli approcci delle autorità. La BCE, coinvolta nei lavori sia del CFSR-IOSCO sia dell'FSB, ha pienamente avallato queste conclusioni. La BCE ritiene altresì che l'attuazione coerente degli standard internazionali tra le varie giurisdizioni sarà un elemento cruciale per offrire il quadro di regolamentazione e sorveglianza coerente necessario ad assicurare la sicurezza e l'efficienza dei mercati mondiali dei derivati OTC.

29 In base alle decisioni assunte dal G20 nel 2009 al vertice di Pittsburgh, entro la fine del 2012 tutti i contratti derivati standardizzati negoziati *over-the-counter* (OTC) devono essere scambiati, ove opportuno, nelle borse valori o su piattaforme di contrattazione elettronica ed essere inoltrati alle controparti centrali per la compensazione. I contratti derivati OTC devono essere segnalati ai *trade repository*. I contratti che non sono compensati al livello centrale devono essere soggetti a requisiti patrimoniali più elevati.

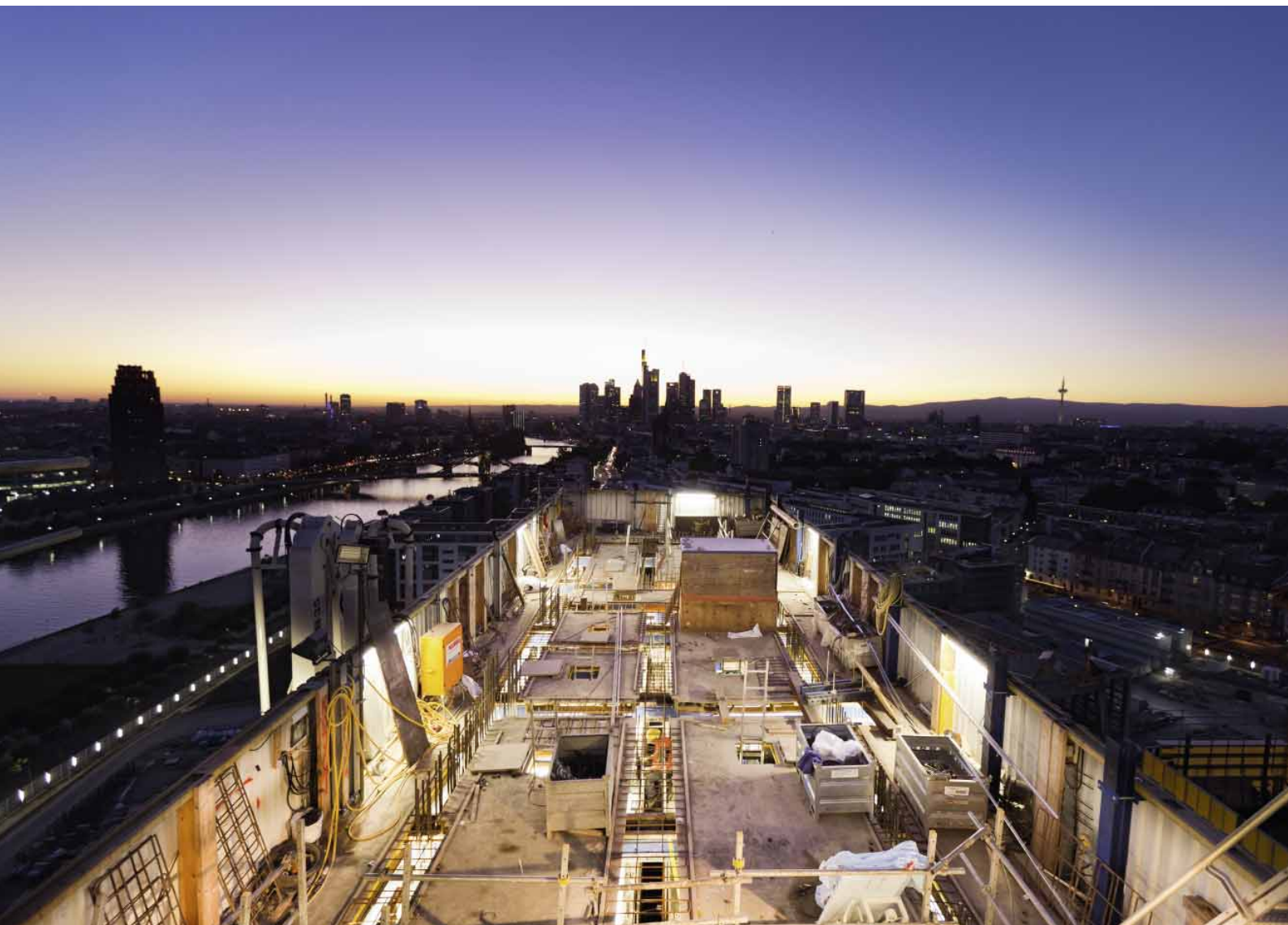
TARGET2-SECURITIES

Target2-Securities (T2S) è un'infrastruttura intesa a fornire un unico *pool* di titoli senza confini, nonché un processo di regolamento centrale e neutrale. Il Consiglio Ecofin ha sottolineato nel 2007 che il regime di vigilanza applicabile ai sistemi di deposito accentrato (SDA) deve rimanere sicuro ed efficiente e che a tal fine andrebbero quindi analizzate le implicazioni della piattaforma T2S per detto regime.

Tutte le autorità competenti che hanno un interesse legittimo nell'ordinato funzionamento di T2S partecipano a un gruppo che coordina lo scambio di informazioni e svolge le attività connesse alla sorveglianza e alla vigilanza sui servizi di T2S nella fase di sviluppo, vale a dire le autorità di sorveglianza sugli SDA e sulle infrastrutture di pagamento che si avvalgono dei servizi di T2S, le autorità di vigilanza con responsabilità per le infrastrutture critiche, le autorità di vigilanza con competenze sugli SDA che partecipano a T2S e le banche centrali di paesi non appartenenti all'area dell'euro che emettono valute ammissibili al regolamento in T2S. Finora, tutte le autorità competenti continuano a sostenere l'idea di creare un quadro di cooperazione per la sorveglianza e la vigilanza sui servizi di T2S. Ciò nonostante, in questa fase tale quadro non può ancora essere perfezionato perché sono ancora in fase di definizione le responsabilità di T2S e degli SDA.

Per tutto il 2011 si è effettuato un profondo riesame preliminare della documentazione disponibile in relazione all'architettura di T2S, con il coinvolgimento di tutte le autorità competenti. In particolare, l'architettura di T2S è stata analizzata a fronte delle raccomandazioni per i sistemi di regolamento dei titoli formulate nel 2009 dal SEBC/CESR e sono stati apportati alcuni adeguamenti dovuti alle specifiche caratteristiche dell'architettura di T2S. Anche il Consiglio direttivo e l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati hanno formulato suggerimenti al *T2S Programme Board* per favorire il rispetto

delle raccomandazioni. Data l'evoluzione in atto nel progetto T2S, i risultati del riesame saranno aggiornati non appena sarà disponibile la relativa documentazione.



Dal luglio 2011 l'ossatura della doppia torre sovrasta la Grossmarkthalle.
Alla fine del 2011 il cantiere aveva raggiunto il ventunesimo piano.

CAPITOLO 4

**LE TEMATICHE
EUROPEE**

I LE TEMATICHE RELATIVE ALLE POLITICHE ECONOMICHE E LE QUESTIONI ISTITUZIONALI

Come conseguenza della crisi finanziaria ed economica in atto, nel 2011 è aumentata la frequenza delle riunioni a livello di UE e di area dell'euro e si sono generalmente intensificati i contatti fra le istituzioni e i consessi europei coinvolti nella formulazione della risposta delle politiche economiche europee, in particolare il Consiglio europeo, il Consiglio Ecofin, l'Eurogruppo, la Commissione europea, il Parlamento europeo e la BCE.

Il Presidente della BCE ha partecipato regolarmente sia alle riunioni dell'Eurogruppo sia a quelle del Consiglio Ecofin 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 dell'area dell'euro 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 della BCE nei casi in cui lo hanno ritenuto opportuno.

IL MIGLIORAMENTO DELLA GESTIONE DELLE CRISI A LIVELLO EUROPEO

Nel quadro di un pacchetto di misure volte a rispondere alla crisi, il 24 e 25 marzo 2011 il Consiglio europeo ha deciso di istituire il Meccanismo europeo di stabilità (MES) quale soluzione permanente per la gestione delle crisi. Il MES fornirà un sostegno ai paesi dell'area dell'euro secondo criteri di rigorosa condizionalità ove ritenuto indispensabile per salvaguardare la stabilità finanziaria dell'area nel suo insieme. Dopo una modifica limitata del Trattato (articolo 136), e data la decisione dei capi di Stato o di governo dell'area dell'euro di accelerare i tempi per la sua entrata in vigore, il Meccanismo dovrebbe iniziare a operare a luglio 2012. Il MES sostituirà sia l'*European Financial Stability Facility*, EFSF sia il Meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria (*European Financial Stabilisation Mechanism*, EFSM), introdotti come strumenti temporanei nel 2010.

Nella riunione dell'11 marzo 2011 i capi di Stato o di governo dell'area dell'euro hanno deciso di innalzare la capacità effettiva di finanziamento dell'EFSF a 440 miliardi di euro e di fissare quella del MES a 500 miliardi di euro. Successivamente, il 21 luglio hanno convenuto di accrescere la flessibilità dell'EFSF e del futuro MES permettendo loro di operare sulla base di un programma precauzionale, di finanziare la ricapitalizzazione delle istituzioni finanziarie mediante prestiti agli Stati membri partecipanti e di intervenire nei mercati primari e secondari dei titoli di Stato. Il 9 dicembre hanno raggiunto altri accordi importanti, tra i quali quello sull'introduzione di una procedura di emergenza nelle regole di voto in seno al MES. Inoltre, per quanto riguarda il coinvolgimento del settore privato, è stata ribadita l'intenzione di rispettare rigorosamente le prassi e i principi consolidati dell'FMI.

Quanto al contributo della BCE, il suo Presidente parteciperà alle riunioni del Consiglio dei governatori dell'EFSF e del futuro MES in qualità di osservatore. Inoltre la Commissione europea collaborerà con la BCE e l'FMI all'individuazione dei rischi per la stabilità finanziaria dell'area dell'euro nel suo insieme. Di concerto con la Commissione e l'FMI, la BCE effettuerà un'analisi rigorosa della sostenibilità del debito degli Stati membri che richiederanno l'attivazione del sostegno alla stabilità finanziaria. La Commissione, assistita dalla BCE e dall'FMI, sarà responsabile della definizione e del monitoraggio dei programmi. La BCE partecipa regolarmente a missioni congiunte con la Commissione e l'FMI nei paesi oggetto di un programma per valutare i progressi compiuti in relazione ai criteri di condizionalità concordati e per contribuire al riesame regolare del programma stesso. Gli interventi dell'EFSF e del MES nel mercato secondario delle obbligazioni saranno subordinati al riconoscimento, attraverso un'analisi condotta dalla BCE, dell'esistenza di circostanze eccezionali nei mercati finanziari e di rischi per la stabilità finanziaria.

IL RAFFORZAMENTO DELLA GOVERNANCE ECONOMICA NELL'UE

Come risposta alla crisi finanziaria ed economica, nel 2011 il Consiglio dell'Unione europea (Consiglio UE) e il Parlamento europeo hanno adottato un pacchetto legislativo inteso a rafforzare la *governance* economica dell'UE nel quadro del Trattato¹. La BCE ritiene che il pacchetto contenga una serie di passi nella giusta direzione di un rafforzamento della sorveglianza di bilancio e di una più efficace applicazione della disciplina fiscale. In particolare, il Patto di stabilità e crescita (PSC) è stato migliorato, in qualche misura, con l'introduzione di un monitoraggio rafforzato e di procedure decisionali più automatiche attraverso il meccanismo di votazione a maggioranza qualificata inversa: determinate raccomandazioni della Commissione saranno ritenute adottate a meno che il Consiglio UE le rifiuti sulla base di un voto a maggioranza qualificata entro un periodo di tempo prestabilito. È stata inoltre posta maggiore enfasi sul criterio del debito pubblico e sulla sostenibilità delle finanze pubbliche nel lungo periodo. La riforma ha altresì introdotto dei parametri di spesa e dei requisiti minimi per i quadri di bilancio a livello nazionale. Sono state poi adottate sanzioni sia finanziarie sia non finanziarie più tempestive e graduate per incoraggiare gli Stati membri a rispettare il PSC. In aggiunta, per colmare una lacuna significativa del quadro esistente, è stata istituita una nuova procedura di sorveglianza macroeconomica dotata di un sistema preventivo e di uno correttivo. La nuova procedura, che integra la strategia Europa 2020 (cfr. oltre), è specificamente intesa ad affrontare gli squilibri macroeconomici e il deterioramento della competitività.

Inoltre, il 26 ottobre 2011 i capi di Stato o di governo dell'area dell'euro hanno deciso di riunirsi almeno due volte l'anno in un Vertice euro per fornire orientamenti strategici sulle politiche economiche e di bilancio nell'area e per tenere maggiormente conto della dimensione dell'area dell'euro nelle decisioni di politica interna. Hanno altresì concordato incontri con cadenza almeno mensile tra i presidenti del

Vertice euro, della Commissione e dell'Eurogruppo, ai quali potrà essere invitato a partecipare il Presidente della BCE².

Il 9 dicembre 2011 i capi di Stato o di governo dell'area dell'euro hanno concordato un'architettura rafforzata per l'UEM che include un nuovo patto di bilancio sotto forma di Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla *governance* nell'Unione economica e monetaria. Il Trattato, compatibile con il diritto dell'UE, intende rappresentare un passo importante verso una più stretta e irrevocabile integrazione delle politiche di bilancio ed economiche e una *governance* rafforzata nell'area dell'euro. Aperto anche agli Stati membri non appartenenti all'area, è stato firmato il 2 marzo 2012 dai capi di Stato o di governo di tutti i paesi dell'UE, eccetto il Regno Unito e la Repubblica Ceca. Il Trattato entrerà in vigore dopo la ratifica da parte di almeno 12 paesi dell'area dell'euro.

Nonostante i progressi compiuti verso il rafforzamento della *governance* economica, la BCE ritiene che sarebbero state necessarie riforme più ampie. In particolare, uno dei presupposti fondamentali per il "salto di qualità" richiesto in materia di *governance* economica – vale a dire un maggiore automatismo del processo decisionale attraverso il massimo ricorso possibile alla votazione a maggioranza qualificata inversa – è stato finora realizzato solo in parte. Inoltre, con riferimento al nuovo quadro per la sorveglianza macroeconomica, resta essenziale fare in modo che l'ampia portata del nuovo meccanismo – anche in termini di indicatori utilizzati – non ne indebolisca l'efficacia e gli permetta quindi di correggere gli squilibri e vulnerabilità in una fase precoce.

- 1 La BCE ha fornito la sua valutazione delle proposte formulate dalla Commissione nel parere sulla riforma della *governance* economica dell'Unione europea (CON/2011/13) del 16 febbraio 2011.
- 2 Possono altresì essere invitati in maniera *ad hoc* i presidenti delle autorità di vigilanza europee e il Direttore generale dell'EFSE/ amministratore delegato del MES.

IL SEMESTRE EUROPEO E LA STRATEGIA EUROPA 2020

In base alla strategia Europa 2020 per l'occupazione e per una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva, la sorveglianza dell'UE sulle politiche economiche dei suoi Stati membri viene ora organizzata secondo un ciclo annuale composto da un semestre europeo e uno nazionale. Nel nuovo processo la sorveglianza economica e quella di bilancio, pur restando giuridicamente distinte, sono allineate per migliorare la coerenza complessiva delle raccomandazioni di politica economica rivolte agli Stati membri. Il primo semestre europeo è iniziato a gennaio 2011 con la pubblicazione – da parte della Commissione europea – dell'Analisi annuale della crescita (*Annual Growth Survey*), che ha individuato le principali sfide sul piano delle politiche sia per gli Stati membri sia per l'UE e l'area dell'euro. Nella riunione del 24 e 25 marzo 2011 il Consiglio europeo ha fornito orientamenti strategici di cui gli Stati membri dovranno tenere conto nella preparazione dei programmi di stabilità e convergenza e dei programmi nazionali di riforma. Dopo un riesame di questi programmi, a giugno 2011 il Consiglio Ecofin ha formulato delle raccomandazioni sul piano delle politiche all'indirizzo di ciascuno Stato membro in vista dell'adozione dei bilanci nazionali e delle altre misure di *policy* prevista per la seconda metà dell'anno. Nell'Analisi annuale della crescita pubblicata a novembre 2011 la Commissione ha valutato la conformità con le raccomandazioni di *policy* formulate a livello di UE e ha individuato le sfide per il 2012, segnalando in particolare la necessità di conseguire un risanamento dei bilanci favorevole alla crescita, ripristinare la normale capacità di erogazione di prestiti all'economia, promuovere la crescita e la competitività, lottare contro la disoccupazione e le conseguenze sociali della crisi e modernizzare la pubblica amministrazione.

La BCE ritiene che il semestre europeo possa contribuire a un approccio più integrato e coerente alla sorveglianza e alle politiche economiche, sebbene sia troppo presto per valutarne appieno l'efficacia nel migliorare

la conduzione delle politiche di bilancio e strutturali negli Stati membri. Resta nell'insieme importante assicurare la pressione reciproca fra gli Stati membri (*peer pressure*) e fare in modo che le raccomandazioni sul piano delle politiche indirizzate a questi ultimi non risultino indebolite nel processo di sorveglianza.

Come passo ulteriore verso il miglioramento della *governance* economica nell'area dell'euro, a novembre 2011 la Commissione ha presentato due progetti di regolamento intesi a rafforzare la sorveglianza di bilancio sui paesi dell'area dell'euro che sono colpiti o minacciati da gravi problemi per la loro stabilità finanziaria e a monitorare e valutare i progetti di piani di bilancio nazionali per agevolare la prevenzione e la correzione tempestiva dei disavanzi eccessivi. Tali proposte sono attualmente all'esame del Consiglio UE e del Parlamento europeo.

IL PATTO EURO PLUS

Nella riunione dell'11 marzo 2011 i capi di Stato o di governo dell'area dell'euro hanno adottato un Patto per l'euro avente lo scopo di consolidare il pilastro economico dell'UEM e migliorare la qualità del coordinamento delle politiche economiche, con particolare attenzione per le aree di competenza nazionale che sono essenziali al fine di accrescere la competitività ed evitare squilibri perniciosi. I progressi saranno monitorati nel contesto del semestre europeo. Aperto anche agli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, il Patto è stato ridenominato "Patto euro plus" dopo la firma di Bulgaria, Danimarca, Lettonia, Lituania, Polonia e Romania. La BCE ha accolto con favore l'impegno concreto degli Stati membri partecipanti ad adottare misure particolarmente ambiziose, che vanno al di là di quanto già concordato, in ambiti quali la competitività, l'occupazione e la sostenibilità delle finanze pubbliche nel lungo periodo.

IL PATTO DI STABILITÀ E CRESCITA

Nel 2011 tutti gli Stati membri a eccezione di Estonia, Lussemburgo, Finlandia e Svezia sono stati sottoposti a procedure per i disavanzi eccessivi (PDE). La PDE avviata nei confronti

della Finlandia è stata revocata con decisione del Consiglio Ecofin del 12 luglio 2011 una volta dimostrato, in base alle statistiche Eurostat, che nel 2010 il disavanzo del paese era rimasto inferiore al 3 per cento del PIL. Il termine entro il quale riportare il disavanzo pubblico al di sotto del valore di riferimento del 3 per cento del PIL è stato fissato alla fine del 2011 per Bulgaria, Ungheria e Malta, al 2012 per Belgio, Italia, Cipro, Lettonia, Lituania, Polonia e Romania e al 2013 e oltre per gli altri paesi sottoposti a PDE, compresi quelli che sono oggetto di un programma concertato dall'UE e dall'FMI.

La BCE apprezza gli sforzi di risanamento degli Stati membri appartenenti all'area dell'euro, essenziali per tornare a posizioni di bilancio sane. Tuttavia, per diversi paesi dell'area sottoposti a PDE, la correzione strutturale nel 2011 è stata inferiore a quella richiesta. In vista dei rischi per una correzione tempestiva e sostenibile dei disavanzi eccessivi, la BCE è favorevole a un rafforzamento delle PDE e all'attuazione immediata delle procedure rafforzate del PSC che sono entrate in vigore a gennaio 2012.

2 GLI ANDAMENTI NEI PAESI CANDIDATI ALL'ADESIONE ALL'UE E RELAZIONI CON GLI STESSI

Il programma di allargamento dell'Unione europea ha registrato ulteriori progressi nel 2011, soprattutto in Croazia. Gli Stati membri dell'UE hanno chiuso i negoziati di adesione con tale paese a giugno 2011. Il Trattato di adesione è stato firmato il 9 dicembre 2011 a Bruxelles e l'ingresso della Croazia nell'UE è previsto per il 1° luglio 2013. Membri della Hrvatska narodna banka (la banca centrale croata) sono stati di conseguenza invitati a partecipare come osservatori alle riunioni del Consiglio generale della BCE e dei comitati del SEBC. Per quanto concerne gli altri paesi candidati (vale a dire i paesi la cui domanda di adesione è stata accettata dall'UE), sono proseguiti i negoziati per l'adesione della Turchia e dell'Islanda (aperti rispettivamente a ottobre 2005 e luglio 2010). A dicembre 2011 il Consiglio europeo ha avviato il processo di adesione del Montenegro, cui aveva accordato lo *status* di paese candidato un anno prima, in vista di un'apertura dei negoziati a giugno 2012. A marzo 2012 il Consiglio europeo ha deciso di accordare lo stato di candidato anche alla Serbia. La Commissione europea ha ribadito la sua raccomandazione di aprire i negoziati per l'adesione dell'ex Repubblica Iugoslava di Macedonia, paese candidato dal 2005, ma non è stata ancora stabilita alcuna data.

Nel 2011 la BCE ha continuato il dialogo di politica economica con le banche centrali dei paesi candidati all'adesione all'UE in incontri bilaterali e nel quadro istituzionale complessivo del processo di allargamento definito dall'UE. La BCE ha impostato un dialogo annuale ad alto livello sulle politiche economiche con la banca centrale della Repubblica di Turchia e la Hrvatska narodna banka. Le relazioni tra la BCE e la banca centrale islandese sono state rafforzate e una delegazione di quest'ultima, guidata dal Governatore Már Guðmundsson, è stata ospitata a Francoforte a settembre 2011. Sono stati inoltre mantenuti stretti rapporti con le banche centrali dei paesi candidati e di altri paesi attraverso i programmi di cooperazione tecnica (cfr. la sezione 2 del capitolo 5).



La costruzione delle due torri di uffici procede ora di pari passo, al ritmo di un piano a settimana. Quando l'opera sarà completata, le due torri saranno tuttavia di altezze diverse; la torre nord si comporrà di 45 piani, la torre sud di 43. La struttura a sviluppo verticale (esclusa l'antenna) misurerà circa 185 metri nel punto di massima elevazione.

Dall'estate scorsa il segmento superiore della struttura a sviluppo verticale è avvolto da un telo di protezione di colore giallo. Creando un riparo, questo ha consentito di proseguire i lavori di armatura e costruzione in calcestruzzo in condizioni di maltempo e forte vento, senza mettere a repentaglio la sicurezza degli operai, anche a notevole altitudine.

CAPITOLO 5

**LE TEMATICHE
INTERNAZIONALI**

I I PRINCIPALI SVILUPPI NEL SISTEMA MONETARIO E FINANZIARIO INTERNAZIONALE

SORVEGLIANZA DELLE POLITICHE MACROECONOMICHE NELL'ECONOMIA MONDIALE

Considerato l'alto grado di integrazione economica e finanziaria, il monitoraggio e l'analisi degli andamenti del contesto economico internazionale sono di cruciale importanza per la conduzione della politica economica nell'area dell'euro. Inoltre, la BCE svolge un ruolo importante nel processo di sorveglianza multilaterale internazionale delle politiche macroeconomiche, che a livello di banche centrali è coordinato principalmente dalla Banca dei regolamenti internazionali (BRI). La BCE prende anche parte alle riunioni su temi di sua competenza in seno ad altre organizzazioni internazionali, quali il Fondo monetario internazionale (FMI) e l'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE), come pure a consessi quali gli incontri dei ministri finanziari e dei governatori delle banche centrali del G20 e del G7.

Nel 2011 il contesto economico internazionale è stato contraddistinto da un indebolimento della crescita, che secondo l'FMI è scesa all'1,6 per cento nelle economie avanzate e al 6,2 per cento in quelle emergenti e in via di sviluppo (dal 3,2 e 7,3, rispettivamente, nel 2010). Al tempo stesso gli squilibri esterni, che si erano ridotti nel 2009 nel contesto della crisi finanziaria mondiale, hanno smesso di diminuire e sono rimasti su livelli elevati. La configurazione dei principali paesi in avanzo e in disavanzo si è mantenuta sostanzialmente invariata. Al pari degli anni recenti, il conto corrente dell'area dell'euro è stato pressoché in equilibrio. In diverse occasioni nel corso dell'anno la BCE ha posto l'accento sui rischi e le distorsioni connessi al possibile mantenimento degli squilibri internazionali su livelli insostenibili e si è espressa a favore di un riequilibrio degli schemi di domanda mondiale. Quanto ai fattori strutturali che contribuirebbero a ridurre considerevolmente i suddetti squilibri, i paesi con disavanzi esterni dovrebbero accrescere il risparmio interno, limitare i disavanzi di bilancio e completare il programma di riforme strutturali. Analogamente, anche le economie con avanzi

esterni potrebbero offrire un notevole contributo aumentando i consumi interni, sviluppando sistemi di sicurezza sociale più ampi, introducendo riforme nei mercati finanziari e accrescendo la flessibilità dei tassi di cambio.

In tale contesto la BCE ha partecipato alle discussioni dei ministri finanziari e dei governatori delle banche centrali del G20, che ad aprile 2011 hanno portato a un accordo su una serie di "Linee guida indicative per la valutazione dei disavanzi persistentemente ampi". La BCE ha inoltre preso parte alla stesura, a livello di ministri finanziari e governatori delle banche centrali, di un Piano di azione adottato dai *leader* del G20 in novembre. Il piano persegue il duplice obiettivo di affrontare le vulnerabilità di breve periodo e ridurre l'instabilità finanziaria, oltre a individuare gli impegni dei membri del G20 sul piano delle politiche che contribuiranno a gettare le basi per una crescita sostenibile ed equilibrata a medio termine.

Infine, anche l'area dell'euro è oggetto degli esercizi di sorveglianza internazionale sulle politiche economiche condotti dall'FMI e dall'OCSE. Nel 2011 l'FMI ha effettuato la sua analisi periodica delle politiche monetarie, finanziarie ed economiche dell'area a complemento delle valutazioni sui singoli paesi partecipanti e ha predisposto due rapporti di valutazione delle politiche dell'area dell'euro, che hanno riguardato tra l'altro il quadro dell'Unione europea (UE) per la stabilità finanziaria¹. Nel contesto di un nuovo esercizio di sorveglianza svolto dall'FMI, l'area dell'euro (assieme a Stati Uniti, Regno Unito, Cina e Giappone) ha partecipato alle discussioni sugli effetti di propagazione delle politiche a livello transfrontaliero².

1 *Euro Area Policies: 2011 Article IV Consultation – Staff Report*, Country Report dell'FMI, n. 11/184, luglio 2011, e *Euro Area Policies: 2011 Article IV Consultation – Lessons from the European Financial Stability Framework Exercise*, Country Report dell'FMI, n. 11/186, luglio 2011.

2 *Euro Area Policies: Spillover Report for the 2011 Article IV Consultation and Selected Issues*, Country Report dell'FMI, n. 11/185, luglio 2011.

LE RIFORME DELL'ASSETTO ISTITUZIONALE INTERNAZIONALE

L'assetto e il funzionamento del sistema monetario internazionale restano un importante tema di dibattito nella comunità internazionale. Nel 2011 il G20, quale consesso che riunisce le economie avanzate ed emergenti di importanza sistemica (tra cui l'UE), ha continuato a favorire la cooperazione internazionale allo scopo di affrontare le attuali difficoltà economiche e finanziarie su scala mondiale e promuovere una crescita più robusta, sostenibile ed equilibrata.

Nel loro sesto vertice tenutosi a Cannes a novembre 2011 i *leader* del G20 hanno dato seguito agli impegni assunti nell'incontro di Pittsburgh di settembre 2009, in cui avevano varato un quadro per una crescita robusta, sostenibile ed equilibrata (*Framework for Strong, Sustainable and Balanced Growth*, di seguito *Framework*). Introdotto per agevolare il passaggio dalla gestione della crisi a una fase di espansione robusta, sostenibile ed equilibrata su scala mondiale, il *Framework* 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. I *leader* del G20 hanno altresì concordato una serie di conclusioni volte a guidare la gestione dei flussi di capitali e un piano d'azione per i mercati obbligazionari in valuta locale. Inoltre, riconoscendo l'importanza crescente degli accordi regionali di finanziamento, il G20 ha stabilito dei principi comuni per la cooperazione fra questi ultimi e l'FMI. Tali misure sono state intese a favorire un sistema monetario internazionale più stabile e resiliente. In questo contesto le discussioni si sono altresì concentrate sulla sorveglianza, gli strumenti di prestito e le risorse dell'FMI, oltre che sul paniere di valute che costituisce i diritti speciali di prelievo (DSP)³ e sulla valutazione degli sviluppi della liquidità mondiale e l'analisi delle determinanti dell'accumulo di riserve.

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, a marzo 2011 sono entrati in vigore i *New Arrangements to Borrow* (NAB)⁴ riformati e ampliati. La partecipazione a queste linee di credito dell'FMI è stata estesa a 40 membri, dai 26 precedenti, e l'ammontare complessivo delle stesse è salito da 34 a 370 miliardi di DSP. La maggior parte degli accordi di acquisto di *note* e di prestito bilaterali stipulati dal 2009 tra il Fondo e i suoi paesi membri, per un importo di circa 180 miliardi di DSP, sarà nel tempo inclusa nei NAB. A novembre 2011 l'FMI ha deciso di modificare ulteriormente i propri strumenti di prestito per rispondere al fabbisogno di liquidità dei paesi con fondamentali economici solidi che sono interessati da effetti di contagio. In questo contesto ha accresciuto la flessibilità della *Precautionary Credit Line* (PCL) introdotta ad agosto 2010, rendendola accessibile ai paesi membri con *effettive* esigenze di bilancia dei pagamenti e aggiungendo la possibilità di accordi di sei mesi alle esistenti forme di uno e due anni. Come conseguenza di tali modifiche, la PCL è stata ridenominata *Precautionary and Liquidity Line*⁵.

Nel 2011 il G20 e il Consiglio di amministrazione dell'FMI hanno altresì discusso del paniere di divise che determina il valore dei DSP. È stato affermato che la sua composizione deve continuare a riflettere l'importanza relativa delle diverse monete nel sistema commerciale e finanziario mondiale e che i principi guida per la valutazione dei DSP (compresa la stabilità in termini delle divise principali) restano validi, ma che serve maggiore chiarezza quanto ai criteri di ammissione. Il 1° gennaio 2011 il contributo dell'euro al paniere attuale composto da quattro monete è stato fissato a 42,3 centesimi di euro, pari al 37,4 per cento del valore del paniere in quella data.

3 I diritti speciali di prelievo (DSP) sono sia un'unità di conto utilizzata dall'FMI e da alcune altre istituzioni internazionali sia un credito potenziale nei confronti delle valute liberamente utilizzabili dei paesi membri dell'FMI.

4 I NAB sono accordi di prestito tra l'FMI e alcuni paesi membri e istituzioni per fornire ulteriori risorse al Fondo.

5 Restano validi gli altri criteri di idoneità previsti per la *Precautionary Credit Line*.

La sorveglianza, una delle attività principali dell’FMI, è stata oggetto del consueto riesame triennale nel 2011. L’esercizio ha preso in considerazione gli insegnamenti offerti dalla crisi finanziaria mondiale e ha fatto il punto dei progressi compiuti dal 2008 (compresi i nuovi rapporti sugli effetti di propagazione citati in precedenza). È stato convenuto che il quadro per la sorveglianza deve essere più integrato, equo ed efficace per poter meglio individuare e affrontare i rischi – anche di propagazione – per la stabilità economica e finanziaria.

2 LA COOPERAZIONE CON I PAESI ESTERNI ALL'UE

Come negli anni precedenti, l'Eurosistema ha organizzato seminari e *workshop* con le banche centrali dei paesi esterni all'Unione europea per promuovere il dialogo sulle politiche economiche. La BCE ha inoltre partecipato attivamente, al fianco della Commissione europea, al dialogo macroeconomico dell'Unione con le principali economie di mercato emergenti e i paesi confinanti con l'UE. La cooperazione tecnica fornita dall'Eurosistema è rimasta inoltre uno strumento importante per rafforzare le competenze amministrative delle banche centrali esterne all'UE, soprattutto nelle regioni confinanti con l'UE, e per migliorare il grado di conformità agli standard europei e internazionali.

LA PROMOZIONE DEL DIALOGO SULLE POLITICHE ECONOMICHE

La BCE ha continuato ad approfondire i rapporti con le banche centrali e le autorità monetarie di diversi paesi partecipando, ad esempio, al dialogo macroeconomico dell'UE con Brasile, Russia, India e Cina.

Nel contesto delle relazioni bilaterali della BCE con la banca centrale della Repubblica Popolare Cinese (PBC), il gruppo di lavoro congiunto BCE-PBC ha discusso un'ampia gamma di tematiche quali il riequilibrio della crescita mondiale, le sfide sul piano delle politiche monetarie, le bolle dei prezzi delle attività e i rischi associati, la riforma e la liberalizzazione dei mercati finanziari e il ruolo internazionale delle valute.

Il 3 e 4 febbraio 2011 si è tenuto a Francoforte il sesto seminario di alto livello dell'Eurosistema e della Banca di Russia. Le discussioni si sono incentrate sull'economia russa, sul ruolo della moneta e del credito nella conduzione della politica monetaria e sulla nuova architettura di vigilanza nell'UE e in Russia.

La BCE, la Nederlandsche Bank e la banca centrale coreana, nella sua veste di presidente della Riunione dei Dirigenti delle banche centrali dell'Asia orientale e del Pacifico per il 2011, hanno organizzato congiuntamente la sesta edizione di un seminario di alto livello che

ha riunito le banche centrali dell'Asia orientale e del Pacifico e quelle dell'area dell'euro ad Amsterdam il 27 e 28 giugno 2011. Scopo del seminario è stato quello di discutere questioni fondamentali di interesse comune sul piano delle politiche e approfondire i rapporti fra le autorità monetarie delle due regioni.

Il 5 e 6 luglio 2011 la BCE ha organizzato una conferenza sulle economie europee emergenti. I lavori, tenutisi a Francoforte, si sono concentrati soprattutto sull'efficacia delle risposte di politica economica alla crisi, sulla crescita sostenibile e sulla convergenza, oltre che sulle sfide per la stabilità finanziaria nell'Europa centrale, orientale e sudorientale.

L'Eurosistema ha tenuto il terzo seminario di alto livello con le banche centrali e le agenzie monetarie degli Stati membri del Consiglio di cooperazione del Golfo (CCG), organizzato congiuntamente dalla BCE e dalla banca centrale degli Emirati Arabi Uniti il 19 gennaio 2012 ad Abu Dhabi. Oggetto del seminario sono state le attuali difficoltà economiche, finanziarie e di bilancio dell'area dell'euro, l'analisi dei rischi sistemici e la prevenzione delle crisi finanziarie, l'architettura monetaria e finanziaria internazionale.

LA COOPERAZIONE TECNICA

Dal 2003 la BCE, assieme alle BCN, ha attuato diversi programmi di cooperazione tecnica finanziati dall'UE a beneficio dei paesi confinanti. Tale attività ha raggiunto il culmine agli inizi del 2011, quando la BCE ha coordinato il maggior numero di programmi concomitanti della sua storia.

La BCE e 21 BCN⁶ hanno iniziato a sostenere la Banca nazionale serba il 1° febbraio 2011 con un programma biennale finanziato dall'UE. Il programma intende avvicinare la banca centrale della Serbia agli standard vigenti nell'UE in 11 diversi ambiti, tra i quali:

⁶ 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.

la vigilanza finanziaria, l'armonizzazione legale, le operazioni di politica monetaria e di cambio, l'analisi e la ricerca economica, le statistiche, i sistemi di pagamento e la stabilità finanziaria.

Il programma triennale di cooperazione tecnica con la banca centrale russa, finanziato dall'UE, si è concluso il 31 marzo 2011. La BCE, assieme a otto BCN⁷ dell'area dell'euro e in collaborazione con l'autorità di vigilanza finanziaria finlandese, ha sostenuto la banca centrale russa nei settori della vigilanza bancaria e del controllo interno. Il programma è stato inteso a sostenere la graduale attuazione della regolamentazione di Basilea 2 in Russia e a fornire informazioni e corsi di formazione sulle prassi adottate dall'Eurosistema in materia di controllo interno.

Il programma di cooperazione tecnica tra la BCE, sette BCN⁸ partner e la banca centrale della Bosnia-Erzegovina, della durata di 18 mesi, si è concluso il 30 settembre 2011. Finanziato dall'UE, il programma ha assistito la banca centrale della Bosnia-Erzegovina nell'adozione degli standard europei per l'attività di banca centrale nei seguenti settori: statistiche, analisi e ricerca economica, stabilità finanziaria, armonizzazione giuridica, tecnologie informatiche e integrazione europea.

Per quanto concerne i paesi dei Balcani occidentali e la Turchia, il 16 gennaio 2012 si è concluso un programma biennale finanziato dall'UE sulla vigilanza a livello macro e microprudenziale e attuato dalla BCE assieme a 14 BCN⁹ partner e in collaborazione con istituzioni internazionali ed europee¹⁰. In tale ambito l'Eurosistema ha organizzato un programma regionale di formazione intensiva sulla vigilanza macro e microprudenziale e ha sostenuto l'attuazione di misure nazionali specifiche nelle istituzioni beneficiarie¹¹. Inoltre, sono state condotte simulazioni tecniche a livello regionale sulla cooperazione fra autorità del paese di origine e autorità del paese ospitante.

La cooperazione con la banca centrale egiziana è proseguita per tutto il 2011 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, che coinvolge esperti della BCE e di sette BCN¹², dovrebbe concludersi il 31 marzo 2012.

7 Le BCN di Germania, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Paesi Bassi, Austria e Finlandia.

8 Le BCN di Germania, Grecia, Spagna, Italia, Paesi Bassi, Austria e Slovenia.

9 Le BCN di Belgio, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Cipro, Lussemburgo, Malta, Paesi Bassi, Austria, Portogallo, Slovenia, Slovacchia e Finlandia.

10 Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, il Comitato delle autorità europee di vigilanza bancaria (sostituito dall'Autorità bancaria europea), l'Istituto per la stabilità finanziaria, il Fondo monetario internazionale e la Banca mondiale.

11 Si tratta delle banche centrali e delle autorità di vigilanza di Croazia, ex Repubblica Iugoslava di Macedonia, Montenegro, Turchia, Albania, Bosnia-Erzegovina, Serbia e Kosovo (in base alla risoluzione del Consiglio di sicurezza delle Nazioni Unite 1244).

12 Le BCN di Bulgaria, Repubblica Ceca, Germania, Grecia, Francia, Italia e Romania.



L'edificio di accesso, che fra l'altro ospiterà l'area per le conferenze stampa, creerà un collegamento funzionale e visivo tra la doppia torre di uffici e la Grossmarkthalle; l'intersezione con quest'ultima formerà un ingresso facilmente individuabile sul lato settentrionale del complesso, che si affaccerà sulla Sonnenmannstrasse.

Il nucleo di calcestruzzo dell'edificio di accesso, che già emerge dallo squarcio nella *hall*, evidenzia ora il punto in cui sorgerà l'edificio stesso e il suo allineamento tra la doppia torre di uffici e l'ingresso sulla Sonnenmannstrasse.

**L'ATTIVITÀ DI
COMUNICAZIONE
ESTERNA E
LA RESPONSABILITÀ
PER IL PROPRIO
OPERATO**

I LA RESPONSABILITÀ PER IL PROPRIO OPERATO E LA POLITICA DI COMUNICAZIONE

Negli ultimi decenni l'indipendenza delle banche centrali si è affermata come un elemento indispensabile della politica monetaria delle economie mature e di quelle emergenti. La decisione di rendere le banche centrali indipendenti trova da molto tempo forte sostegno nella teoria economica e nell'evidenza empirica, le quali dimostrano che tale assetto favorisce il mantenimento della stabilità dei prezzi. Nel contempo, principio fondamentale di ogni società democratica è che le istituzioni indipendenti, titolari di funzioni pubbliche, debbano render conto del proprio operato ai cittadini e ai loro rappresentanti. La responsabilità per il proprio operato costituisce quindi un importante contrappeso all'indipendenza della banca centrale.

L'impegno assunto dalla BCE in termini di responsabilità per il proprio operato e di trasparenza è illustrato dai resoconti presentati ai cittadini europei e ai loro rappresentanti eletti, che siedono al Parlamento europeo. Il Trattato stabilisce precisi obblighi di rendiconto per la BCE, che comprendono la pubblicazione di un rapporto trimestrale, di una situazione contabile consolidata settimanale e di un rapporto annuale. La BCE va ben al di là degli obblighi statutari nella sua regolare attività di rendiconto, diffondendo ad esempio bollettini a cadenza mensile (anziché trimestrale come richiesto). L'impegno della BCE in termini di responsabilità per il proprio operato e di trasparenza trova riscontro anche nei frequenti interventi tenuti dai membri del Consiglio direttivo, che trattano una vasta gamma di tematiche rilevanti dal punto di vista dei compiti della BCE.

L'attività di comunicazione esterna della BCE mira a promuovere una migliore comprensione da parte del pubblico delle proprie politiche e decisioni. Essa è parte integrante della politica monetaria della BCE e delle altre funzioni esercitate dalla Banca. I due principi fondamentali cui si 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 BCE. Essi sono inoltre alla base dell'impegno della BCE a rendere pienamente conto delle proprie azioni.

Introdotta nel 1999, la prassi di spiegare tempestivamente, regolarmente e in modo approfondito le valutazioni e le decisioni di politica monetaria rappresenta un approccio aperto e trasparente, unico nel suo genere, all'attività di comunicazione di banca centrale. Le decisioni di politica monetaria vengono illustrate nel corso della conferenza stampa che si tiene subito dopo la riunione del Consiglio direttivo in cui sono state assunte. In tale occasione il Presidente rilascia una dettagliata dichiarazione introduttiva, spiegando le decisioni del Consiglio direttivo e, insieme al Vicepresidente, rimane a disposizione dei mezzi di informazione per rispondere alle domande. Dal dicembre 2004, inoltre, le decisioni del Consiglio direttivo diverse da quelle relative alla definizione dei tassi di interesse sono pubblicate mensilmente sui siti Internet delle banche centrali dell'Eurosistema.

Gli atti giuridici della BCE vengono pubblicati in tutte le lingue ufficiali dell'UE, così come le decisioni di politica monetaria e le decisioni assunte dal Consiglio direttivo, oltre a quelle che fissano i tassi di interesse, e la situazione contabile consolidata dell'Eurosistema¹. Anche il Rapporto annuale della BCE è disponibile in versione integrale in tutte le lingue ufficiali dell'UE². Il Rapporto sulla convergenza e i numeri trimestrali del Bollettino mensile della BCE sono pubblicati in versione integrale o sintetica in tutte le lingue ufficiali dell'UE³. Ai fini della trasparenza e della responsabilità per il proprio operato nei confronti dei cittadini, la BCE pubblica anche altri documenti oltre quelli statutari in alcune o in tutte le lingue ufficiali, in particolare i comunicati stampa sulle proiezioni macroeconomiche, 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 Ad eccezione dell'irlandese, per cui è in vigore una deroga a livello dell'UE.

2 Ad eccezione dell'irlandese (per deroga dell'UE) e del maltese (per accordo con la Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta, dopo la revoca nel maggio 2007 della deroga provvisoria dell'UE).

3 Cfr. nota 2.

2 LA RESPONSABILITÀ PER IL PROPRIO OPERATO NEI CONFRONTI DEL PARLAMENTO EUROPEO

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.

Nel 2011 il Presidente della BCE ha continuato a riferire, in occasione delle audizioni trimestrali presso la Commissione parlamentare per i problemi economici e monetari (commissione ECON), sulle decisioni adottate dalla BCE in materia di politica monetaria e sugli altri compiti a essa attribuiti. Inoltre, nel febbraio 2011 ha presenziato alla Conferenza dei presidenti del Parlamento europeo. In agosto ha anche partecipato a un'audizione straordinaria dinanzi alla commissione ECON finalizzata a uno scambio di opinioni con i membri del Parlamento europeo sulla crisi economica e finanziaria. In dicembre ha presentato dinanzi alla sessione plenaria del Parlamento europeo il Rapporto annuale 2010 della BCE.

Anche altri membri del Comitato esecutivo della BCE hanno tenuto in diverse occasioni audizioni presso il Parlamento europeo. Il Vicepresidente ha illustrato il Rapporto annuale 2010 alla commissione ECON. Nel gennaio 2011 Gertrude Tumpel-Gugerell è comparsa dinanzi a questa stessa commissione per informarla su questioni relative ai pagamenti. Ha altresì partecipato a un'audizione pubblica sull'Area unica dei pagamenti in euro, organizzata dalla commissione ECON in aprile. In ottobre Jürgen Stark ha preso parte a un'audizione pubblica organizzata dalla stessa commissione sulla *governance* economica. Secondo una prassi consolidata, una delegazione della commissione ECON si è recata in visita alla BCE in dicembre per uno scambio di opinioni con i membri del Comitato esecutivo.

Durante gli scambi di opinioni tra i membri del Parlamento europeo e i rappresentanti della BCE avvenuti nel 2011 è stata esaminata un'ampia serie di problematiche. Il Parlamento europeo ha espresso il proprio sostegno alla

BCE e alle politiche da questa condotte in vari ambiti. Ha riconosciuto che la BCE è riuscita ad adempiere al proprio mandato in circostanze difficili e a condurre la politica monetaria con determinazione durante la crisi; ha altresì preso atto dei contributi costanti e rigorosi della BCE in merito al rafforzamento della *governance* economica. Oltre agli andamenti macroeconomici e alla politica monetaria della BCE, le principali tematiche discusse riguardavano le cause, l'impatto e la soluzione della crisi finanziaria. Inoltre, si è avuto un dialogo molto proficuo su questioni relative alla *governance* economica ed è stata anche affrontata la tematica della regolamentazione e della vigilanza finanziarie.

LA SOLUZIONE DELLA CRISI ECONOMICA E FINANZIARIA

Nel 2011 un argomento di discussione molto importante tra la BCE e il Parlamento europeo è stato il modo in cui affrontare la perdurante crisi economica e finanziaria (cfr. la sezione 1 del capitolo 4). Il Parlamento europeo ha ripetutamente espresso soddisfazione per l'orientamento assunto con determinazione dalla BCE per tutta la durata della crisi. Ha osservato che la BCE è riuscita a mantenere la stabilità dei prezzi nonostante le condizioni macroeconomiche sfavorevoli e ha riconosciuto la necessità di misure non convenzionali di politica monetaria. Il Parlamento europeo ha anche posto l'accento sull'importanza di solide finanze pubbliche per una ripresa sostenibile dalla crisi. Ha accolto con favore l'istituzione di un meccanismo permanente di gestione delle crisi, il Meccanismo europeo di stabilità, e ha sottolineato l'esigenza di ricondurlo maggiormente all'interno del quadro di riferimento dell'UE.

In occasione delle sue audizioni dinanzi al Parlamento europeo, il Presidente della BCE ha ricordato la gravità della crisi e ha sottolineato che le decisioni assunte dalla BCE sono state indispensabili per impedirne un ulteriore deterioramento. Il Presidente ha anche ribadito che la BCE avrebbe continuato a fare tutto il necessario per mantenere la stabilità dei prezzi

nell'area dell'euro e adempiere quindi al suo mandato principale. Ha espresso apprezzamento per il dialogo costruttivo con la Commissione speciale sulla crisi finanziaria, economica e sociale, mettendo in luce la responsabilità della BCE di contribuire con le sue competenze al dibattito parlamentare al fine di agevolare i progressi su questioni di grande rilevanza per l'ordinato funzionamento dell'UEM.

LA RIFORMA DELLA GOVERNANCE ECONOMICA DELL'UE E DELL'AREA DELL'EURO

Nelle discussioni fra la BCE e il Parlamento europeo ha trovato ampio spazio anche la riforma del quadro di riferimento per la *governance* economica dell'UE e dell'area dell'euro. Nel corso dell'anno il Parlamento europeo ha discusso un insieme di sei proposte in materia, avanzate dalla Commissione europea nel settembre 2010. Il Parlamento europeo è anche coinvolto nella procedura di codecisione relativa a due proposte legislative volte a rafforzare ulteriormente la sorveglianza in materia di bilancio nell'area dell'euro⁴, che sono state presentate dalla Commissione nel novembre 2011. Il Parlamento europeo ha, inoltre, partecipato in qualità di osservatore al gruppo di lavoro sull'unione di stabilità fiscale, che ha discusso il Trattato sulla stabilità, il coordinamento e la *governance* nell'Unione economica e monetaria (per maggiori informazioni in proposito, cfr. la sezione 1 del capitolo 4).

Il Presidente della BCE, durante le audizioni dinanzi al Parlamento europeo, ha presentato un'approfondita disamina dei nuovi atti legislativi e ha incoraggiato i parlamentari a essere ambiziosi nel loro approccio. Ha messo in evidenza l'importanza di una maggiore automaticità delle procedure decisionali nell'ambito del Patto di stabilità e crescita. Questa presa di posizione fa seguito alle precedenti esortazioni della BCE nel 2010 a compiere un "salto di qualità" verso una maggiore solidità dei fondamenti istituzionali della *governance* economica nell'UEM. Il Presidente della BCE ha altresì accolto con favore il contributo del Parlamento europeo durante la procedura

legislativa inteso a rafforzare ulteriormente le disposizioni del Patto di stabilità e crescita, in particolare accrescendo – con il ricorso a un meccanismo di voto a maggioranza qualificata inversa – l'efficacia sia del patto stesso sia del quadro di riferimento contro gli squilibri macroeconomici istituito di recente. Inoltre, il Parlamento europeo ha aggiunto l'applicazione di ammende in caso di segnalazioni statistiche inesatte. Infine, il Parlamento europeo ha prestato particolare attenzione agli aspetti di legittimazione democratica del nuovo assetto di *governance*, introducendo il concetto di "dialogo economico" tra i responsabili delle politiche economiche nazionali e dell'UE e il Parlamento europeo.

LA RIFORMA DEL SETTORE FINANZIARIO DELL'UE

Il Parlamento europeo e la BCE hanno continuato l'intenso dialogo in materia di vigilanza e regolamentazione finanziarie (cfr. la sezione 3 del capitolo 3). Il regolamento sulle infrastrutture del mercato europeo e il regolamento relativo alle vendite allo scoperto e ai *credit default swap* hanno occupato un posto di primo piano nel programma di lavoro della commissione ECON. Ha altresì avuto inizio il dibattito legislativo in merito alla terza revisione della direttiva sull'adeguatezza patrimoniale e alla revisione della legislazione riguardante le agenzie di *rating*. In diverse occasioni sono stati discussi vantaggi e svantaggi potenziali di un'imposta sulle transazioni finanziarie.

Il Presidente della BCE ha espresso soddisfazione, durante le audizioni dinanzi al Parlamento europeo, per il ruolo fondamentale svolto da tale istituzione nel perseguimento di un'ambiziosa 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

⁴ Proposta di regolamento sulle disposizioni comuni per il monitoraggio e la valutazione dei documenti programmatici di bilancio e per la correzione dei disavanzi eccessivi negli Stati membri dell'area dell'euro, nonché proposta di regolamento sul rafforzamento della sorveglianza economica e di bilancio degli Stati membri che si trovano o rischiano di trovarsi in gravi difficoltà per quanto riguarda la loro stabilità finanziaria nell'area dell'euro.

del programma di regolamentazione finanziaria. Quanto al regolamento sulle infrastrutture del mercato europeo, il Presidente della BCE ha manifestato la preferenza per un'intesa che preveda la collaborazione e la condivisione delle informazioni tra le autorità di vigilanza sotto forma di collegi anziché di procedure bilaterali. Ha ribadito l'importanza di solidi meccanismi di risoluzione nel settore bancario, che limitino i costi associati al fallimento di una banca nel caso di un gruppo transfrontaliero. Per tutte queste tematiche, il Presidente della BCE ha messo in evidenza l'importanza di conseguire condizioni di parità concorrenziale e di evitare l'arbitraggio regolamentare.

I pareri della BCE sulle proposte legislative dell'UE che ricadono nella sua sfera di competenza (cfr. la sezione 6.2 del capitolo 2) sono serviti anche da fonte di consulenza tecnica ai membri del Parlamento europeo.

3 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 2011 sono state mirate a spiegare gli eventi e le conseguenze della crisi finanziaria ed economica mondiale soprattutto per quanto concerne la crisi del debito sovrano in Europa e le misure decise dal Consiglio direttivo e attuate dall'Eurosistema. I discorsi tenuti in pubblico dai membri del Comitato esecutivo sono stati dedicati in gran parte a queste tematiche. Tali argomenti hanno inoltre dominato le domande e le richieste di informazioni provenienti dai mezzi di informazione, dal pubblico e dai visitatori della BCE. Le attività di comunicazione condotte regolarmente dalla BCE si sono estese anche alle azioni del Comitato europeo per il rischio sistemico nel suo primo anno di vita e, in particolare, al ruolo di sostegno svolto dalla BCE nei confronti di tale organismo.

La BCE pubblica con cadenza periodica diversi studi e rapporti, fra cui: il Rapporto annuale, che presenta un resoconto delle attività svolte nell'anno precedente; 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 pubblicazione semestrale *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 corso del 2011 i membri del Comitato esecutivo hanno tenuto circa 150 discorsi a un pubblico variegato, rilasciato 240 interviste ai mezzi di informazione e pubblicato articoli in riviste specializzate e giornali.

Le BCN dell'area dell'euro svolgono un ruolo di primo piano nell'assicurare, a livello nazionale, la diffusione di informazioni e messaggi dell'Eurosistema ai cittadini e ai soggetti interessati. Esse si rivolgono ai vari destinatari sia a livello nazionale che regionale, utilizzando le rispettive lingue e tenendo conto dei diversi contesti.

Nel 2011 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 – 16 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 2011 la BCE ha accolto presso la propria sede a Francoforte circa 13.500 visitatori, che hanno ricevuto informazioni dirette sotto forma di presentazioni tenute dagli esperti della BCE.

Tutti i documenti pubblicati dalla BCE e le altre informazioni sulle varie attività svolte sono disponibili sul sito Internet, che nel 2011 ha ricevuto 27 milioni di visite, con 224 milioni di pagine visualizzate e 57 milioni di documenti scaricati. Nel 2011 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. Il gioco

educativo *online* “€CONOMIA”, varato nel 2010, è stato adattato ai dispositivi mobili e gli è stato conferito il primo premio nella categoria dei giochi societari del Deutscher Preis für Onlinekommunikation.

Nel 2011 sono state organizzate diverse conferenze ed eventi internazionali di alto livello, fra cui, il 19 maggio, una conferenza della BCE in onore di Gertrude Tumpel-Gugerell dal titolo *European integration and stability* e, il 19 ottobre, la cerimonia conclusiva del mandato di Jean-Claude Trichet quale Presidente della BCE.

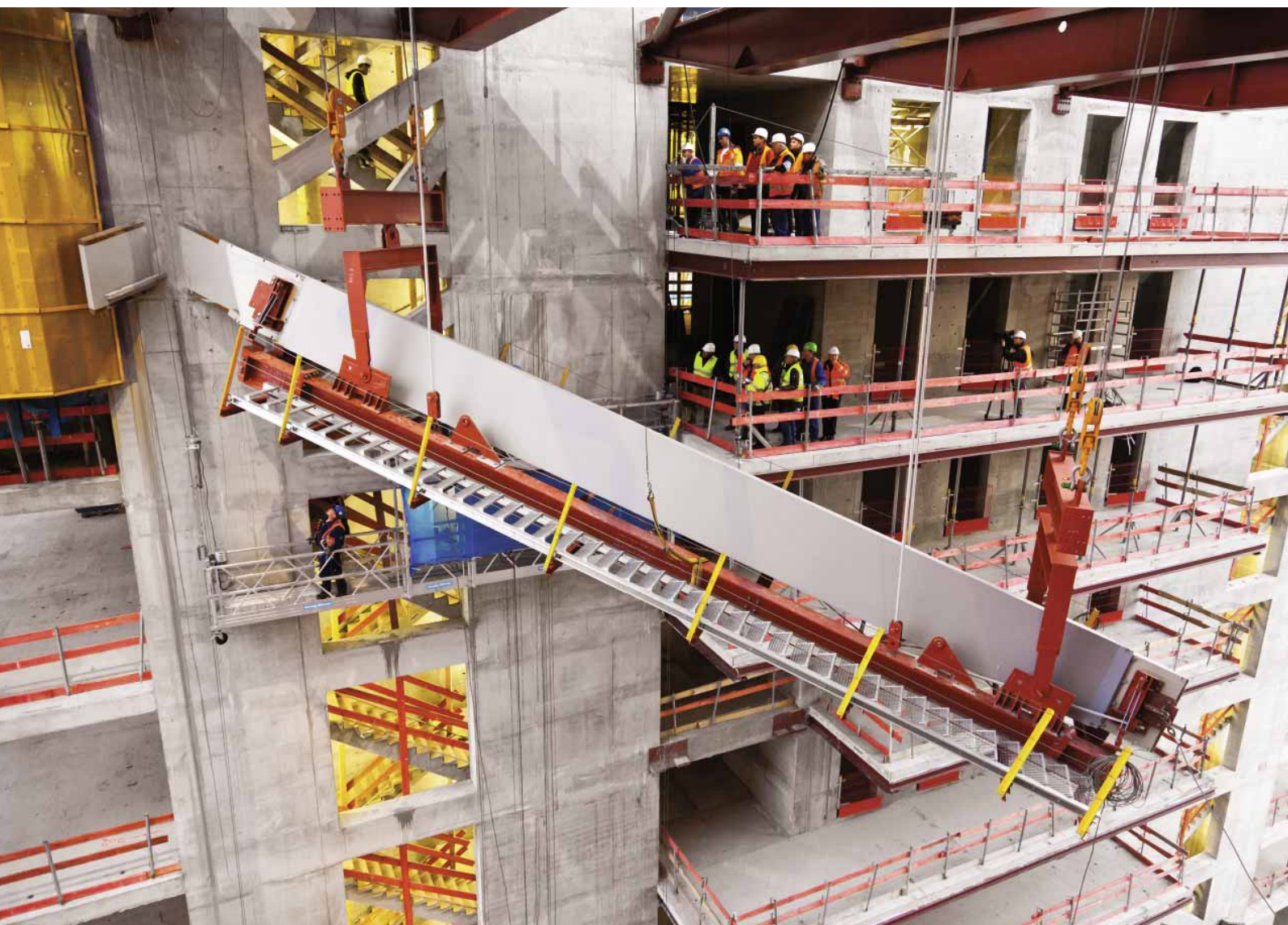
Il 1° ottobre è stato lanciato il concorso *Generation Euro Students' Award* per gli studenti delle scuole secondarie nell'area dell'euro. Questa gara, che avrà cadenza annuale, si propone nel lungo periodo di migliorare le conoscenze degli adolescenti in materie economiche e di consentire loro di meglio comprendere il ruolo della banca centrale nell'economia. La prima competizione riguarda l'anno accademico 2011-2012 e si concluderà con una cerimonia europea di premiazione a metà 2012.

Nel novembre 2011 sul sito Internet della BCE è stato messo a disposizione un calendario che riporta le date fondamentali della crisi finanziaria. L'intento è di soddisfare la forte esigenza di informazioni avvertita dai mezzi di informazione e dai cittadini in merito all'evoluzione della crisi. Nel calendario è riportata, in forma semplice e schematica, una sintesi dei principali eventi connessi alla crisi finanziaria e del debito sovrano nella prospettiva della BCE.

In preparazione del decimo anniversario dell'introduzione delle banconote e monete in euro il 1° gennaio 2012, sono stati prodotti un video celebrativo, una cartella stampa, riprese filmate sulla produzione delle banconote e delle monete in euro, materiale didattico e una gara per ragazzi di età compresa tra 9 e 12 anni. Inoltre, quale parte delle attività di comunicazione sulle banconote, si è tenuta a Bucarest, Parigi e Sofia

la Mostra dell'euro che, organizzata dalla BCE in collaborazione con le BCN e altri istituti (come i musei), si è contraddistinta per una serie di elementi e giochi interattivi. Alla fine del 2011 erano circa 226.000 le persone che avevano visitato la mostra dalla sua istituzione nel 2008.

Nel 2011 le Giornate della cultura della BCE, dedicate quest'anno all'Italia, sono state organizzate di concerto con la Banca d'Italia. Tra il 19 ottobre e il 17 novembre presso importanti centri culturali di Francoforte si sono celebrate l'arte e la cultura italiane attraverso una ricca serie di eventi, tra cui concerti di musica classica, una serata jazz, eventi letterari, proiezioni di film, spettacoli di danza, conferenze e mostre sulle arti figurative, nonché eventi per bambini. L'iniziativa delle Giornate della cultura è stata varata nel 2003 con l'obiettivo di stimolare la consapevolezza culturale e offrire ogni anno ai residenti di Francoforte e ai visitatori sul posto la possibilità di avvicinarsi in maniera unica alla cultura di uno Stato membro dell'UE.



Nel novembre 2011 è stata installata la prima di 14 travi in acciaio nell'atrio; insieme alle piattaforme di interscambio, le travi serviranno a collegare le due torri di uffici.

CAPITOLO 7

**L'ASSETTO
ISTITUZIONALE E
L'ORGANIZZAZIONE**

I GLI ORGANI DECISIONALI E LA GOVERNANCE INTERNA DELLA BCE

I.1 L'Eurosistema e il sistema europeo di banche centrali

L'Eurosistema è il sistema di banche centrali dell'area dell'euro. Esso comprende la BCE e le banche centrali nazionali (BCN) degli Stati membri dell'UE che hanno adottato l'euro (17 dal 1° gennaio 2011). Il termine "Eurosistema", ora incorporato nel Trattato di Lisbona, è stato adottato dal Consiglio direttivo al fine di agevolare la comprensione della struttura che svolge le funzioni di banca centrale nell'area dell'euro. 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. 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 adottare le relative decisioni, mentre la seconda riunione è normalmente dedicata alle questioni connesse con gli altri compiti e responsabilità

della BCE e dell'Eurosistema. Nel 2011 due riunioni sono state tenute in sedi diverse da Francoforte: una presso la Suomen Pankki – Finlands Bank a Helsinki e l'altra presso la Deutsche Bundesbank a Berlino. In aggiunta a tali riunioni, il Consiglio direttivo può tenere riunioni anche tramite teleconferenza o prendere decisioni con procedura scritta.

Nel prendere decisioni sulla politica monetaria e su altri compiti della BCE e dell'Eurosistema, i membri del Consiglio direttivo non agiscono in veste di rappresentanti nazionali, ma a titolo personale e con piena indipendenza. Ciò è riassunto nel principio "un membro, un voto" applicato in seno al Consiglio direttivo. Nel 2008 il Consiglio direttivo ha deciso di mantenere l'attuale sistema di voto – ai sensi dell'articolo 10.2 dello Statuto del SEBC – e di introdurre un meccanismo di rotazione solo quando il numero dei governatori dell'area dell'euro risulterà superiore a 18.

1.3 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;

¹ Per il Regolamento interno della BCE, cfr. la Decisione BCE/2004/2 del 19 febbraio 2004 relativa all'adozione del Regolamento interno della Banca centrale europea, GU L 80, 18.3.2004, pag. 33; la Decisione BCE/2004/12 del 17 giugno 2004, che adotta il regolamento interno del Consiglio generale della BCE, GU L 230, 30.6.2004, pag. 61; la Decisione BCE/1999/7 del 12 ottobre 1999 relativa al Regolamento interno del Comitato esecutivo della BCE, GU L 314, 8.12.1999, pag. 34. Questi regolamenti sono disponibili anche sul sito Internet della BCE.

IL CONSIGLIO DIRETTIVO

Prima fila (da sinistra):

Carlos Costa, Yves Mersch,
Vitor Constâncio, Mario Draghi,
José Manuel González-Páramo,
Benoît Cœuré, Marko Kranjec,
Jörg Asmussen

Seconda fila (da sinistra):

Erkki Liikanen, Ignazio Visco,
Ewald Nowotny, Miguel Fernández
Ordóñez, Josef Bonnici,
Patrick Honohan, Jozef Makúch,
Christian Noyer

Terza fila (da sinistra):

Luc Coene, George A. Provopoulos,
Athanasios Orphanides, Klaas Knot,
Jens Weidmann, Peter Praet,
Andres Lipstok



Mario Draghi

Presidente della BCE
(dal 1° novembre 2011)
Governatore della Banca d'Italia
(fino al 31 ottobre 2011)

Jean-Claude Trichet

Presidente della BCE
(fino al 31 ottobre 2011)

Vitor Constâncio

Vicepresidente della BCE

Jörg Asmussen

Membro del Comitato esecutivo della BCE
(dal 1° gennaio 2012)

Lorenzo Bini Smaghi

Membro del Comitato esecutivo della BCE
(fino al 31 dicembre 2011)

Michael C. Bonello

Governatore della Bank Ċentrali ta' Malta/
Central Bank of Malta
(fino al 30 giugno 2011)

Josef Bonnici

Governatore della Bank Ċentrali ta' Malta/
Central Bank of Malta
(dal 1° luglio 2011)

Luc Coene

Governatore della Nationale Bank van België/
Banque Nationale de Belgique
(dal 1° aprile 2011)

Benoît Cœuré

Membro del Comitato esecutivo della BCE
(dal 1° gennaio 2012)

Carlos Costa

Governatore del Banco de Portugal

Miguel Fernández Ordóñez

Governatore del Banco de España

José Manuel González-Páramo

Membro del Comitato esecutivo della BCE

Patrick Honohan

Governatore della Banc Ceannais na hÉireann/
Central Bank of Ireland

Klaas Knot

Presidente della Nederlandsche Bank
(dal 1° luglio 2011)

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

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

Peter Praet

Membro del Comitato esecutivo della BCE
(dal 1° giugno 2011)

George A. Provopoulos

Governatore della Banca di Grecia

Guy Quaden

Governatore della Nationale Bank van België/
Banque Nationale de Belgique
(fino al 31 marzo 2011)

Jürgen Stark

Membro del Comitato esecutivo della BCE
(fino al 31 dicembre 2011)

Gertrude Tumpel-Gugerell

Membro del Comitato esecutivo della BCE
(fino al 31 maggio 2011)

Ignazio Visco

Governatore della Banca d'Italia

(dal 1° novembre 2011)

Axel A. Weber

Presidente della Deutsche Bundesbank
(fino al 30 aprile 2011)

Jens Weidmann

Presidente della Deutsche Bundesbank
(dal 1° maggio 2011)

Nout Wellink

Presidente della Nederlandsche Bank
(fino al 30 giugno 2011)

- 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.

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 principalmente i compiti in precedenza propri dell'Istituto monetario europeo, che devono essere tuttora assolti poiché non tutti gli Stati membri hanno ancora adottato la moneta unica. Tali compiti includono rafforzare la cooperazione tra le BCN, sostenere il coordinamento delle politiche monetarie degli Stati membri al fine di assicurare la stabilità dei prezzi e sorvegliare il funzionamento

IL COMITATO ESECUTIVO



Prima fila (da sinistra):
Vitor Constâncio (Vicepresidente),
Mario Draghi (Presidente),
José Manuel González-Páramo

Seconda fila (da sinistra):
Jörg Asmussen, Peter Praet,
Benoît Cœuré

Mario Draghi
Presidente della BCE
(dal 1° novembre 2011)

Jean-Claude Trichet
Presidente della BCE
(fino al 31 ottobre 2011)

Vitor Constâncio
Vicepresidente della BCE

Jörg Asmussen
Membro del Comitato esecutivo
(dal 1° gennaio 2012)

Lorenzo Bini Smaghi
Membro del Comitato esecutivo
(fino al 31 dicembre 2011)

Benoît Cœuré
Membro del Comitato esecutivo
(dal 1° gennaio 2012)

José Manuel González-Páramo
Membro del Comitato esecutivo
Peter Praet

Membro del Comitato esecutivo
(dal 1° giugno 2011)

Jürgen Stark
Membro del Comitato esecutivo
(fino al 31 dicembre 2011)

Gertrude Tumpel-Gugerell
Membro del Comitato esecutivo
(fino al 31 maggio 2011)

IL CONSIGLIO GENERALE

Prima fila (da sinistra):

Ewald Nowotny, Ilmārs Rimšēvičs,
Athanasios Orphanides,
Vítor Constâncio, Mario Draghi,
Miguel Fernández Ordóñez,
Luc Coene

Seconda fila (da sinistra):

Erkki Liikanen,
Carlos Costa, Yves Mersch,
Christian Noyer, Jozef Makúch,
Marko Kranjec, Stefan Ingves,
Mugur Constantin Isărescu

Terza fila (da sinistra):

Marek Belka, Ignazio Visco,
Nils Bernstein, Klaas Knot,
Miroslav Singer, Andres Lipstok,
András Simor, Patrick Honohan

Nota: Josef Bonnici, Ivan Iskrov,
Mervyn King, George A. Provopoulos,
Vitas Vasiliauskas e Jens Weidmann
non erano presenti quando è stata
scattata la fotografia.



Mario Draghi

Presidente della BCE
(dal 1° novembre 2011)
Governatore della Banca d'Italia
(fino al 31 ottobre 2011)

Jean-Claude Trichet

Presidente della BCE
(fino al 31 ottobre 2011)

Vítor Constâncio

Vicepresidente della BCE

Marek Belka

Presidente della Narodowy Bank Polski

Nils Bernstein

Governatore della Danmarks Nationalbank

Michael C. Bonello

Governatore della Bank Ċentrali ta' Malta/
Central Bank of Malta
(fino al 30 giugno 2011)

Josef Bonnici

Governatore della Bank Ċentrali ta' Malta/
Central Bank of Malta
(dal 1° luglio 2011)

Luc Coene

Governatore della Nationale Bank van België/
Banque Nationale de Belgique
(dal 1° aprile 2011)

Carlos Costa

Governatore del Banco de Portugal

Miguel Fernández Ordóñez

Governatore del Banco de España

Patrick Honohan

Governatore della Banc Ceannais na hÉireann/
Central Bank of Ireland

Stefan Ingves

Governatore della Sveriges Riksbank

Mugur Constantin Isărescu

Governatore della Banca Națională a României

Ivan Iskrov

Governatore della Българска народна банка
(Banca nazionale di Bulgaria)

Mervyn King

Governatore della Bank of England

Klaas Knot

Presidente della Nederlandsche Bank
(dal 1° luglio 2011)

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

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
(fino al 31 marzo 2011)

Ilmārs Rimšēvičs

Governatore della Latvijas Banka

Reinoldijus Šarkinas

Presidente del Consiglio di amministrazione della
Lietuvos bankas
(fino al 15 aprile 2011)

András Simor

Governatore della Magyar Nemzeti Bank

Miroslav Singer

Governatore della Česká národní banka

Vitas Vasiliauskas

Presidente del Consiglio di amministrazione della
Lietuvos bankas
(dal 16 aprile 2011)

Ignazio Visco

Governatore della Banca d'Italia
(dal 1° novembre 2011)

Axel A. Weber

Presidente della Deutsche Bundesbank
(fino al 30 aprile 2011)

Jens Weidmann

Presidente della Deutsche Bundesbank
(dal 1° maggio 2011)

Nout Wellink

Presidente della Nederlandsche Bank
(fino al 30 giugno 2011)

degli AEC II. Inoltre, il Consiglio generale rende conto, mediante il Rapporto di Convergenza della BCE, al Consiglio dell'Unione europea (Consiglio UE) in merito ai progressi conseguiti dagli Stati membri che non hanno ancora adottato l'euro nell'ottemperare ai propri obblighi per il conseguimento dell'Unione economica e monetaria. Contribuisce altresì alle funzioni consultive della BCE. Nel 2011 il Consiglio generale ha tenuto le sue quattro riunioni trimestrali.

1.5 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 i rappresentanti di altri organi competenti, come le autorità nazionali di vigilanza nel caso del precedente Comitato per la vigilanza bancaria. 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. Al 31 dicembre 2011 risultavano

COMITATI DELL'EUROSISTEMA/SEBC, COMITATO DIRETTIVO PER L'INFORMATICA DELL'EUROSISTEMA, COMITATO PER IL BILANCIO PREVENTIVO, CONFERENZA PER LE RISORSE UMANE E LORO PRESIDENTI	
Comitato per le questioni contabili e il reddito monetario (AMICO) Werner Studener	Comitato per le relazioni internazionali (IRC) Wolfgang Duchatzek
Comitato per le banconote (BANCO) Ton Roos	Comitato legale (LEGCO) Antonio Sáinz de Vicuña
Comitato per la metodologia dei costi (COMCO) N.N.	Comitato per le operazioni di mercato (MOC) Francesco Papadia
Comitato per le comunicazioni dell'Eurosistema/SEBC (ECCO) Elisabeth Ardaillon-Poirier	Comitato per la politica monetaria (MPC) Wolfgang Schill
Comitato per la stabilità finanziaria (FSC) Mauro Grande	Comitato per i sistemi di pagamento e regolamento (PSSC) Daniela Russo
Comitato per le tecnologie informatiche (ITC) Koenraad de Geest	Comitato per la gestione dei rischi (RMC) Carlos Bernadell
Comitato dei revisori interni (IAC) Klaus Gressenbauer	Comitato per le statistiche (STC) Aurel Schubert
Comitato per il bilancio preventivo (BUKOM) José Malo de Molina	Conferenza per le risorse umane (HRC) Steven Keuning
Comitato direttivo per l'informatica dell'Eurosistema (EISC) Benoît Cœuré	

Al 17 febbraio 2012.

istituiti 14 Comitati dell'Eurosistema/SEBC ai sensi dell'articolo 9.1 del Regolamento interno della BCE.

Esistono altri tre comitati. Il Comitato per il bilancio preventivo, creato ai sensi dell'articolo 15 del Regolamento interno, assiste il Consiglio direttivo nelle questioni relative al bilancio della BCE. Nel 2005 è stata istituita la Conferenza per le risorse umane, ai sensi dell'articolo 9a del Regolamento interno, quale forum per lo scambio di esperienze, competenze e informazioni tra banche centrali dell'Eurosistema/SEBC nell'ambito della gestione delle risorse umane. Il Comitato direttivo per l'informatica nell'Eurosistema (*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 revisione². Le buone prassi per la selezione dei revisori esterni e il conferimento del relativo mandato, pubblicate nel sito Internet

della BCE, forniscono direttive di alto livello a ciascuna banca centrale dell'Eurosistema per la selezione dei revisori esterni e la determinazione del loro mandato. Tali prassi consentono inoltre al Consiglio direttivo di formulare le proprie raccomandazioni al Consiglio UE sulla base di criteri di selezione armonizzati, coerenti e trasparenti.

LIVELLI INTERNI DI CONTROLLO

La struttura di controllo interno della BCE si fonda su un approccio per cui ciascuna unità organizzativa (Sezione, Divisione, Direzione o Direzione generale) ha la responsabilità primaria di gestire i propri rischi, nonché di assicurare l'efficacia e l'efficienza delle proprie attività. Le varie unità applicano procedure di controllo operativo nell'ambito delle rispettive aree di responsabilità in osservanza della tolleranza al rischio fissata ex ante dal Comitato esecutivo.

Nel 2011 la BCE 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 ha continuato a verificare ed esaminare regolarmente le disposizioni di continuità operativa per le sue operazioni essenziali. Inoltre, nel 2011 la BCE ha rivisto il suo quadro di gestione delle crisi e condotto un programma di formazione per il team di gestione delle crisi. In cooperazione con le BCN, la BCE ha lanciato un'analisi dell'impatto operativo per individuare la criticità temporale delle funzioni dell'Eurosistema.

Il Comitato per la gestione dei rischi assiste gli organi decisionali nell'assicurare l'appropriato livello di protezione per l'Eurosistema tramite la gestione e il controllo dei rischi derivanti dalle operazioni di mercato. Nel 2011 ha discusso la valutazione dei rischi connessi

2 A seguito della conclusione di una asta pubblica d'appalto e in linea con la prassi concordata di rotazione delle società di revisione, il mandato di revisore esterno della BCE per gli esercizi finanziari 2008-12 è stato conferito a PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft.

alle operazioni di politica monetaria e alla gestione delle riserve valutarie della BCE. Ha inoltre considerato gli aspetti di rischio di varie opzioni tese ad affrontare il deterioramento delle condizioni di liquidità delle banche in paesi in difficoltà, il monitoraggio della solidità finanziaria delle controparti dell'Eurosistema e la definizione di *benchmark* strategici e della distribuzione valutaria delle riserve in valuta estera della BCE.

Nel luglio 2011 la BCE ha trasformato la Divisione Gestione dei rischi in un Ufficio Gestione dei rischi, costituendolo come area operativa indipendente. È responsabile del quadro di gestione dei rischi per tutte le operazioni di mercato della BCE e di sorvegliare, valutare e proporre miglioramenti al quadro operativo dell'Eurosistema per la politica monetaria e la politica dei cambi dal punto di vista della gestione dei rischi. Il cambiamento organizzativo è scaturito dal significativo incremento del ruolo della funzione di gestione del rischio per le banche centrali in generale (e la BCE in particolare). Riflette altresì l'indirizzo fornito dal Consiglio direttivo a tutte le banche centrali dell'Eurosistema in base a cui dovrebbero esistere linee distinte per rendere conto ai membri del consiglio di amministrazione responsabili delle funzioni relative a operazioni di mercato e a quelli responsabili della gestione dei rischi. Tale sviluppo organizzativo è in linea con le migliori prassi di *governance* che prevedono la conduzione indipendente della funzione di gestione dei rischi nelle organizzazioni finanziarie.

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 BCE³, 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 decisionale⁴. Contempla le loro responsabilità per la salvaguardia dell'integrità e della reputazione dell'Eurosistema e per il mantenimento dell'efficacia del suo funzionamento. Un Consulente per la deontologia è stato nominato dal Consiglio direttivo per fornire assistenza ai suoi membri in merito agli aspetti di condotta professionale. Il secondo codice è il Codice supplementare sui criteri deontologici per i membri del Comitato esecutivo⁵. Esso completa l'altro codice dettagliando ulteriormente il regime deontologico applicabile ai membri del Comitato esecutivo.

Il quadro etico per i membri del personale della BCE⁶ fornisce linee guida e stabilisce

3 Per promuovere la trasparenza delle misure ispettive adottate in seno alla BCE tale Statuto è pubblicato sul sito Internet della BCE.

4 Cfr. il Codice di condotta per i membri del Consiglio direttivo, GU C 123 del 24.5.2002, pag. 9; il suo emendamento GU C 10 del 16.1.2007, pag. 6 e il sito Internet della BCE.

5 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.

6 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.

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 UE hanno adottato un regolamento⁷ allo scopo di potenziare la lotta contro frodi, corruzione e ogni altra attività illecita lesiva degli interessi finanziari delle Comunità europee. Con tale regolamento si istituivano inoltre le indagini interne condotte dall'Ufficio europeo per la lotta antifrode (OLAF) su casi sospetti di frode presso le istituzioni, gli organi e gli uffici e agenzie dell'UE. Il regolamento prevedeva che ciascuno di questi enti adottasse le decisioni necessarie affinché l'OLAF fosse in grado di condurre indagini al loro interno. A tal fine, nel 2004 il Consiglio direttivo ha adottato una decisione⁸, entrata in vigore il 1° luglio 2004, riguardante le condizioni e le modalità delle indagini dell'OLAF in seno alla BCE.

PROGRAMMA CONTRO IL RICICLAGGIO DI DENARO DI PROVENIENZA ILLECITA E IL FINANZIAMENTO DEL TERRORISMO

Nel 2007 la BCE ha istituito 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. Nel settembre 2011 è stata introdotta nelle "Caratteristiche generali"⁹ una disposizione che prevede che le controparti sono tenute a essere consapevoli di tutti gli obblighi loro imposti dalla legislazione sul riciclaggio di denaro e sul finanziamento del terrorismo e a ottemperarvi. Un sistema di segnalazione interno integra il quadro di riferimento contro il riciclaggio di denaro e il finanziamento del terrorismo per assicurare che tutte le informazioni rilevanti siano sistematicamente raccolte e debitamente comunicate al Comitato esecutivo.

ACCESSO DEL PUBBLICO AI DOCUMENTI DELLA BCE

La decisione della BCE relativa all'accesso del pubblico ai documenti della BCE¹⁰, adottata nel 2004, è coerente con gli obiettivi e i criteri applicati dagli altri organi e istituzioni dell'UE in merito all'accesso del pubblico ai rispettivi documenti. Tale decisione accresce la trasparenza, preservando nel contempo l'indipendenza della BCE e delle BCN e la riservatezza di talune materie concernenti l'esercizio delle funzioni della BCE¹¹. Nel 2011

7 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.

8 Decisione BCE/2004/11 del 3 giugno 2004 riguardante le condizioni e le modalità delle indagini dell'Ufficio europeo per la lotta antifrode in seno alla Banca centrale europea in materia di lotta contro le frodi, la corruzione e ogni altra attività illecita lesiva degli interessi finanziari delle Comunità europee e che modifica le condizioni di impiego per il personale della Banca centrale europea, GU L 230 del 30.6.2004, pag. 56.

9 Attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro - Caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema, BCE, settembre 2011.

10 Decisione BCE/2004/3 del 4 marzo 2004 sull'accesso del pubblico ai documenti della Banca centrale europea, GU L 80 del 18.3.2004, pag. 42.

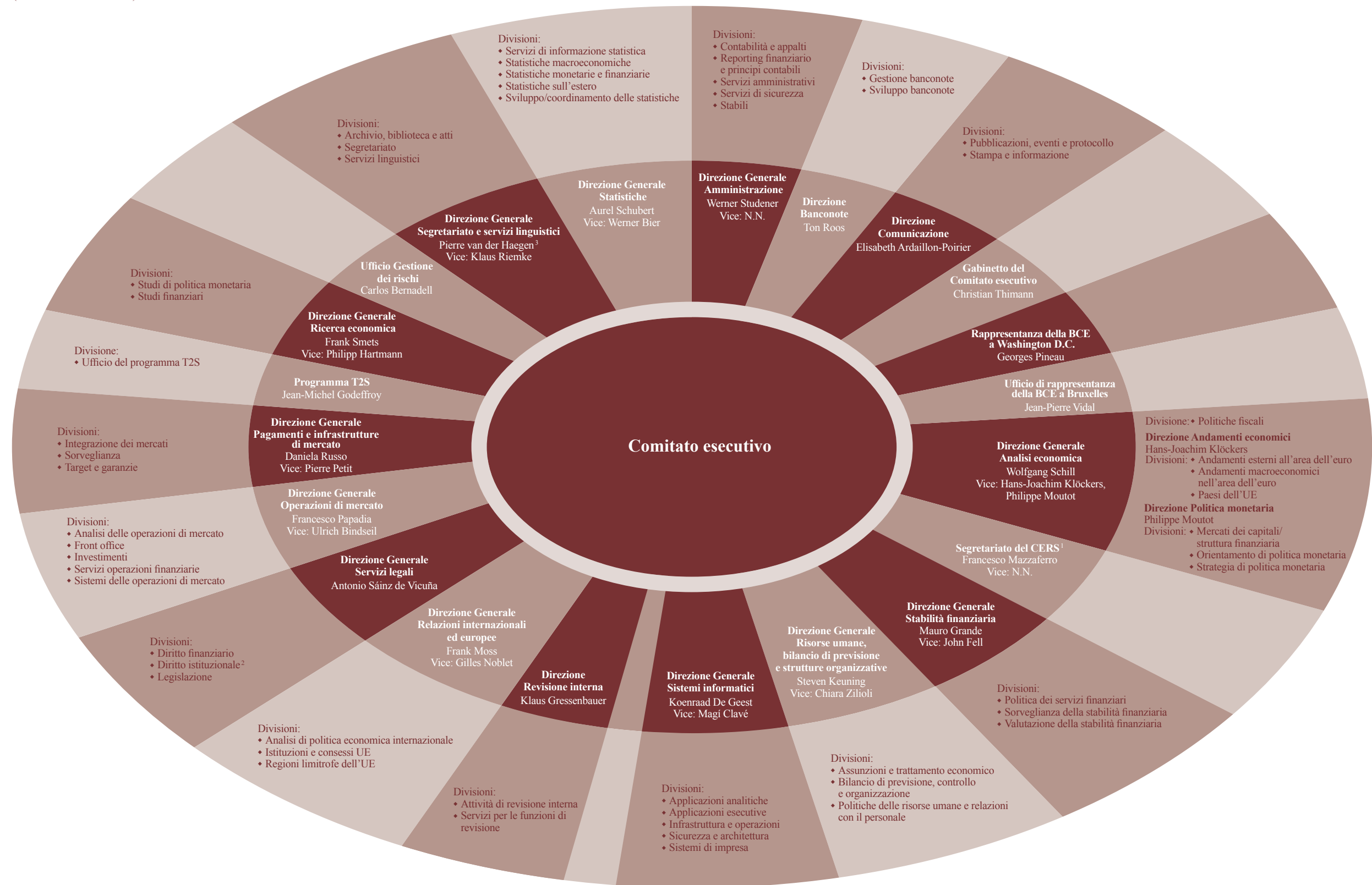
11 In linea con l'impegno della BCE in materia di accesso e trasparenza, la sezione *Archives* è stata aggiunta nel sito Internet della BCE per fornire accesso alla documentazione storica.

la BCE ha modificato la sua Decisione relativa all'accesso del pubblico ai documenti della BCE al fine di tenere conto delle nuove attività in ambito CERS della BCE¹².

Nel 2011 il numero delle richieste di accesso del pubblico è rimasto limitato.

12 Decisione BCE/2011/6 del 9 maggio 2011 che modifica la Decisione BCE/2004/3 sull'accesso del pubblico ai documenti della BCE, GU L 158 del 16.6.2011, pag. 37.

ORGANIGRAMMA DELLA BCE
(al 31 dicembre 2011)



¹ Risponde al Presidente della BCE in quanto Presidente del CERS.

² Include la funzione di protezione dei dati.

³ Segretario del Comitato esecutivo, del Consiglio direttivo e del Consiglio generale.

2 GLI SVILUPPI ORGANIZZATIVI

2.1 LA GESTIONE DELLE RISORSE UMANE

Nel 2011 la BCE ha continuato a sviluppare e attuare politiche di gestione delle risorse umane in quattro ambiti: la cultura operativa, le assunzioni, lo sviluppo professionale e le condizioni di impiego.

CULTURA OPERATIVA

Nel 2011 gli sviluppi attinenti la cultura operativa presso la BCE si sono incentrati sulla diversità e sull'etica professionale. La Banca ha organizzato un *Diversity Forum* ad alto livello in marzo e ha migliorato il monitoraggio regolare delle statistiche concernenti le differenze di genere. Gli sforzi in materia di etica professionale sono stati rivolti a integrare maggiormente il Quadro etico per i membri del personale della BCE nella cultura operativa della Banca.

LE ASSUNZIONI

Al 31 dicembre 2011 l'organico effettivo della BCE risultava pari a 1.609 unità *full-time equivalent* (rispetto a 1.607 al 31 dicembre 2010)¹³. Nel 2011 sono stati offerti in totale 55 nuovi contratti a tempo determinato (limitati per tipologia o convertibili in contratti a tempo indeterminato). Per contro, 38 membri del personale con contratti a tempo determinato o indeterminato hanno lasciato la BCE nello stesso anno (28 nel 2010), a seguito di dimissioni o pensionamento. Inoltre, per coprire assenze di personale inferiori a un anno nel 2011 sono stati sottoscritti 147 contratti a breve termine (in aggiunta ad alcune estensioni di contratto) e sono scaduti 123 contratti a breve termine.

La BCE ha continuato a offrire contratti a breve termine a personale proveniente da BCN e organizzazioni internazionali, alimentando così lo spirito di squadra in seno al SEBC e la cooperazione tra organizzazioni internazionali. Il 31 dicembre 2011 lavoravano alla BCE con varie funzioni 152 dipendenti di BCN e organizzazioni internazionali, ovvero il 4 per cento in meno rispetto al 2010.

Nel settembre 2011 la BCE ha accolto il sesto gruppo di partecipanti nel suo *Graduate*

Programme. I partecipanti, laureati di recente presso importanti università, hanno un ampio bagaglio formativo e ciascuno 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. Al 31 dicembre 2011 la BCE ospitava 108 tirocinanti (17 per cento in più rispetto al 2010). Inoltre, la BCE ha offerto sei borse di ricerca nell'ambito del *Wim Duisenberg Research Fellowship Programme*, aperto a economisti di spicco, e quattro 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 Banca consente a quest'ultima 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 2011 237 dipendenti, inclusi 64 dirigenti e consiglieri, sono stati trasferiti internamente per coprire altre posizioni, su base sia temporanea sia a più lungo termine.

La BCE, come tutte le banche centrali del SEBC, partecipa attivamente al programma di mobilità esterna promosso dalla Conferenza per le risorse umane, che consente alla BCE di distaccare personale presso le 27 BCN dell'UE o importanti organizzazioni internazionali (ad esempio l'FMI e la BRI) per periodi da due a dodici mesi. Nel 2011 sono stati distaccati in totale sei dipendenti nell'ambito di tale programma (nuovi casi). Inoltre, la BCE ha

¹³ Oltre ai contratti basati su posizioni *full-time equivalent*, la cifra include i contratti a breve termine concessi a personale distaccato dalle BCN o da organizzazioni internazionali e quelli dei partecipanti al *Graduate Programme*.

concesso periodi di congedo non retribuito, finalizzati allo studio o all'assunzione di incarichi presso altre organizzazioni, per una durata massima di tre anni, a 27 membri del personale (nuovi casi). A fine dicembre 2011 il numero totale di dipendenti in congedo non retribuito era di 55 (rispetto a 45 nel 2010).

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, sono stati messi a disposizione del personale servizi di *coaching*, e i dipendenti e la dirigenza hanno continuato a usufruire di opportunità formative esterne per far fronte a esigenze formative individuali a carattere più tecnico. Essi hanno inoltre beneficiato di programmi del SEBC oppure offerti dalle BCN. Nel 2011 i dirigenti di primo livello (59 vice capi divisione/sezione) hanno inoltre partecipato a un esercizio strutturato di *feedback* nel cui ambito le loro capacità di gestione e di *leadership* sono state valutate attraverso un questionario compilato da colleghi (collaboratori e pari grado) e controparti esterne, che hanno fornito un *feedback* complessivamente molto positivo. Una fase successiva ha riguardato l'analisi dei risultati con il supporto di *coach* esterni e la stesura di piani d'azione individuali volti a migliorare ulteriormente le prestazioni dei singoli dirigenti.

LA CONFERENZA PER LE RISORSE UMANE

Nel 2011 le attività della Conferenza per le risorse umane (*Human Resources Conference*) e della sua *Task Force* su formazione e sviluppo hanno riguardato svariati aspetti della gestione delle risorse umane, tra cui l'organizzazione di diverse attività formative del SEBC e la mobilità all'interno di quest'ultimo. Ad aprile 2011 è stata creata la *Training and Development Community*, una piattaforma elettronica per l'accesso alle opportunità di formazione e mobilità nell'ambito del SEBC avente lo scopo di migliorare ulteriormente la cooperazione all'interno dello stesso. Per il

2012 il calendario della formazione prevede un totale di 46 sessioni di attività di formazione del SEBC, ospitate da 23 banche centrali. Nel corso dell'anno saranno avviati tre nuovi corsi di formazione del SEBC.

LE CONDIZIONI DI IMPIEGO

Le condizioni di impiego alla BCE sono concepite per attrarre il personale e bilanciarne le esigenze con quelle dell'organizzazione. Nel 2011 la BCE ha rivisto le sue disposizioni sui congedi introducendo un periodo di congedo di paternità più lungo dopo la nascita o l'adozione di un figlio, allungando il periodo di congedo per adozione e riducendo il preavviso minimo per la richiesta di congedo parentale non retribuito e di aspettativa non retribuita. E' stato inoltre istituito un Comitato per la Salute e Sicurezza sul lavoro, al fine di coinvolgere i rappresentanti del personale nelle discussioni riguardanti i problemi di salute e sicurezza alla BCE.

Per quanto concerne le politiche in materia di orario di lavoro, alla fine del 2011 193 dipendenti lavoravano a tempo parziale, un dato in lieve crescita rispetto al 2010. Al 31 dicembre 2011 il numero dei membri del personale in congedo parentale non retribuito era di 33 (contro 24 nel 2010). Il progetto pilota di telelavoro lanciato nel 2008 è proseguito nel 2011. A seguito di una consultazione condotta in parallelo, è stato deciso di trasformare il progetto in una politica permanente che entrerà in vigore il 1° febbraio 2012. In media, circa 309 dipendenti hanno utilizzato il telelavoro ciascun mese, mentre 826 ne hanno fruito almeno una volta nel complesso del 2011.

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 2011 ha tenuto consultazioni e ha scambiato informazioni con rappresentanti del personale in merito a modifiche connesse a remunerazioni, occupazione, condizioni di lavoro, condizioni di

salute e sicurezza e pensioni. In tale contesto, sono state scambiate 219 lettere. La BCE ha inoltre continuato a discutere di questioni occupazionali e sociali in colloqui frequenti con rappresentanti del personale.

Una discussione con il sindacato riconosciuto IPSO¹⁴ ha portato alla firma di un *addendum* al protocollo d'intesa firmato nel 2008 tra la BCE e il sindacato stesso, comprendente diverse disposizioni intese a potenziare ulteriormente il dialogo sociale all'interno della BCE.

2.3 IL DIALOGO SOCIALE NELL'AMBITO DEL SEBC

Il Dialogo sociale nell'ambito del SEBC è un *forum* consultivo cui partecipano la BCE e i rappresentanti del personale provenienti dalle banche centrali del SEBC e dalle federazioni sindacali europee¹⁵. Il suo obiettivo è di fornire informazioni e favorire il dibattito sulle questioni che possono avere un forte impatto sulle condizioni di lavoro nelle banche centrali del SEBC. Queste informazioni sono fornite in una *newsletter* semestrale e in occasione di incontri che si tengono a Francoforte.

Nel 2011 il Dialogo sociale nell'ambito del SEBC si è incentrato sulla stabilità finanziaria, l'organizzazione informatica, la gestione del rischio e la formazione e lo sviluppo del personale all'interno del SEBC/Eurosistema. 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 in marzo e novembre e ha, tra l'altro, identificato i possibili temi da includere all'ordine del giorno delle riunioni del Dialogo sociale all'interno del SEBC.

2.4 L'UFFICIO DI COORDINAMENTO DEGLI ACQUISTI DELL'EUROSISTEMA

L'Ufficio di coordinamento degli acquisti dell'Eurosistema (*Eurosystem Procurement Coordination Office*, EPCO) ha lo scopo di garantire il coordinamento efficiente degli acquisti congiunti di beni e servizi da parte delle banche centrali del SEBC che si sono impegnate a partecipare alle attività dell'EPCO durante il suo primo mandato (2008-12)¹⁶, oltre che di affinare le migliori prassi in materia di acquisti in tali banche centrali. È stata istituita una rete di esperti delle banche centrali in materia di acquisti, che si è incontrata sei volte nel 2011.

Il terzo piano di acquisti comuni dell'EPCO è stato attuato nel 2011. Le procedure congiunte in materia di trasporto aereo per le riunioni del SEBC e di sistemazione alberghiera a livello mondiale sono state rinnovate e quella per l'acquisto comune di servizi di consulenza per i sistemi informatici è stata completata. Inoltre, altre otto procedure congiunte si sono avvicinate alla fase di finalizzazione (con riferimento a *market data provider*, agenzie di *rating* e *information technology*). Nel 2011 l'EPCO ha altresì sostenuto le banche centrali dell'Eurosistema nelle attività connesse con gli acquisti e questo ha dato origine a due progetti del SEBC, il *Common Eurosystem Pricing Hub* e *Target2-Securities*.

2.5 LA NUOVA SEDE DELLA BCE

Nel 2011 i lavori di costruzione dei vari edifici che costituiranno la nuova sede della BCE hanno registrato sensibili progressi; nel mese di febbraio è iniziata la realizzazione delle strutture in elevazione delle torri. Per quanto concerne la

¹⁴ IPSO sta per *International and European Public Services Organisation*.

¹⁵ *Standing Committee of European Central Bank Unions* (SCECBU), *Union Network International – Europa* (UNI – Europa Finance) e *European Federation of Public Service Unions* (EPSU).

¹⁶ Nel 2011 la Magyar Nemzeti Bank, la Narodowy Bank Polski e la Banca Națională a României hanno partecipato alle attività dell'EPCO assieme alle banche centrali dell'Eurosistema.

Grossmarkthalle (gli ex mercati generali), sono state completate le opere strutturali in cemento per la nuova platea di fondazione e quelle per il nuovo piano interrato e il piano terra. Al suo interno sono iniziati i lavori strutturali col criterio del “volume all’interno del volume” (*house-in-house concept*) ed è in corso il restauro della copertura voltata e della facciata con frangisole grigliati in cemento. In primavera è stato avviato il restauro della facciata dell’ala occidentale, mentre in autunno si è concluso quello relativo all’ala orientale. Alla fine dell’estate ha preso il via, nel corpo scala nord, l’installazione di pannelli vetrati negli originali telai metallici restaurati. Sempre in estate sono terminati i lavori strutturali per il parcheggio sotterraneo riservato al personale, mentre le principali opere strutturali per il centro logistico sono finite in autunno. Sono altresì proseguiti i lavori strutturali per entrambi i punti di controllo degli accessi. Alla fine del 2011 è iniziata la realizzazione della struttura in acciaio del corpo d’ingresso che collegherà la Grossmarkthalle con le torri.

Nel mese di febbraio 2011 l’impresa Ed. Züblin AG si è aggiudicata il contratto per il completamento delle strutture in elevazione delle torri. Dall’autunno alla fine dell’anno i lavori sono avanzati al ritmo di un piano alla settimana, fino a raggiungere il ventunesimo piano per entrambe le torri. Nel mese di novembre 2011 sono state installate le prime grandi travi in acciaio nello spazio tra le due torri per uffici.

Le gare per i contratti delle opere di completamento – per un ammontare approssimativamente pari al 20 per cento dei costi di realizzazione – sono state bandite nell’estate del 2010. Si tratta principalmente di opere di finitura e di sistemazione degli spazi esterni. I relativi contratti sono stati aggiudicati tra i mesi di maggio e dicembre 2011. Anche questo gruppo di gare, come già avvenuto in precedenza, è stato aggiudicato nel rispetto dei tempi e degli importi stanziati. La data di chiusura dei lavori, prevista per la fine del 2013,

rimane invariata e, conseguentemente, la BCE si trasferirà nella nuova sede nel 2014.

2.6 LE TEMATICHE AMBIENTALI

La BCE intende fare un uso razionale delle risorse naturali per preservare la qualità dell’ambiente e tutelare la salute umana. Ha definito una politica ambientale e si è impegnata a migliorare costantemente la propria *performance* ambientale e a ridurre al minimo l’impronta ecologica. Al fine di perseguire in maniera sistematica l’obiettivo di sostenibilità ambientale, la BCE si è dotata di un Sistema di Gestione Ambientale (*Environmental Management System*) conforme allo standard internazionale EN ISO 14001 e al Regolamento (CE) n.1221/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio sull’adesione volontaria delle organizzazioni a un sistema comunitario di ecogestione e *audit*. Nel 2011, il Sistema di Gestione Ambientale ha superato con successo il primo *audit* di certificazione. Un confronto tra i dati del 2009 e quelli del 2010 rivela che nel biennio le emissioni di anidride carbonica si sono ridotte di un ulteriore 7,8 per cento. Poiché le emissioni provengono principalmente dalla produzione di elettricità e dalla climatizzazione invernale ed estiva, la BCE è passata a utilizzare energia elettrica proveniente al 100% da fonti energetiche rinnovabili locali (idroelectriche, dal fiume Meno) e ha avviato i lavori di miglioramento degli impianti tecnologici della sede principale. Fra il 2008 e la fine del 2011 le emissioni di anidride carbonica generate dalla BCE sono diminuite di circa un terzo.

Inoltre, nell’ambito del programma ambientale implementato dalla BCE, sono state introdotte ulteriori misure allo scopo di migliorare costantemente la *performance* ambientale. È stata realizzata una guida agli acquisti sostenibili ed è stata varata una fase pilota di attuazione. Nel mese di ottobre 2011 si è tenuta una “giornata verde” per informare i dipendenti in merito alla politica ambientale della BCE e per esortarli a fornire un contributo attivo. Particolare attenzione viene prestata all’introduzione

delle caratteristiche più avanzate in materia di sostenibilità nei piani di gestione e manutenzione della nuova sede della BCE.

2.7 LA GESTIONE DEI SERVIZI DI INFORMATION TECHNOLOGY

Il portafoglio di progetti della Direzione Generale Sistemi informatici si è concentrato in particolare sul completamento delle soluzioni tecniche necessarie per sostenere il funzionamento del Segretariato del Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS) e apportare modifiche urgenti a diversi sistemi informatici con lo scopo di favorire l'attuazione delle decisioni adottate come conseguenza della crisi finanziaria. Sono state assunte ulteriori iniziative per fornire un migliore supporto alla gestione delle attività di riserva, dei fondi propri, delle operazioni di politica monetaria e del collaterale da parte della BCE. È inoltre continuato il lavoro sul rafforzamento del supporto e della manutenzione delle applicazioni statistiche e delle applicazioni a sostegno dei processi aziendali e della gestione di documenti e registrazioni. Al tempo stesso la BCE ha investito risorse nel rafforzamento della sicurezza operativa e ha collaborato con le altre banche centrali all'offerta o alla manutenzione delle applicazioni aziendali.

Infine, i processi interni sono stati oggetto di una nuova valutazione da parte dei revisori esterni e le certificazioni ISO 9001:2008 e ISO/IEC 20000 sono state confermate, mentre la procedura relativa alla certificazione ISO/IEC 27001 è ancora in corso.



Una volta ultimata, la nuova sede della BCE arricchirà il profilo urbano della città di Francoforte sul Meno.

La sommità della struttura a sviluppo verticale sarà completata nel 2012; nella seconda metà dell'anno si terrà una cerimonia per celebrare il raggiungimento di questo traguardo. Contestualmente proseguiranno i lavori sulla facciata e continuerà l'installazione dell'infrastruttura tecnica. La facciata, efficiente sotto il profilo energetico, sarà di colore grigio con tenui riflessi sul verde; la superficie non avrà finitura a specchio. Questa soluzione è stata scelta affinché il complesso architettonico si integri nell'ambiente circostante. L'approntamento dell'infrastruttura tecnica include la realizzazione degli impianti di riscaldamento e raffreddamento, la cablatura elettrica e infine l'allestimento degli interni.

IL BILANCIO

RELAZIONE SULLA GESTIONE PER L'ESERCIZIO TERMINATO IL 31 DICEMBRE 2011

1 ATTIVITÀ SVOLTE

Le attività svolte nel 2011 dalla Banca centrale europea sono illustrate in dettaglio nei capitoli attinenti di questo Rapporto.

2 OBIETTIVI E COMPITI

Gli obiettivi e i compiti assegnati alla BCE sono definiti nello Statuto del SEBC (articoli 2 e 3). Un quadro dei risultati ottenuti sulla base di tali obiettivi è contenuto nella Prefazione di questo Rapporto.

3 PRINCIPALI RISORSE, RISCHI E PROCESSI

GOVERNANCE DELLA BCE

Gli organi decisionali della BCE sono il Comitato esecutivo, il Consiglio direttivo e il Consiglio generale.

Il quadro di *governance* della BCE include molteplici dispositivi di controllo interni ed esterni. Nell'ambito dei controlli esterni, la Corte dei conti europea effettua un esame dell'efficienza operativa della gestione della BCE, mentre un revisore esterno viene designato per la verifica del bilancio. Per rafforzare l'indipendenza del revisore esterno, la BCE nomina una diversa società ogni cinque anni.

Nel quadro del sistema dei controlli interni 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. Nel 2007 il Consiglio direttivo ha istituito un Comitato di *audit* della BCE per rafforzarne ulteriormente la *governance* interna. Il comitato assiste il Consiglio direttivo per

quanto concerne le sue competenze in merito all'integrità delle informazioni finanziarie, alla supervisione sui controlli interni e all'assolvimento delle funzioni di revisione della BCE e dell'Eurosistema.

Per dare rilievo al ruolo maggiormente significativo della funzione di gestione dei rischi e in linea con le migliori prassi, nel luglio 2011 la BCE ha riorganizzato la Divisione Gestione dei rischi ponendola in posizione di indipendenza e convertendola in Ufficio Gestione dei rischi. Quest'ultimo è responsabile del quadro di riferimento per la gestione dei rischi applicabile a tutte le operazioni sui mercati finanziari svolte dalla BCE; inoltre, esso è tenuto a monitorare e valutare l'assetto operativo dell'Eurosistema per la politica monetaria e del cambio e a proporre miglioramenti sotto il profilo della gestione dei rischi.

Un quadro etico complessivo applicabile al personale della BCE, aggiornato regolarmente, fornisce indirizzi e stabilisce convenzioni, standard e termini di riferimento. Tutti i membri del personale devono mantenere elevati standard di comportamento deontologico nell'assolvimento dei propri doveri, nonché nelle relazioni con le BCN, le autorità pubbliche, gli operatori di mercato, i rappresentanti degli organi di informazione e la totalità dei cittadini. Due ulteriori codici di condotta vertono specificamente sul regime deontologico applicabile agli organi decisionali della BCE. Un Funzionario responsabile per l'etica nominato dal Comitato esecutivo assicura un'interpretazione coerente delle regole applicabili ai suoi membri e al personale, mentre un Consigliere per l'etica professionale è stato designato dal Consiglio direttivo affinché fornisca ai suoi membri indirizzi su aspetti relativi alla condotta professionale.

Il tema della *governance* della BCE viene approfondito nella sezione 1 del capitolo 7 di questo Rapporto.

MEMBRI DEL COMITATO ESECUTIVO

I membri del Comitato esecutivo sono scelti tra personalità di riconosciuta levatura ed esperienza professionale nel settore monetario o bancario; sono nominati dal Consiglio europeo su raccomandazione del Consiglio dell'UE, previa consultazione del Parlamento europeo e del Consiglio direttivo della BCE.

Le condizioni e le modalità di impiego dei membri del Comitato esecutivo sono stabilite dal Consiglio direttivo su proposta di un comitato comprendente tre membri nominati dal Consiglio direttivo e tre membri designati dal Consiglio dell'UE.

Gli emolumenti corrisposti ai membri del Comitato esecutivo sono riportati nella nota 30, *Spese per il personale*, del Bilancio.

RISORSE UMANE

La BCE è pienamente consapevole dell'importanza di portare avanti un dialogo costruttivo con il personale. Nel 2011 ha continuato a elaborare e attuare politiche di gestione delle risorse umane in quattro ambiti: cultura lavorativa, assunzioni, sviluppo professionale e condizioni di impiego. Per quanto concerne la cultura lavorativa della BCE, gli sviluppi si sono ancora incentrati sui temi della diversità e dell'etica professionale. La BCE ha organizzato un consesso di alto livello sulla diversità nel marzo 2011 e ha arricchito il regolare monitoraggio dei dati sulla diversità di genere.

Le misure di mobilità e sviluppo del personale restano 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.

Il numero medio dei dipendenti (equivalenti a tempo pieno) titolari di un contratto con la BCE¹

è aumentato da 1.565 nel 2010 a 1.601 nel 2011. A fine 2011 l'organico ammonta a 1.609 unità. Per ulteriori informazioni si rimanda alla nota 30, *Spese per il personale*, del Bilancio e alla sezione 2 del capitolo 7 di questo Rapporto, che approfondisce anche gli sviluppi nel settore della gestione delle risorse umane.

MODALITÀ DI GESTIONE DEI RISCHI RELATIVE ALLE ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO E AI PORTAFOGLI DI POLITICA MONETARIA DELLA BCE

La BCE ha due tipi di portafogli di investimento: quello delle riserve ufficiali e quello detenuto a fronte dei fondi propri. Inoltre, essa detiene titoli a fini di politica monetaria, acquisiti nell'ambito del Programma per il mercato dei titoli finanziari e dei due Programmi per l'acquisto di obbligazioni garantite. I diversi fini e obiettivi dei portafogli di investimento e di politica monetaria della BCE, nonché le prassi di gestione dei relativi rischi sono descritti approfonditamente nella sezione 1 del capitolo 2 di questo Rapporto.

La BCE è esposta a rischi finanziari (di credito, di mercato e di liquidità) sui portafogli di investimento e sui titoli acquistati a fini di politica monetaria. Essa segue da vicino e misura tali rischi costantemente, intervenendo ove opportuno per mitigarli; a questo scopo applica quadri di riferimento per la gestione dei rischi. Tali quadri di riferimento tengono conto degli obiettivi e dei fini per i quali i portafogli sono detenuti e delle preferenze in termini di esposizione al rischio formulate dagli organi decisionali della BCE; inoltre, essi includono criteri di idoneità e un sistema di limiti all'esposizione.

¹ 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.

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

A dicembre 2010 la BCE ha deciso di incrementare di 5 miliardi di euro il proprio capitale sottoscritto, da 5,8 a 10,8 miliardi di euro. La decisione è scaturita da una valutazione avviata nel 2009 sull'adeguatezza del capitale previsto dallo Statuto. L'incremento è stato ritenuto appropriato in considerazione della maggiore volatilità dei tassi di cambio, dei tassi di interesse e delle quotazioni dell'oro, nonché dell'esposizione della BCE al rischio di credito. Per agevolare i trasferimenti di capitale a favore della BCE, il Consiglio direttivo ha stabilito che le BCN dei paesi dell'area dell'euro avrebbero versato gli apporti di capitale aggiuntivi in tre rate annuali di pari ammontare a dicembre 2010, 2011 e 2012.

A seguito dell'adozione della moneta unica da parte dell'Estonia il 1° gennaio 2011, la Eesti Pank ha corrisposto in tale data un importo di 13 milioni di euro, comprensivo della prima rata del proprio contributo all'aumento del capitale sottoscritto della BCE dovuta a fine dicembre 2010.

Il 28 dicembre 2011 le BCN dei paesi dell'area dell'euro, inclusa la Eesti Pank, hanno versato la seconda rata del rispettivo contributo all'incremento del capitale sottoscritto della BCE, pari a 1.166 milioni di euro.

Per effetto dei suddetti pagamenti, al 31 dicembre 2011 il capitale versato della BCE è pari a 6.484 milioni di euro. 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 DI INTERESSE, DI CREDITO E DI PREZZO DELL'ORO

Poiché la maggior parte delle attività e passività della BCE è valutata periodicamente ai tassi di cambio correnti e ai prezzi di mercato dei titoli, la redditività della BCE risente fortemente dell'esposizione ai rischi di cambio e, in misura minore, di tasso di interesse. Tale esposizione è principalmente connessa alle consistenze di oro e riserve ufficiali in dollari statunitensi e yen giapponesi, per lo più investite in strumenti finanziari fruttiferi.

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 di 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.

L'entità del fondo e l'esigenza stessa di continuare a disporre sono riesaminate con cadenza annuale alla luce di una serie di fattori, fra cui in particolare l'ammontare di attività rischiose detenute, la misura in cui l'esposizione ai rischi si è concretizzata nell'esercizio finanziario corrente, i risultati previsti per l'esercizio successivo e una valutazione dei

rischi che prevede il calcolo per le attività rischiose dei relativi valori a rischio (VaR), condotta in modo coerente nel corso del tempo. L'ammontare del fondo di accantonamento, sommato a qualsiasi importo detenuto nel fondo di riserva generale della BCE, non può superare il valore del capitale versato dalle BCN dei paesi dell'area dell'euro.

Al 31 dicembre 2010 il fondo di accantonamento per i rischi di cambio, di tasso di interesse, di credito e di prezzo dell'oro ammontava a 5.184 milioni di euro. In conformità con l'articolo 48.2 dello Statuto del SEBC, la Eesti Pank vi ha contribuito per un importo di 13 milioni di euro con effetto dal 1° gennaio 2011. Inoltre, dopo aver considerato i risultati della valutazione dei rischi, il Consiglio direttivo ha deciso un ulteriore incremento del fondo a 6.363 milioni di euro al 31 dicembre 2011, ammontare che rappresenta attualmente il limite massimo consentito.

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 2011

Il reddito netto della BCE per il 2011, prima del trasferimento di 1.166 milioni di euro al fondo di accantonamento, ammonta a 1.894 milioni di euro (1.334 milioni nel 2010). L'utile netto di 728 milioni di euro, risultante dopo tale trasferimento, è stato distribuito alle BCN dei paesi dell'area dell'euro.

Nel 2011 gli interessi attivi netti risultano pari a 1.999 milioni di euro, registrando un incremento rispetto ai 1.422 milioni del 2010 riconducibile in particolare a due fattori: il reddito aggiuntivo

derivante dal portafoglio acquistato nel quadro del Programma per il mercato dei titoli finanziari e l'aumento degli interessi attivi generati dalla quota della BCE sul totale delle banconote in euro in circolazione, dovuto al più elevato tasso medio applicato dall'Eurosistema nelle aste delle operazioni di rifinanziamento principali nel 2011.

Nel 2011 gli utili netti realizzati su operazioni finanziarie sono diminuiti lievemente rispetto all'esercizio precedente, passando da 474 a 472 milioni di euro. L'incremento degli utili netti in cambi su vendite di valuta, connesso principalmente alle cessioni di yen giapponesi nel contesto della partecipazione della BCE all'intervento internazionale concertato nei mercati valutari a marzo 2011, è stato compensato dalla riduzione degli utili netti da negoziazione realizzati su vendite di titoli.

Le svalutazioni, ascrivibili soprattutto a perdite non realizzate in titoli che sono iscritti in bilancio al loro valore di mercato di fine anno, ammontano a 157 milioni di euro nel 2011, rispetto a 195 milioni nel 2010.

A fine 2010 le plusvalenze non realizzate sul portafoglio valutario, principalmente in dollari statunitensi e in yen giapponesi, ammontavano a 6.271 milioni di euro, mentre le plusvalenze non realizzate su oro erano pari a 13.079 milioni di euro. Nel 2011 il deprezzamento dell'euro rispetto allo yen giapponese e al dollaro statunitense ha dato luogo a un incremento (a 7.976 milioni di euro) delle plusvalenze non realizzate sul portafoglio valutario, mentre l'aumento del prezzo dell'oro nel corso del 2011 ha generato plusvalenze non realizzate per 15.718 milioni di euro. In linea con i criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio dell'Eurosistema, tali plusvalenze sono state iscritte nei conti di rivalutazione.

A fine esercizio non sono state registrate perdite durevoli di valore. Per quanto concerne i titoli di Stato greci acquistati dalla BCE nel quadro del Programma per il mercato dei titoli finanziari, si è ritenuto che l'iniziativa volta alla

partecipazione del settore privato annunciata nel 2011 non determinasse variazioni dei futuri flussi di cassa contrattuali sulle consistenze detenute dalla BCE, poiché essa è stata concepita ai fini della ristrutturazione facoltativa del debito detenuto dal settore privato.

Rispetto all'esercizio precedente, nel 2011 le spese di amministrazione totali della BCE, inclusi gli ammortamenti, sono aumentate da 415 a 442 milioni di euro. Gran parte delle spese sostenute per la costruzione della nuova sede della BCE è stata capitalizzata ed è esclusa da questa voce.

STATO PATRIMONIALE AL 31 DICEMBRE 2011

ATTIVO	NOTA N.	2011 €	2010 €
Oro e crediti in oro	1	19.643.678.205	17.015.600.109
Crediti denominati in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro	2		
Crediti verso l'FMI	2.1	664.189.254	414.722.811
Conti presso banche e investimenti in titoli, prestiti esteri e altre attività sull'estero	2.2	40.763.380.487	39.298.995.950
		41.427.569.741	39.713.718.761
Crediti denominati in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro	2.2	4.827.713.607	4.326.557.549
Crediti denominati in euro verso non residenti nell'area dell'euro	3		
Conti presso banche, investimenti in titoli e prestiti	3.1	1.456.000.000	1.800.000.000
Altri crediti denominati in euro verso enti creditizi dell'area dell'euro	4	204.931.400	33.368.000
Titoli denominati in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	5		
Titoli detenuti ai fini della politica monetaria	5.1	22.819.128.768	17.925.976.508
Crediti interni all'Eurosistema	6		
Crediti derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema	6.1	71.090.081.710	67.176.191.390
Altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti)	6.2	49.393.103.654	0
		120.483.185.364	67.176.191.390
Altre attività	7		
Immobilizzazioni materiali e immateriali	7.1	441.349.493	281.925.625
Altre attività finanziarie	7.2	16.040.825.454	13.249.960.731
Differenze da valutazione su operazioni "fuori bilancio"	7.3	264.245.011	147.260.366
Ratei e risconti attivi	7.4	1.861.875.764	1.319.491.653
Varie	7.5	1.400.781.867	532.963.278
		20.009.077.589	15.531.601.653
Totale attivo		230.871.284.674	163.523.013.970

PASSIVO	NOTA N.	2011 €	2010 €
Banconote in circolazione	8	71.090.081.710	67.176.191.390
Altre passività denominate in euro verso enti creditizi dell'area dell'euro	9	204.926.300	33.363.000
Passività denominate in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	10		
Altre passività	10.1	1.056.000.000	1.072.000.000
Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro	11	77.116.620.293	1.201.602.021
Passività denominate in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro	12		
Depositi, conti di natura diversa e altre passività	12.1	406.665.121	478.028.926
Passività interne all'Eurosistema	13		
Passività equivalenti al trasferimento di riserve ufficiali	13.1	40.307.572.893	40.204.457.215
Altre passività nell'ambito dell'Eurosistema (nette)	6.2	0	21.225.255.926
		40.307.572.893	61.429.713.141
Altre passività	14		
Differenze da valutazione su operazioni "fuori bilancio"	14.1	869.160.478	568.235.002
Ratei e risconti passivi	14.2	1.251.205.972	749.630.881
Varie	14.3	623.759.817	494.466.366
		2.744.126.267	1.812.332.249
Accantonamenti	15	6.407.941.415	5.216.716.613
Conti di rivalutazione	16	24.324.930.772	19.626.699.159
Capitale e riserve	17		
Capitale	17.1	6.484.283.669	5.305.536.076
Utile dell'esercizio		728.136.234	170.831.395
Totale passivo		230.871.284.674	163.523.013.970

CONTO ECONOMICO PER L'ESERCIZIO TERMINATO IL 31 DICEMBRE 2010

	NOTA N.	2011 €	2010 €
Interessi attivi sulle riserve ufficiali	24.1	290.220.291	366.179.478
Interessi attivi derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema	24.2	856.392.005	653.509.659
Altri interessi attivi	24.4	8.331.260.026	4.796.498.245
<i>Interessi attivi</i>		<i>9.477.872.322</i>	<i>5.816.187.382</i>
Remunerazione dei crediti delle BCN relativamente alle riserve ufficiali trasferite	24.3	(433.970.898)	(346.484.251)
Altri interessi passivi	24.4	(7.044.498.398)	(4.047.227.079)
<i>Interessi passivi</i>		<i>(7.478.469.296)</i>	<i>(4.393.711.330)</i>
Interessi attivi netti	24	1.999.403.026	1.422.476.052
Utili e perdite realizzati rivenienti da operazioni finanziarie	25	472.219.229	474.313.327
Svalutazioni di attività e di posizioni finanziarie	26	(157.457.283)	(195.213.437)
Accantonamenti ai/utilizzi dei fondi per i rischi di cambio, di tasso di interesse, di credito e di prezzo dell'oro		(1.166.175.000)	(1.163.191.667)
Risultato netto di operazioni finanziarie, svalutazioni e trasferimenti ai/dai fondi rischi		(851.413.054)	(884.091.777)
Spese nette per provvigioni e commissioni	27	(1.980.780)	(1.409.017)
Proventi da azioni e partecipazioni	28	1.048.891	2.612.858
Altri proventi	29	23.122.157	46.537.026
Proventi totali netti		1.170.180.240	586.125.142
Spese per il personale	30	(216.065.185)	(196.470.934)
Spese di amministrazione	31	(208.017.979)	(196.636.534)
Ammortamento di immobilizzazioni materiali e immateriali		(11.488.672)	(13.601.111)
Servizi di produzione di banconote	32	(6.472.170)	(8.585.168)
Utile dell'esercizio		728.136.234	170.831.395

Francoforte sul Meno, 28 febbraio 2012

BANCA CENTRALE EUROPEA

Mario Draghi
Presidente

CRITERI DI RILEVAZIONE CONTABILE E DI REDAZIONE DEL BILANCIO¹

FORMA E PRESENTAZIONE DEL BILANCIO

Il bilancio della BCE è stato predisposto in modo da rappresentare correttamente la situazione patrimoniale e finanziaria della BCE e il risultato economico di esercizio. Esso è conforme ai principi e criteri contabili² di seguito delineati, che il Consiglio direttivo della BCE ritiene adeguati alla natura dell'attività di una banca centrale.

PRINCIPI CONTABILI

Sono stati applicati i seguenti principi contabili: trasparenza e aderenza alla realtà economica, prudenza, considerazione degli eventi successivi alla data di riferimento del bilancio, rilevanza, prospettiva della continuazione dell'attività (cosiddetta "azienda in funzionamento"), competenza, coerenza e comparabilità.

RILEVAZIONE DELLE ATTIVITÀ E DELLE PASSIVITÀ

Un'attività o una passività è iscritta nello stato patrimoniale solo quando è probabile che i futuri benefici economici ad essa connessi affluiscono alla o defluiscono dalla BCE, sostanzialmente tutti i rischi e i benefici associati sono stati trasferiti alla BCE e il costo o il valore dell'attività ovvero l'ammontare dell'obbligazione può essere misurato in modo attendibile.

CRITERI GENERALI

Il bilancio è stato redatto sulla base dei costi storici adeguati per effettuare la valutazione a prezzi di mercato dei titoli negoziabili (diversi da quelli classificati come detenuti fino a scadenza), dell'oro e di tutte le altre attività e passività di bilancio e "fuori bilancio" denominate in valuta estera. Le operazioni su attività e passività finanziarie sono iscritte alla data di regolamento.

Ad eccezione delle operazioni a pronti in titoli, le operazioni su strumenti finanziari denominati in valuta estera sono registrate in conti "fuori bilancio" alla data di contrattazione.

Alla data di regolamento le registrazioni "fuori bilancio" sono stornate e le operazioni vengono iscritte in bilancio. Gli acquisti e le vendite di valuta estera incidono sulla posizione netta in valuta alla data di contrattazione; gli utili o le perdite realizzati generati dalle vendite sono altresì calcolati alla data di contrattazione. Gli interessi, i premi e gli sconti maturati sugli strumenti finanziari denominati in valuta estera sono calcolati e registrati su base giornaliera e, pertanto, incidono giornalmente sulla posizione in valuta.

ORO E ATTIVITÀ E PASSIVITÀ IN VALUTA ESTERA

Le attività e le passività denominate in valuta estera sono convertite in euro al tasso di cambio vigente nel giorno di chiusura del bilancio, mentre per le rendite e le spese si utilizza il tasso di cambio in essere alla data della loro rilevazione. La valutazione di queste attività e passività viene effettuata separatamente per ogni divisa, considerando sia le poste di bilancio sia quelle "fuori bilancio".

La valutazione al prezzo di mercato viene condotta distintamente da quella al tasso di cambio.

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 2011 è stato calcolato con riferimento al tasso di cambio dell'euro nei confronti del dollaro statunitense al 30 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) convertite in euro al 30 dicembre 2011.

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 2011 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 esposte 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 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

rilevate nello stato patrimoniale soltanto nel caso in cui la garanzia venga fornita in contanti presso un conto della BCE. Nel 2011 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

In linea di principio, 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

I saldi intra-SEBC sono riconducibili ai pagamenti transfrontalieri in euro interni all’UE

regolati in moneta di banca centrale. Queste operazioni, disposte per la maggior parte da soggetti privati (quali enti creditizi, società e persone fisiche), sono regolate in Target2, il sistema transeuropeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale (cfr. il capitolo 2), e danno origine a saldi bilaterali nei conti Target2 delle banche centrali degli Stati membri dell’UE. Questi saldi sono compensati per novazione con la BCE su base giornaliera e, pertanto, ogni BCN presenta un’unica posizione bilaterale netta verso la sola BCE. Tale posizione, appostata nei conti della BCE, costituisce il credito o debito netto di ciascuna BCN nei confronti del resto del SEBC. I saldi interni all’Eurosistema delle BCN dei paesi dell’area dell’euro verso la BCE derivanti da Target2, nonché gli altri saldi interni all’Eurosistema denominati in euro (fra cui i conferimenti provvisori dell’utile alle BCN) sono esposti nella situazione patrimoniale della BCE in un’unica posizione netta attiva o passiva e imputati alla voce “Altri crediti nell’ambito dell’Eurosistema (netti)” oppure “Altre passività nell’ambito dell’Eurosistema (nette)”. I saldi intra-SEBC delle BCN dei paesi non appartenenti all’area dell’euro nei confronti della BCE, derivanti dalla loro adesione a Target2³, sono iscritti alla voce “Passività denominate in euro verso non residenti nell’area dell’euro”.

I saldi interni all’Eurosistema rivenienti dall’allocazione delle banconote in euro nell’ambito dell’Eurosistema confluiscono in un’unica posizione netta attiva, alla voce “Crediti derivanti dall’allocazione delle banconote in euro all’interno dell’Eurosistema” (cfr. la sezione *Banconote in circolazione* nelle presenti note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

I saldi interni all’Eurosistema derivanti dal trasferimento di riserve ufficiali alla BCE da parte delle BCN dell’Eurosistema sono

3 Al 31 dicembre 2011 partecipano a Target2 le seguenti BCN di paesi non appartenenti all’area dell’euro: Българска народна банка (Banca nazionale di Bulgaria), Danmarks Nationalbank, Latvijas Banka, Lietuvos bankas, Narodowy Bank Polski e Banca Națională a României.

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 tecnici	4 o 10 anni
Mobili e attrezzature all'interno degli edifici	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, ALTRI BENEFICI SUCCESSIVI AL RAPPORTO DI LAVORO E ALTRI BENEFICI A LUNGO TERMINE

La BCE applica per il personale un piano a benefici definiti che viene finanziato attraverso le attività detenute in un apposito fondo a lungo termine.

I contributi obbligatori della BCE e del personale sono pari rispettivamente al 18 e al 6 per cento dello stipendio base. Il personale può versare ulteriori contributi volontari in un fondo a contribuzione definita utilizzabile per l'erogazione di prestazioni integrative⁴.

Stato patrimoniale

La voce del passivo relativa al piano a benefici definiti iscritta nello stato patrimoniale rappresenta il valore attuale dell'obbligazione a benefici definiti alla data di riferimento del bilancio, *meno* il *fair value* (valore equo) delle attività a servizio del piano utilizzate per il finanziamento dell'obbligazione, con una correzione per tenere conto degli utili o delle perdite attuariali non rilevati.

L'obbligazione a benefici definiti viene calcolata su base annuale da attuari indipendenti, con il metodo della proiezione del credito unitario. Il valore corrente dell'obbligazione a benefici definiti è calcolato mediante attualizzazione dei flussi finanziari stimati per il futuro, utilizzando un tasso determinato sui rendimenti di mercato, alla data di riferimento del bilancio, relativi a obbligazioni societarie di elevata qualità denominate in euro e caratterizzate da un profilo delle scadenze simile a quello dell'obbligazione pensionistica.

Utili e perdite attuariali possono derivare da rettifiche basate sull'esperienza passata (laddove vi siano differenze tra le precedenti ipotesi attuariali e quanto si è effettivamente verificato) e da modifiche delle ipotesi attuariali.

Conto economico

L'ammontare netto iscritto nel conto economico comprende:

- (a) il costo previdenziale derivante dalle prestazioni di lavoro correnti a carico dell'esercizio;

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.

- (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.

Benefici non finanziati

Per i membri del Comitato esecutivo della BCE i benefici successivi al rapporto di lavoro e altri benefici a lungo termine non sono finanziati attraverso specifiche attività; ciò avviene anche per i benefici successivi al rapporto di lavoro diversi dalle pensioni e altri benefici a lungo termine del personale. I costi attesi di tali prestazioni sono determinati sulla durata del mandato dei membri o sulla durata del rapporto di lavoro del personale, seguendo un approccio contabile simile a quello applicabile ai piani pensionistici a benefici definiti. Gli utili e le perdite attuariali sono rilevati secondo le modalità descritte nella sezione *Conto economico*.

Questi importi sono valutati annualmente da attuari indipendenti per determinare le passività appropriate da iscrivere in bilancio.

BANCONOTE IN CIRCOLAZIONE

L'emissione delle banconote in euro spetta alla BCE e alle BCN dell'area dell'euro, che assieme costituiscono l'Eurosistema⁵. L'ammontare complessivo dei biglietti in euro in circolazione è ripartito fra le banche centrali dell'Eurosistema l'ultimo giorno lavorativo di ogni mese sulla base dello schema di allocazione delle banconote⁶.

Alla BCE è stata attribuita una quota pari all'8 per cento del valore totale dei biglietti in euro in circolazione, che viene iscritta nello stato patrimoniale alla voce "Banconote in circolazione" del passivo. La quota della BCE sul totale delle banconote in euro emesse trova contropartita nei crediti nei confronti delle BCN. Tali crediti, di natura fruttifera⁷, sono esposti alla voce "Crediti interni all'Eurosistema: crediti derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema" (cfr. la sezione *Saldi intra-SEBC e saldi interni all'Eurosistema* nelle presenti note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio). Gli interessi attivi confluiscono nella voce "Interessi attivi netti".

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

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.

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, e successive modifiche.

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 di interesse, di credito e di prezzo dell'oro. Il Consiglio direttivo può inoltre decidere di dedurre dal reddito riveniente dalle banconote in euro in circolazione i costi sopportati dalla BCE per l'emissione e la gestione operativa dei biglietti in euro.

ALTRE INFORMAZIONI

In considerazione del ruolo svolto dalla BCE quale banca centrale, il Comitato esecutivo ritiene che la pubblicazione del rendiconto sui flussi di cassa non fornirebbe informazioni aggiuntive di rilievo.

Ai sensi dell'articolo 27 dello Statuto del SEBC e sulla base di una raccomandazione del Consiglio direttivo, il Consiglio dell'UE ha approvato la designazione della PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft quale revisore esterno della BCE per un periodo di cinque anni che si concluderà al termine dell'esercizio finanziario 2012.

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

I ORO E CREDITI IN ORO

Al 31 dicembre 2011 la BCE detiene 16.142.871 onces⁹ di oro fino, rispetto a 16.122.143 onces nel 2010. L'incremento di questa voce è dovuto principalmente al conferimento alla BCE di 20.728 onces di oro fino¹⁰ da parte della Eesti Pank, effettuato, ai sensi dell'articolo 30.1 dello Statuto del SEBC, all'atto dell'adozione della moneta unica da parte dell'Estonia. Inoltre, sono state rilevate lievi differenze di peso riconducibili al programma di sostituzione che la BCE ha avviato nel 2010. Tuttavia, il controvalore in euro delle consistenze in oro fino della BCE è aumentato soprattutto a causa dell'incremento significativo del prezzo dell'oro nel corso del 2011 (cfr. la sezione *Oro e attività e passività in valuta estera* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio e la nota 16, *Conti di rivalutazione*).

2 CREDITI DENOMINATI IN VALUTA ESTERA VERSO RESIDENTI E NON RESIDENTI NELL'AREA DELL'EURO

2.1 CREDITI VERSO L'FMI

Questa voce dell'attivo rappresenta la quota detenuta dalla BCE di DSP al 31 dicembre 2011, risultante da un accordo di scambio con il Fondo monetario internazionale (FMI) in base al quale quest'ultimo è autorizzato a eseguire operazioni di vendita e acquisto di DSP contro euro, per conto della BCE, entro un livello minimo e uno massimo di quote detenute. A fini contabili i DSP sono assimilati a una divisa estera (cfr. la sezione *Oro e attività e passività in valuta estera* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

2.2 CONTI PRESSO BANCHE E INVESTIMENTI IN TITOLI, PRESTITI ESTERI E ALTRE ATTIVITÀ SULL'ESTERO E CREDITI DENOMINATI IN VALUTA ESTERA VERSO RESIDENTI NELL'AREA DELL'EURO

Queste due poste sono rappresentate da conti presso banche e prestiti denominati in valuta

estera, nonché da investimenti in titoli denominati in dollari statunitensi e yen giapponesi.

<i>Crediti verso non residenti nell'area dell'euro</i>	2011 €	2010 €	Variazione €
Conti correnti	967.861.820	1.415.134.235	(447.272.415)
Depositi del mercato monetario	598.657.080	881.467.443	(282.810.363)
Operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine	623.065.152	54.632.540	568.432.612
Investimenti in titoli	38.573.796.435	36.947.761.732	1.626.034.703
Totale	40.763.380.487	39.298.995.950	1.464.384.537

<i>Crediti verso residenti nell'area dell'euro</i>	2011 €	2010 €	Variazione €
Conti correnti	1.439.838	3.522.840	(2.083.002)
Depositi del mercato monetario	4.826.273.769	4.254.182.741	572.091.028
Operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine	0	68.851.968	(68.851.968)
Totale	4.827.713.607	4.326.557.549	501.156.058

L'incremento di queste voci nel 2011 è ascrivibile soprattutto all'apprezzamento del dollaro statunitense e dello yen giapponese nei confronti dell'euro, in parte compensato dalla riduzione delle consistenze in yen a seguito della partecipazione della BCE all'intervento internazionale concertato nei mercati valutari del 18 marzo 2011. All'aumento del valore complessivo delle voci hanno contribuito anche i redditi ricevuti nel corso dell'esercizio, prevalentemente sul portafoglio in dollari, e l'incremento delle plusvalenze non realizzate derivanti dalla rivalutazione dei titoli (cfr. la nota 16, *Conti di rivalutazione*).

Inoltre, allorché l'Estonia ha adottato la moneta unica con effetto dal 1° gennaio 2011, la Eesti Pank ha trasferito alla BCE riserve ufficiali

⁹ Corrispondenti a 502,1 tonnellate.

¹⁰ Il trasferimento, per un controvalore di 21,9 milioni di euro, ha avuto effetto dal 1° gennaio 2011.

denominate in yen per un controvalore di 124,0 milioni di euro, in conformità agli articoli 48.1 e 30.1 dello Statuto del SEBC.

Consistenze nette in valuta estera (dollari statunitensi e yen giapponesi)¹¹ detenute dalla BCE al 31 dicembre 2011:

	2011 Valuta in milioni	2010 Valuta in milioni
Dollari statunitensi	44.614	43.952
Yen giapponesi	1.041.238	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 2011 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

Tale posta è costituita principalmente da crediti derivanti da operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine, condotte nell'ambito dei prestiti di obbligazioni garantite (cfr. la nota 9, *Altre passività denominate in euro verso enti creditizi dell'area dell'euro*).

5 TITOLI DENOMINATI IN EURO EMESSI DA RESIDENTI NELL'AREA DELL'EURO

5.1 TITOLI DETENUTI AI FINI DELLA POLITICA MONETARIA

Al 31 dicembre 2011 questa voce include i titoli acquisiti dalla BCE nell'ambito dei due Programmi per l'acquisto di obbligazioni

garantite¹² e del Programma per il mercato dei titoli finanziari (Securities Market Programme)¹³.

	2011 €	2010 €	Variazione €
Primo Programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	4.814.370.827	4.823.413.246	(9.042.419)
Secondo Programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	212.604.879	-	212.604.879
Programma per il mercato dei titoli finanziari	17.792.153.062	13.102.563.262	4.689.589.800
Totale	22.819.128.768	17.925.976.508	4.893.152.260

Gli acquisti relativi al primo Programma per l'acquisto di obbligazioni garantite sono stati portati a compimento a fine giugno 2010. Nel 2011 l'ammortamento dei premi e degli sconti su tali consistenze ha determinato una diminuzione netta della voce (cfr. la sezione *Rilevazione delle rendite e delle spese* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

Il 6 ottobre 2011 il Consiglio direttivo ha annunciato il secondo Programma per l'acquisto di obbligazioni garantite. La BCE e le BCN hanno quindi iniziato ad acquistare obbligazioni garantite denominate in euro emesse nell'area dell'euro, al fine di favorire le condizioni di finanziamento per gli enti creditizi e le imprese, nonché di incoraggiare i primi a mantenere e

11 Tali consistenze comprendono attività meno passività denominate nelle divise che sono soggette a valutazione da cambio. Sono iscritte alle voci "Crediti denominati in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro", "Crediti denominati in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro", "Ratei e risconti attivi", "Passività denominate in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro", "Differenze da valutazione su operazioni fuori bilancio" (passivo) e "Ratei e risconti passivi", 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.

12 Annunciati nei comunicati stampa della BCE del 4 giugno 2009 e del 6 ottobre 2011.

13 Annunciato nel comunicato stampa della BCE del 10 maggio 2010 sulle misure adottate per far fronte alle gravi tensioni nei mercati finanziari.

accrescere i prestiti alla clientela. È previsto che gli acquisti siano portati a termine entro la fine di ottobre 2012.

Il Programma per il mercato dei titoli finanziari, istituito nel maggio 2010, 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. L'aumento netto della voce nel 2011 è attribuibile a ulteriori acquisti che hanno più che compensato i rimborsi effettuati nell'esercizio.

I titoli relativi al Programma per il mercato dei titoli finanziari e ai Programmi per l'acquisto di obbligazioni garantite sono classificati come detenuti fino a scadenza e sono valutati sulla base del costo ammortizzato tenendo conto di eventuali riduzioni durevoli di valore (cfr. la sezione *Titoli* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio). Le verifiche annuali sulle riduzioni durevoli di valore sono state condotte sulla scorta delle informazioni disponibili e degli importi recuperabili stimati a fine esercizio.

In tale contesto, il Consiglio direttivo ha considerato gli effetti dell'iniziativa per la partecipazione del settore privato (*Private Sector Involvement*, PSI) annunciata nel 2011, che proponeva la ristrutturazione di parte del debito della Repubblica ellenica per assicurarne la sostenibilità nel lungo periodo. Il portafoglio della BCE relativo al Programma per il mercato dei titoli finanziari include anche titoli di debito emessi dalla Grecia. Tuttavia, atteso che l'iniziativa è stata concepita per la ristrutturazione, su base volontaria, del debito detenuto dal settore privato, non si è ritenuto che la stessa potesse determinare variazioni dei futuri flussi di cassa contrattuali generati dai suddetti titoli in possesso della BCE. Al 31 dicembre 2011, secondo l'avviso del Consiglio direttivo, non vi erano evidenze dalle quali si potesse desumere che l'iniziativa non sarebbe stata attuata con successo; pertanto, non

sono state registrate perdite durevoli di valore a fine esercizio.

Inoltre, per quanto concerne gli altri titoli relativi al Programma per il mercato dei titoli finanziari e ai due Programmi per l'acquisto di obbligazioni garantite, non sono state rilevate perdite durevoli di valore.

Il Consiglio direttivo valuta periodicamente i rischi finanziari connessi ai portafogli detenuti nel quadro dei suddetti programmi.

FATTI CONTABILI RILEVANTI SUCCESSIVI ALLA DATA DI CHIUSURA DEL BILANCIO

A febbraio 2012 le banche centrali dell'Eurosistema hanno scambiato i titoli di Stato greci acquistati nell'ambito del Programma per il mercato dei titoli finanziari con strumenti di nuova emissione della Repubblica ellenica. Questi ultimi hanno le stesse caratteristiche dei titoli relativi al suddetto programma in termini di valore nominale, tasso cedolare, data di pagamento degli interessi e data di rimborso. Tali nuovi strumenti non sono stati inclusi nell'elenco dei titoli soggetti a ristrutturazione nel contesto dell'iniziativa per la partecipazione del settore privato.

6 CREDITI INTERNI ALL'EUROSISTEMA

6.1 CREDITI DERIVANTI DALL'ALLOCAZIONE DELLE BANCONOTE IN EURO ALL'INTERNO DELL'EUROSISTEMA

In questa posta di bilancio confluiscono i crediti della BCE nei confronti delle BCN dei paesi dell'area dell'euro relativi all'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema (cfr. la sezione *Banconote in circolazione* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio). La remunerazione di tali crediti è calcolata su base giornaliera all'ultimo tasso di interesse marginale disponibile applicato dall'Eurosistema nelle aste delle operazioni di rifinanziamento principali (cfr. la nota 24.2, *Interessi attivi derivanti*

dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema).

6.2 ALTRI CREDITI/PASSIVITÀ NELL'AMBITO DELL'EUROSISTEMA (NETTI)

Nel 2011 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). A fine 2010 la BCE registrava una passività netta verso le BCN dei paesi dell'area dell'euro, mentre al termine del 2011 rileva un credito netto. La variazione è riconducibile soprattutto all'aumento delle consistenze in essere relative alle operazioni di *back-to-back swap* condotte dalle BCN al fine di erogare liquidità in dollari statunitensi (cfr. la nota 11, *Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro*). La remunerazione delle posizioni Target2, ad eccezione dei saldi rivenienti dalle operazioni di *back-to-back swap*, è calcolata su base giornaliera all'ultimo tasso di interesse marginale disponibile applicato dall'Eurosistema nelle aste delle operazioni di rifinanziamento principali.

Nel 2011 questa voce comprende anche il saldo a credito delle BCN dei paesi dell'area dell'euro a titolo di distribuzione provvisoria del reddito della BCE derivante dalle banconote in circolazione (cfr. la sezione *Distribuzione provvisoria dell'utile* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio). Per l'esercizio 2010 il Consiglio direttivo aveva 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.

	2011 €	2010 €
Saldi Target2 a debito delle BCN dei paesi dell'area dell'euro	842.032.488.071	435.850.611.581
Saldi Target2 a credito delle BCN dei paesi dell'area dell'euro	(791.987.384.417)	(457.075.867.507)
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	(652.000.000)	0
Altri crediti/ (passività) nell'ambito dell'Eurosistema (netti)	49.393.103.654	(21.225.255.926)

7 ALTRE ATTIVITÀ

7.1 IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI E IMMATERIALI

Voci iscritte al 31 dicembre 2011:

	2011 €	2010 €	Variazione €
Costo			
Terreni e fabbricati	168.916.034	168.714.234	201.800
Computer (hardware e software)	187.324.734	188.781.597	(1.456.863)
Impianti, mobili, attrezzature all'interno degli edifici e automezzi	30.891.846	30.325.142	566.704
Immobilizzazioni in corso	339.020.767	174.386.237	164.634.530
Altre immobilizzazioni	1.656.957	1.525.084	131.873
Costo totale	727.810.338	563.732.294	164.078.044
Ammortamento cumulato			
Terreni e fabbricati	(79.214.734)	(74.965.599)	(4.249.135)
Computer (hardware e software)	(177.313.517)	(177.760.956)	447.439
Impianti, mobili, attrezzature all'in	(29.730.082)	(28.878.352)	(851.730)
Altre immobilizzazioni	(202.512)	(201.762)	(750)
Ammortamento cumulato totale	(286.460.845)	(281.806.669)	(4.654.176)
Valore netto contabile	441.349.493	281.925.625	159.423.868

L'incremento della voce "Immobilizzazioni in corso" è in gran parte attribuibile ai lavori connessi alla realizzazione della nuova sede della BCE.

7.2 ALTRE ATTIVITÀ FINANZIARIE

Includono gli investimenti dei fondi propri¹⁴ 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:

	2011 €	2010 €	Variazione €
Conti correnti in euro	4.934.974	4.377.086	557.888
Titoli denominati in euro	13.285.988.281	11.534.194.166	1.751.794.115
Operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine in euro	2.707.978.069	1.669.436.200	1.038.541.869
Altre attività finanziarie	41.924.130	41.953.279	(29.149)
Totale	16.040.825.454	13.249.960.731	2.790.864.723

L'incremento netto di tale posta è ascrivibile soprattutto all'investimento, nell'ambito del portafoglio detenuto a fronte dei fondi propri, (a) degli importi conferiti nel 2011 dalle BCN dei paesi dell'area dell'euro relativi alla seconda rata dell'aumento del capitale sottoscritto della BCE deciso nel 2010 (cfr. la nota 17, *Capitale e riserve*); (b) della contropartita dell'ammontare trasferito nel 2010 al fondo di accantonamento della BCE a fronte dei rischi di cambio, di tasso di interesse, di credito e di prezzo dell'oro e (c) dei redditi ricevuti nel 2011.

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 2011 (cfr. la nota 21, *Operazioni*

di *swap* e a termine in valuta). Le variazioni risultano dalla conversione in euro di queste operazioni ai tassi di cambio vigenti nel giorno di riferimento per la redazione del bilancio, a fronte del controvalore in euro che si ottiene dalla conversione delle operazioni al costo medio della rispettiva divisa esistente a tale data (cfr. le sezioni *Operazioni "fuori bilancio"* e *Oro e attività e passività in valuta estera* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

In questa voce sono espresse anche le plusvalenze da valutazione sulle operazioni di *swap* su tassi di interesse in essere (cfr. la nota 20, *Swap su tassi di interesse*).

7.4 RATEI E RISCONTI ATTIVI

Nel 2011 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, pari a 752,6 milioni di euro (364,7 milioni nel 2010), 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 230,6 milioni di euro (166,7 milioni nel 2010).

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

Questa voce si compone dei saldi positivi derivanti dalle operazioni di *swap* e a termine

¹⁴ 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*).

in valuta in essere al 31 dicembre 2011 (cfr. la nota 21, *Operazioni di swap e a termine in valuta*). I saldi risultano dalla conversione in euro di tali operazioni al costo medio della rispettiva valuta nel giorno di riferimento per la redazione del bilancio, a fronte dei controvalori in euro per i quali sono state inizialmente registrate le operazioni (cfr. la sezione *Operazioni "fuori bilancio"* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

La voce comprende anche gli importi della distribuzione provvisoria del reddito della BCE derivante dalle banconote in circolazione (cfr. la sezione *Distribuzione provvisoria dell'utile* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio e la nota 6.2, *Altri crediti/passività nell'ambito dell'Eurosistema (netti)*).

È inoltre incluso un credito nei confronti del ministero delle finanze della Repubblica federale di Germania per il recupero dell'IVA e di altre imposte indirette. Tali imposte sono rimborsabili ai sensi dell'articolo 3 del Protocollo sui privilegi e sulle immunità dell'Unione europea, che si applica alla BCE in virtù dell'articolo 39 dello Statuto del SEBC.

8 BANCONOTE IN CIRCOLAZIONE

Questa voce indica la quota spettante alla BCE (8 per cento) sul totale delle banconote in euro in circolazione (cfr. la sezione *Banconote in circolazione* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

9 ALTRE PASSIVITÀ DENOMINATE IN EURO VERSO ENTI CREDITIZI DELL'AREA DELL'EURO

Nel 2010 il Consiglio direttivo aveva deciso che le banche centrali dell'Eurosistema avrebbero potuto utilizzare per finalità di prestito i titoli acquisiti nell'ambito del primo 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*). Nel 2011 il Consiglio direttivo ha deciso di estendere le operazioni di prestito ai titoli relativi al secondo Programma per l'acquisto di obbligazioni garantite.

In tale contesto, al 31 dicembre 2011 risultano in essere operazioni di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine legate al prestito titoli per un controvalore di 204,9 milioni di euro (33,4 milioni nel 2010), afferenti unicamente al portafoglio del primo Programma per l'acquisto di obbligazioni garantite.

10 PASSIVITÀ DENOMINATE IN EURO VERSO ALTRI RESIDENTI NELL'AREA DELL'EURO

10.1 ALTRE PASSIVITÀ

In questa voce rientrano i depositi dei membri dell'Associazione bancaria per l'euro (*Euro Banking Association*, EBA) costituiti a garanzia della BCE a fronte dei pagamenti dell'EBA regolati in Target2.

11 PASSIVITÀ DENOMINATE IN EURO VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA DELL'EURO

Al 31 dicembre 2011 la voce include soprattutto una passività di 64,2 miliardi di euro (0,1 miliardi nel 2010) 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) 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.

La parte rimanente di questa voce è rappresentata dai saldi debitori della BCE nei confronti di altre BCN di paesi non appartenenti all'area dell'euro, compresi i saldi derivanti 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).

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 comprende le passività connesse a operazioni di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine effettuate con non residenti nell'area dell'euro nel quadro della gestione delle riserve in valuta estera della BCE.

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. La remunerazione di tali passività è calcolata su base giornaliera all'ultimo tasso di interesse marginale disponibile – applicato dall'Eurosistema nelle aste delle operazioni di rifinanziamento principali – aggiustato per tenere conto della componente infruttifera rappresentata dall'oro (cfr. la nota 24.3, *Remunerazione dei crediti delle BCN relativamente alle riserve ufficiali trasferite*).

Il conferimento di riserve valutarie da parte della Eesti Pank, contestualmente all'adozione della moneta unica in Estonia, ha determinato un incremento di questa voce pari a 103.115.678 euro.

	Dal 1° gennaio 2011 €	31 dicembre 2010 €
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	1.397.303.847	1.397.303.847
Deutsche Bundesbank	10.909.120.274	10.909.120.274
Eesti Pank	103.115.678	-
Banc Ceannais na hÉireann/ Central Bank of Ireland	639.835.662	639.835.662
Banca di Grecia	1.131.910.591	1.131.910.591
Banco de España	4.783.645.755	4.783.645.755
Banque de France	8.192.338.995	8.192.338.995
Banca d'Italia	7.198.856.881	7.198.856.881
Banca centrale di Cipro	78.863.331	78.863.331
Banque centrale du Luxembourg	100.638.597	100.638.597
Bank Ċentrali ta' Malta/ Central Bank of Malta	36.407.323	36.407.323
De Nederlandsche Bank	2.297.463.391	2.297.463.391
Oesterreichische Nationalbank	1.118.545.877	1.118.545.877
Banco de Portugal	1.008.344.597	1.008.344.597
Banka Slovenije	189.410.251	189.410.251
Národná banka Slovenska	399.443.638	399.443.638
Suomen Pankki - Finlands Bank	722.328.205	722.328.205
Totale	40.307.572.893	40.204.457.215

Il credito della Eesti Pank è stato fissato a 103.115.678 euro in modo da assicurare che il rapporto fra tale credito e l'importo complessivo dei crediti delle altre BCN dei paesi dell'area dell'euro fosse pari al rapporto fra la quota attribuita alla Eesti Pank nello schema di sottoscrizione del capitale della BCE e le quote complessivamente assegnate alle altre BCN dei paesi dell'area dell'euro. La differenza fra il credito e il valore delle attività trasferite (cfr. le note 1, *Oro e crediti in oro*, e 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*) è stata assimilata ai contributi alle riserve e agli accantonamenti equivalenti a riserve della BCE in essere al 31 dicembre 2010, dovuti dalla Eesti Pank ai sensi dell'articolo 48.2 dello Statuto del SEBC (cfr. le note 15, *Fondi di accantonamento*, e 16, *Conti di rivalutazione*).

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 2011 (cfr. la nota 21, *Operazioni di swap e a termine in valuta*). Le variazioni risultano dalla conversione in euro di queste operazioni ai tassi di cambio vigenti nel giorno di riferimento per la redazione del bilancio, a fronte del controvalore in euro che si ottiene dalla conversione delle operazioni al costo medio della rispettiva divisa esistente a tale data (cfr. le sezioni *Operazioni “fuori bilancio” e Oro e attività e passività in valuta estera* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

In questa voce sono esposte anche le minusvalenze da valutazione sulle operazioni di *swap* su tassi di interesse in essere (cfr. la nota 20, *Swap su tassi di interesse*).

14.2 RATEI E RISCONTI PASSIVI

Al 31 dicembre 2011 la voce è rappresentata essenzialmente da due componenti: interessi sui saldi Target2 dovuti alle BCN per l'ultimo mese dell'esercizio, pari a 770,1 milioni di euro (381,8 milioni nel 2010), e interessi sui crediti relativi alle riserve ufficiali trasferite alla BCE dovuti alle BCN per l'intero esercizio (cfr. la nota 13, *Passività interne all'Eurosistema*), pari a 434,0 milioni di euro (346,5 milioni nel 2010). 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

In tale posta di bilancio confluiscono le operazioni in essere di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine, per un importo di 360,0 milioni di euro (235,4 milioni nel 2010), collegate alla gestione dei fondi propri della BCE (cfr. la nota 7.2, *Altre attività finanziarie*).

La voce si compone anche dei saldi negativi connessi alle operazioni di *swap* e a termine in valuta in essere al 31 dicembre 2011 (cfr. la nota 21, *Operazioni di swap e a termine in valuta*). I saldi risultano dalla conversione in euro di tali operazioni al costo medio della rispettiva valuta nel giorno di riferimento per la redazione del bilancio, a fronte dei controvalori in euro per i quali sono state inizialmente registrate le operazioni (cfr. la sezione *Operazioni “fuori bilancio”* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

Tale posta include inoltre la passività netta relativa agli obblighi pensionistici della BCE, pari a 112,5 milioni di euro, come illustrato di seguito.

PIANO PENSIONISTICO DELLA BCE, ALTRI BENEFICI SUCCESSIVI AL RAPPORTO DI LAVORO E ALTRI BENEFICI A LUNGO TERMINE

Sono di seguito indicati gli importi iscritti nello stato patrimoniale in relazione ai benefici successivi al rapporto di lavoro e ad altri benefici a lungo termine a favore del personale (cfr. la sezione *Piano pensionistico della BCE, altri benefici successivi al rapporto di lavoro e altri benefici a lungo termine* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio):

	2011 Personale	2011 Comitato esecutivo	2011 Totale	2010 Personale	2010 Comitato esecutivo	2010 Totale
	milioni di euro	milioni di euro	milioni di euro	milioni di euro	milioni di euro	milioni di euro
Valore attuale delle obbligazioni	549,1	17,9	567,0	539,6	15,9	555,5
Fair value delle attività a servizio del piano	(418,4)	-	(418,4)	(391,6)	-	(391,6)
Utili/(perdite) attuariali non rilevati	(35,6)	(0,5)	(36,1)	(71,6)	0,5	(71,1)
Passività iscritta nello stato patrimoniale	95,1	17,4	112,5	76,4	16,4	92,8

Il valore attuale dell'obbligazione nei confronti del personale include gli impegni relativi ai benefici successivi al rapporto di lavoro diversi dalle pensioni e agli altri benefici a lungo termine non finanziati da specifiche attività, per un ammontare di 86,6 milioni di euro (86,9 milioni nel 2010). Anche i benefici successivi al rapporto di lavoro e gli altri benefici a lungo termine dei membri del Comitato esecutivo non sono finanziati da specifiche attività (cfr. la sezione *Piano pensionistico della BCE, altri benefici*

successivi al rapporto di lavoro e altri benefici a lungo termine nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

Sono di seguito esposti gli importi iscritti nel conto economico per l'esercizio 2011 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".

	2011 Personale	2011 Comitato esecutivo	2011 Totale	2010 Personale	2010 Comitato esecutivo	2010 Totale
	milioni di euro	milioni di euro	milioni di euro	milioni di euro	milioni di euro	milioni di euro
Costo previdenziale relativo alle prestazioni di lavoro correnti	31,1	1,4	32,5	25,4	1,2	26,6
Interessi sull'obbligazione	24,2	0,8	25,0	21,1	0,8	21,9
Rendimento atteso sulle attività del piano	(20,1)	-	(20,1)	(18,4)	-	(18,4)
(Utili)/perdite attuariali netti rilevati nell'esercizio	6,2	(0,6)	5,6	(1,0)	(0,3)	(1,3)
Totale incluso in "Spese per il personale"	41,4	1,6	43,0	27,1	1,7	28,8

In applicazione della regola del "corridoio del 10 per cento" (cfr. la sezione *Piano pensionistico della BCE, altri benefici successivi al rapporto di lavoro e altri benefici a lungo termine* nelle note sui criteri di rilevazione 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.

Variazioni del valore attuale dell'obbligazione:

	2011	2011	2011	2010	2010	2010
	Personale	Comitato esecutivo	Totale	Personale	Comitato esecutivo	Totale
	milioni di euro	milioni di euro	milioni di euro	milioni di euro	milioni di euro	milioni di euro
Obbligazione iniziale	539,6	15,9	555,5	430,5	13,4	443,9
Costo previdenziale	31,1	1,4	32,5	25,4	1,2	26,6
Spesa per interessi	24,2	0,8	25,0	21,1	0,8	21,9
Contributi versati dai partecipanti al piano	16,3	0,2	16,5	17,4	0,1	17,5
Altre variazioni nette delle passività rappresentate dai contributi dei partecipanti al piano	(1,9)	0	(1,9)	4,5	0	4,5
Benefici versati	(5,4)	(0,8)	(6,2)	(4,8)	(0,4)	(5,2)
(Utili)/perdite attuariali	(54,8)	0,4	(54,4)	45,5	0,8	46,3
Obbligazione finale	549,1	17,9	567,0	539,6	15,9	555,5

Nel 2010 le perdite attuariali, pari a 46,3 milioni di euro, sull'obbligazione a benefici definiti 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.

Nel 2011 gli utili attuariali sull'obbligazione a benefici definiti relativa al personale ammontano a 54,8 milioni di euro. L'importo discende dagli effetti (a) dell'incremento inferiore al previsto del valore dei benefici minimi garantiti; (b) della revisione al ribasso dei rendimenti attesi sulle quote del fondo con garanzia sul capitale che sono utilizzati per calcolare le pensioni future e quindi il valore attuale dell'obbligazione a benefici definiti; (c) dell'incremento inferiore alle proiezioni dei premi dell'assicurazione contro le malattie.

Variazioni del *fair value* delle attività a servizio del piano relative al personale, comprese quelle derivanti dai contributi volontari versati dai partecipanti al piano:

	2011	2010
	milioni di euro	milioni di euro
<i>Fair value</i> iniziale delle attività a servizio del piano	391,6	333,2
Rendimento atteso	20,1	18,4
Utili/(perdite) attuariali	(25,0)	0,6
Contributi versati dal datore di lavoro	22,7	22,4
Contributi versati dai partecipanti al piano	16,3	17,3
Benefici versati	(5,4)	(4,8)
Altre variazioni nette delle attività rappresentate dai contributi dei partecipanti al piano	(1,9)	4,5
<i>Fair value</i> finale delle attività a servizio del piano	418,4	391,6

Le valutazioni degli attuari citate nella presente nota si basano su ipotesi che sono state accettate dal Comitato esecutivo ai fini del trattamento contabile e dell'esposizione in bilancio. Le principali ipotesi adottate per il calcolo della passività del piano pensionistico sono:

	2011	2010
	%	%
Tasso di attualizzazione	5,00	5,00
Rendimento atteso sulle attività del piano	6,00	6,00
Incrementi generali futuri delle retribuzioni ¹⁾	2,00	2,00
Incrementi dei trattamenti pensionistici futuri	1,65	1,65

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 di interesse, di credito e di prezzo dell'oro, nonché altri accantonamenti di varia natura.

Il fondo di accantonamento a fronte dei rischi di cambio, di tasso di interesse, di credito e di prezzo dell'oro verrà utilizzato, nella misura considerata necessaria dal Consiglio direttivo, per ripianare perdite future realizzate e non realizzate, segnatamente minusvalenze da valutazione non coperte dai conti di rivalutazione. L'ammontare dell'accantonamento e l'esigenza stessa di continuare a disporre sono riesaminati con cadenza annuale, sulla base della valutazione della BCE riguardo alla propria esposizione a tali rischi. La valutazione tiene conto di una serie di fattori, fra cui in particolare l'ammontare delle attività rischiose detenute, la misura in cui l'esposizione ai rischi si è concretizzata nell'esercizio finanziario corrente, i risultati previsti per l'esercizio successivo e una valutazione dei rischi che prevede il calcolo per le attività rischiose dei relativi valori a rischio (VaR), condotta in modo coerente nel corso del tempo¹⁵. L'ammontare del fondo di accantonamento, sommato a qualsiasi importo detenuto nel fondo di riserva generale, non può superare il valore del capitale della BCE versato dalle BCN dei paesi dell'area dell'euro.

Al 31 dicembre 2010 il fondo di accantonamento per i rischi di cambio, di tasso di interesse, di credito e di prezzo dell'oro ammontava a 5.183.637.388 euro. La Eesti Pank ha contribuito con l'importo di 13.294.901 euro con effetto dal 1° gennaio 2011¹⁶. In base agli esiti della sua valutazione, il Consiglio direttivo ha deciso di trasferire al fondo, al 31 dicembre 2011, un importo di 1.166.175.000 euro a valere sul reddito riveniente dal portafoglio acquistato nel quadro del Programma per il mercato dei titoli finanziari (cfr. la nota 24.4, *Altri interessi attivi e altri interessi passivi*) e su parte del reddito derivante dalle banconote in euro in circolazione (cfr. la nota 24.2, *Interessi attivi derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema*). Il trasferimento riduce l'utile netto della BCE per l'esercizio 2011 a 728.136.234

euro e, insieme all'ammontare conferito dalla Eesti Pank, aumenta il fondo a 6.363.107.289 euro. A seguito dell'aumento del capitale versato della BCE nel 2011 (cfr. la nota 17, *Capitale e riserve*), l'importo del fondo corrisponde al valore del capitale della BCE versato dalle BCN dei paesi dell'area dell'euro al 31 dicembre 2011.

16 CONTI DI RIVALUTAZIONE

Rappresentano saldi da rivalutazione originati da plusvalenze non realizzate rilevate su attività, passività e strumenti fuori bilancio (cfr. le sezioni *Rilevazione delle rendite e delle spese*, *Oro e attività e passività in valuta estera*, *Titoli e Operazioni "fuori bilancio"* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio). In conformità dell'articolo 48.2 dello Statuto del SEBC, la Eesti Pank vi ha contribuito per 50,3 milioni di euro con effetto dal 1° gennaio 2011.

	2011 €	2010 €	Variazione €
Oro	15.718.491.496	13.078.746.071	2.639.745.425
Valuta estera	7.975.683.173	6.271.078.092	1.704.605.081
Titoli e altri strumenti	630.756.103	276.874.996	353.881.107
Totale	24.324.930.772	19.626.699.159	4.698.231.613

I tassi di cambio utilizzati per la valutazione di fine anno sono:

Tassi di cambio	2011	2010
Dollari statunitensi per euro	1,2939	1,3362
Yen giapponesi per euro	100,20	108,65
Euro per DSP	1,1867	1,1572
Euro per oncia di oro fino	1.216,864	1.055,418

17 CAPITALE E RISERVE

17.1 CAPITALE

Con effetto dal 29 dicembre 2010 la BCE ha aumentato il capitale sottoscritto di 5 miliardi di euro, a 10.760.652.403 euro¹⁷. Inoltre, il

¹⁵ Cfr. anche il capitolo 2.

¹⁶ In conformità dell'articolo 48.2 dello Statuto del SEBC.

¹⁷ 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.

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 aggiuntivi¹⁸. Pertanto, il 29 dicembre 2010 le BCN dei paesi che in quella data partecipavano all'area dell'euro hanno corrisposto una prima rata di 1.163.191.667 euro.

Al 1° gennaio 2011 la Eesti Pank ha versato un importo di 12.572.592 euro¹⁹. Tale importo è costituito dalla prima rata del proprio contributo all'aumento del capitale sottoscritto della BCE a fine dicembre 2010, pari a 2.983.333 euro, e, per la parte restante, pari a 9.589.259 euro, dalla rispettiva quota del capitale sottoscritto della BCE prima dell'aumento.

Il 28 dicembre 2011 le BCN dei paesi dell'area dell'euro, compresa la Eesti Pank, hanno versato la seconda rata del rispettivo contributo all'aumento del capitale sottoscritto della BCE, pari a 1.166.175.000 euro, mentre la terza rata sarà corrisposta a fine 2012.

I pagamenti effettuati nel 2011 hanno prodotto complessivamente un aumento del capitale versato della BCE di 1.178.747.592 euro²⁰, come indicato nella tavola²¹.

	Capitale versato dal 28 dicembre 2011 €	Capitale versato dal 1° gennaio al 27 dicembre 2011 €	Capitale versato al 31 dicembre 2010 €
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	220.583.718	180.157.051	180.157.051
Deutsche Bundesbank	1.722.155.361	1.406.533.694	1.406.533.694
Eesti Pank	16.278.234	13.294.901	-
Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland	101.006.900	82.495.233	82.495.233
Banca di Grecia	178.687.726	145.939.392	145.939.392
Banco de España	755.164.576	616.764.576	616.764.576
Banque de France	1.293.273.899	1.056.253.899	1.056.253.899
Banca d'Italia	1.136.439.021	928.162.355	928.162.355
Banca centrale di Cipro	12.449.666	10.168.000	10.168.000
Banque centrale du Luxembourg	15.887.193	12.975.526	12.975.526
Bank Centrali ta' Malta/Central Bank of Malta	5.747.399	4.694.066	4.694.066

	Capitale versato dal 28 dicembre 2011 €	Capitale versato dal 1° gennaio al 27 dicembre 2011 €	Capitale versato al 31 dicembre 2010 €
De Nederlandsche Bank	362.686.339	296.216.339	296.216.339
Oesterreichische Nationalbank	176.577.921	144.216.254	144.216.254
Banco de Portugal	159.181.126	130.007.793	130.007.793
Banka Slovenije	29.901.025	24.421.025	24.421.025
Národná banka Slovenska	63.057.697	51.501.030	51.501.030
Suomen Pankki - Finlands Bank	114.029.487	93.131.154	93.131.154
Totale parziale relativo alle BCN dei paesi dell'area dell'euro	6.363.107.289	5.196.932.289	5.183.637.388

	Capitale versato dal 28 dicembre 2011 €	Capitale versato dal 1° gennaio al 27 dicembre 2011 €	Capitale versato al 31 dicembre 2010 €
Българска народна банка (Banca nazionale di Bulgaria)	3.505.014	3.505.014	3.505.014
Česká národní banka	5.839.806	5.839.806	5.839.806
Danmarks Nationalbank	5.986.285	5.986.285	5.986.285
Eesti Pank	-	-	722.309
Latvijas Banka	1.144.799	1.144.799	1.144.799
Lietuvos bankas	1.717.400	1.717.400	1.717.400
Magyar Nemzeti Bank	5.591.235	5.591.235	5.591.235
Narodowy Bank Polski	19.754.137	19.754.137	19.754.137
Banca Națională a României	9.944.860	9.944.860	9.944.860
Sveriges Riksbank	9.112.389	9.112.389	9.112.389
Bank of England	58.580.454	58.580.454	58.580.454
Totale parziale relativo alle BCN dei paesi non partecipanti all'area dell'euro	121.176.379	121.176.379	121.898.688
Totale	6.484.283.669	5.318.108.669	5.305.536.076

18 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.

19 Conformemente all'articolo 48.1 dello Statuto del SEBC e alla 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.

20 L'eventuale discrepanza tra tale importo e quello calcolato in base alle cifre esposte nella tavola è attribuibile agli arrotondamenti.

21 I singoli importi sono arrotondati all'euro. L'eventuale discrepanza fra i totali e i totali parziali riportati nelle tavole di questa sezione è dovuta agli arrotondamenti.

Le BCN dei paesi non appartenenti all'area dell'euro sono tenute a versare il 3,75 per cento della rispettiva quota del capitale sottoscritto della BCE quale contributo ai costi operativi della stessa. A fine 2011 tale contributo ammonta a 121.176.379 euro. Le BCN dei paesi non aderenti all'area dell'euro non hanno diritto a partecipare alla ripartizione degli utili della BCE, né sono tenute al ripianamento delle perdite.

BCE sono rimasti invariati. A seguito dell'adozione della moneta unica da parte dell'Estonia il 1° gennaio 2011, lo schema di sottoscrizione e il capitale sottoscritto delle BCN dei paesi appartenenti e non appartenenti all'area dell'euro hanno registrato le variazioni esposte di seguito²².

Nell'esercizio in esame lo schema di sottoscrizione e il capitale sottoscritto della

²² 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 2011 %	Capitale sottoscritto dal 1° gennaio 2011 €	Quote di partecipazione al capitale al 31 dicembre 2010 %	Capitale sottoscritto al 31 dicembre 2010 €
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,4256	261.010.385	2,4256	261.010.385
Deutsche Bundesbank	18,9373	2.037.777.027	18,9373	2.037.777.027
Eesti Pank	0,1790	19.261.568	-	-
Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland	1,1107	119.518.566	1,1107	119.518.566
Banca di Grecia	1,9649	211.436.059	1,9649	211.436.059
Banco de España	8,3040	893.564.576	8,3040	893.564.576
Banque de France	14,2212	1.530.293.899	14,2212	1.530.293.899
Banca d'Italia	12,4966	1.344.715.688	12,4966	1.344.715.688
Banca centrale di Cipro	0,1369	14.731.333	0,1369	14.731.333
Banque centrale du Luxembourg	0,1747	18.798.860	0,1747	18.798.860
Bank Ċentrali ta' Malta/ Central Bank of Malta	0,0632	6.800.732	0,0632	6.800.732
De Nederlandsche Bank	3,9882	429.156.339	3,9882	429.156.339
Oesterreichische Nationalbank	1,9417	208.939.588	1,9417	208.939.588
Banco de Portugal	1,7504	188.354.460	1,7504	188.354.460
Banka Slovenije	0,3288	35.381.025	0,3288	35.381.025
Národná banka Slovenska	0,6934	74.614.364	0,6934	74.614.364
Suomen Pankki - Finlands Bank	1,2539	134.927.820	1,2539	134.927.820
Totale parziale relativo alle BCN dei paesi dell'area dell'euro	69,9705	7.529.282.289	69,7915	7.510.020.722

	Quote di partecipazione al capitale dal 1° gennaio 2011 %	Capitale sottoscritto dal 1° gennaio 2011 €	Quote di partecipazione al capitale al 31 dicembre 2010 %	Capitale sottoscritto al 31 dicembre 2010 €
Българска народна банка (Banca nazionale di Bulgaria)	0,8686	93.467.027	0,8686	93.467.027
Česká národní banka	1,4472	155.728.162	1,4472	155.728.162
Danmarks Nationalbank	1,4835	159.634.278	1,4835	159.634.278
Eesti Pank	-	-	0,1790	19.261.568
Latvijas Banka	0,2837	30.527.971	0,2837	30.527.971
Lietuvos bankas	0,4256	45.797.337	0,4256	45.797.337
Magyar Nemzeti Bank	1,3856	149.099.600	1,3856	149.099.600
Narodowy Bank Polski	4,8954	526.776.978	4,8954	526.776.978
Banca Națională a României	2,4645	265.196.278	2,4645	265.196.278
Sveriges Riksbank	2,2582	242.997.053	2,2582	242.997.053
Bank of England	14,5172	1.562.145.431	14,5172	1.562.145.431
<i>Totale parziale relativo alle BCN dei paesi non partecipanti all'area dell'euro</i>	<i>30,0295</i>	<i>3.231.370.113</i>	<i>30,2085</i>	<i>3.250.631.681</i>
Totale	100,0000	10.760.652.403	100,0000	10.760.652.403

OPERAZIONI "FUORI BILANCIO"

18 PROGRAMMA DI PRESTITO TITOLI AUTOMATIZZATO

Nel quadro della gestione dei fondi propri, la BCE ha concluso un accordo su un programma di prestito titoli automatizzato, in base al quale è stato nominato un agente con l'incarico di effettuare dette operazioni di prestito, per conto della BCE, con una serie di controparti indicate come idonee dalla stessa. Al 31 dicembre 2011 sono quindi esposte operazioni temporanee per un ammontare di 1,2 miliardi di euro, a fronte di 1,5 miliardi nel 2010.

19 FUTURE SU TASSI DI INTERESSE

Al 31 dicembre 2011 sono in essere le seguenti operazioni in valuta, esposte ai tassi di mercato di fine esercizio:

Future su tassi di interesse in valuta	2011 Valore dei contratti €	2010 Valore dei contratti €	Variazione €
Acquisti	1.651.132.236	458.539.141	1.192.593.095
Vendite	1.728.229.838	1.251.682.536	476.547.302

Tali operazioni sono state condotte nel quadro della gestione delle riserve ufficiali della BCE.

20 SWAP SU TASSI DI INTERESSE

Al 31 dicembre 2011 risultano in essere contratti di *swap* su tassi di interesse per un valore di 225,7 milioni di euro (742,4 milioni nel 2010), iscritti ai tassi di mercato di fine esercizio. Tali operazioni sono state eseguite nell'ambito della gestione delle riserve ufficiali della BCE.

21 OPERAZIONI DI SWAP E A TERMINE IN VALUTA

GESTIONE DELLE RISERVE UFFICIALI

Tali operazioni sono state condotte nel 2011 nel quadro della gestione delle riserve ufficiali della BCE. Al 31 dicembre 2011 sono presenti le seguenti attività e passività per operazioni a termine, rilevate ai tassi di mercato di fine esercizio:

Operazioni di <i>swap</i> e a termine in valuta	2011 €	2010 €	Variazione €
Attività	2.304.007.744	1.697.483.530	606.524.214
Passività	2.309.882.385	1.740.464.038	569.418.347

OPERAZIONI DI IMMISSIONE DI LIQUIDITÀ

Al 31 dicembre 2011 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*).

22 GESTIONE DELLE OPERAZIONI DI RACCOLTA E DI PRESTITO²³

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 2011 sono contabilizzati prestiti concessi dall'UE alla Lettonia, all'Ungheria e alla Romania per un importo complessivo di 11,4 miliardi di euro.

In virtù dell'accordo sul programma di prestiti tra gli Stati membri la cui moneta è l'euro²⁴ e la Kreditanstalt für Wiederaufbau²⁵ quali prestatori, la Repubblica ellenica quale prestatario e la Banca di Grecia quale agente del prestatario, alla BCE compete il trattamento di tutti i relativi pagamenti per conto dei prestatori e del prestatario. Al 31 dicembre 2011 sono esposti prestiti cumulativi bilaterali a favore della Repubblica ellenica per un ammontare di 52,9 miliardi di euro.

La BCE svolge inoltre un ruolo operativo nella gestione dei prestiti erogati nell'ambito del Meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria (MESF) e della European Financial Stability Facility (EFSF). Al 31 dicembre 2011 risultano in essere prestiti all'Irlanda e al Portogallo per 28 miliardi di euro nel quadro del MESF e per 16,3 miliardi nell'ambito dell'EFSF.

23 CAUSE PENDENTI

La società Document Security Systems Inc. (DSSI) ha intentato un'azione legale per danni

nei confronti della BCE dinanzi al Tribunale di primo grado delle Comunità europee (TPGCE)²⁶, mirante a far constatare la violazione di un suo brevetto²⁷ da parte della BCE nella produzione delle banconote in euro. Il TPGCE ha respinto il ricorso della società DSSI²⁸. 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.

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.

23 Cfr. anche il capitolo 2.

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

25 La quale agisce nel pubblico interesse, è soggetta alle istruzioni della Repubblica federale di Germania e beneficia delle relative garanzie.

26 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.

27 Brevetto europeo n. 0455 750 B1 della società DSSI.

28 Ordinanza del Tribunale di primo grado del 5 settembre 2007, Causa T-295/05, disponibile all'indirizzo www.curia.europa.eu.

NOTE AL CONTO ECONOMICO

24 INTERESSI ATTIVI NETTI

24.1 INTERESSI ATTIVI SULLE RISERVE UFFICIALI

Questa voce comprende interessi attivi, al netto di quelli passivi, afferenti le riserve valutarie nette della BCE.

	2011 €	2010 €	Variazione €
Interessi attivi sui conti correnti	2.088.888	1.328.753	760.135
Interessi attivi sui depositi del mercato monetario	18.279.491	15.865.666	2.413.825
Interessi attivi sulle operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine	1.479.020	2.712.798	(1.233.778)
Interessi attivi netti sui titoli	254.699.342	335.790.909	(81.091.567)
Interessi attivi netti sulle operazioni di <i>swap</i> su tassi di interesse	6.284.214	4.611.662	1.672.552
Interessi attivi netti sulle operazioni di <i>swap</i> e a termine in valuta	7.686.740	6.523.343	1.163.397
Interessi attivi totali sulle riserve ufficiali	290.517.695	366.833.131	(76.315.436)
Interessi passivi sui conti correnti	(6.126)	(8.795)	2.669
Interessi passivi netti sulle operazioni di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine	(291.278)	(644.858)	353.580
Interessi attivi sulle riserve ufficiali (netti)	290.220.291	366.179.478	(75.959.187)

La diminuzione complessiva di questa posta di bilancio nel 2011 è ascrivibile prevalentemente alla riduzione degli interessi attivi maturati sul portafoglio in dollari statunitensi.

24.2 INTERESSI ATTIVI DERIVANTI DALL'ALLOCAZIONE DELLE BANCONOTE IN EURO ALL'INTERNO DELL'Eurosistema

La voce accoglie gli interessi attivi derivanti dalla quota assegnata alla BCE sul totale delle banconote in euro emesse (cfr. la sezione *Banconote in circolazione* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio e la nota 6.1, *Crediti derivanti dall'allocazione delle*

banconote in euro all'interno dell'Eurosistema). L'incremento registrato da questa voce nel 2011 riflette principalmente il fatto che il tasso medio sulle operazioni di rifinanziamento principali è stato superiore rispetto a quello dell'esercizio precedente.

24.3 REMUNERAZIONE DEI CREDITI DELLE BCN RELATIVAMENTE ALLE RISERVE UFFICIALI TRASFERITE

Tale voce registra la remunerazione corrisposta alle BCN dei paesi dell'area dell'euro sui crediti verso la BCE a fronte del trasferimento di riserve ufficiali in conformità dell'articolo 30.1 dello Statuto del SEBC (cfr. la nota 13, *Passività interne all'Eurosistema*). L'aumento di tale posta nel 2011 rispecchia soprattutto il fatto che il tasso medio sulle operazioni di rifinanziamento principali è stato superiore rispetto a quello dell'esercizio precedente.

24.4 ALTRI INTERESSI ATTIVI E ALTRI INTERESSI PASSIVI

Queste voci comprendono interessi attivi pari a 6,6 miliardi di euro (3,8 miliardi nel 2010) e interessi passivi per 6,9 miliardi di euro (3,9 miliardi nel 2010) maturati sui saldi Target2 (cfr. le note 6.2, *Altri crediti/passività nell'ambito dell'Eurosistema (netti)*, e 11, *Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro*).

In queste voci affluiscono anche interessi attivi netti per 165,7 milioni di euro (140,4 milioni nel 2010) sui titoli acquisiti dalla BCE nel quadro dei Programmi per l'acquisto di obbligazioni garantite, comprensivi degli interessi attivi netti sulle relative operazioni di prestito in titoli, e interessi attivi netti per 1.002,8 milioni di euro (438,0 milioni nel 2010) sul portafoglio costituito nell'ambito del Programma per il mercato dei titoli finanziari. Vi figurano inoltre interessi attivi e passivi rivenienti da altre attività e passività denominate in euro, nonché quelli derivanti dalle operazioni di immissione di liquidità in dollari statunitensi.

25 UTILI E PERDITE REALIZZATI RIVENIENTI DA OPERAZIONI FINANZIARIE

La tavola seguente presenta gli utili netti realizzati nel 2011 su operazioni finanziarie.

	2011 €	2010 €	Variazione €
Utili netti da negoziazione realizzati su titoli, <i>future</i> su tassi di interesse e <i>swap</i> su tassi di interesse	260.059.727	460.588.711	(200.528.984)
Utili netti da negoziazione realizzati in cambi e su oro	212.159.502	13.724.616	198.434.886
Utili netti realizzati su operazioni finanziarie	472.219.229	474.313.327	(2.094.098)

Nel 2011 questa voce comprende utili netti da negoziazione realizzati su vendite di titoli e utili netti in cambi su vendite di valuta, connessi principalmente alle cessioni di yen giapponesi nel contesto della partecipazione della BCE all'intervento nei mercati valutari del 18 marzo 2011 concertato a livello internazionale (cfr. la nota 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*).

26 SVALUTAZIONI DI ATTIVITÀ E DI POSIZIONI FINANZIARIE

	2011 €	2010 €	Variazione €
Perdite non realizzate in titoli	(155.240.641)	(184.247.603)	29.006.962
Perdite non realizzate su <i>swap</i> su tassi di interesse	(2.216.642)	(10.963.861)	8.747.219
Perdite non realizzate in cambi	0	(1.973)	1.973
Totale svalutazioni	(157.457.283)	(195.213.437)	37.756.154

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 2011.

27 SPESE NETTE PER PROVVISORI E COMMISSIONI

	2011 €	2010 €	Variazione €
Provvigioni e commissioni attive	77.858	110.661	(32.803)
Provvigioni e commissioni passive	(2.058.638)	(1.519.678)	(538.960)
Spese nette per provvigioni e commissioni	(1.980.780)	(1.409.017)	(571.763)

Nel 2011 le rendite relative a questa voce comprendono le sanzioni pecuniarie irrogate agli enti creditizi per il mancato adempimento degli obblighi di riserva. Le spese sono connesse alle commissioni su conti correnti e a quelle relative ai *future* su tassi di interesse (cfr. la nota 19, *Future su tassi di interesse*).

28 PROVENTI DA AZIONI E PARTECIPAZIONI

In questa voce sono esposti i dividendi ricevuti dalla BCE sulle azioni della BRI (cfr. la nota 7.2, *Altre attività finanziarie*).

29 ALTRI PROVENTI

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.

30 SPESE PER IL PERSONALE

La voce comprende gli stipendi, le indennità, i costi assicurativi per il personale e altri costi, per un importo di 173,1 milioni di euro (167,7 milioni nel 2010). È incluso altresì un ammontare di 43,0 milioni di euro (28,8 milioni nel 2010) rilevato in relazione al piano pensionistico della

BCE, ad altri benefici successivi al rapporto di lavoro e ad altri benefici a lungo termine (cfr. la nota 14.3, *Varie*). Le spese per il personale, pari a 1,3 milioni di euro (medesimo importo nel 2010), 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 2011:

	2011 €	2010 €
Jean-Claude Trichet (Presidente fino a ottobre 2011)	309.290	367.863
Mario Draghi (Presidente da novembre 2011)	61.858	-
Lucas D. Papademos (Vicepresidente fino a maggio 2010)	-	131.370
Vitor Constâncio (Vicepresidente da giugno 2010)	318.132	183.918
Gertrude Tumpel-Gugerell (Membro del Comitato esecutivo fino a maggio 2011)	110.460	262.728
Peter Praet (Membro del Comitato esecutivo da giugno 2011)	154.644	-
Lorenzo Bini Smaghi (Membro del Comitato esecutivo)	265.104	262.728
Jürgen Stark (Membro del Comitato esecutivo)	265.104	262.728
Totale	1.749.696	1.734.063

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 646.154 euro (660.731 nel 2010).

Inoltre, i benefici connessi alla nomina o al termine del mandato versati ai membri del Comitato esecutivo al momento dell'entrata in servizio o della cessazione dal servizio presso la BCE ammontano a 159.594 euro (52.548 nel 2010) e sono rilevati alla voce "Spese di amministrazione" del conto economico (cfr. la nota 31, *Spese di amministrazione*).

Ai precedenti membri del Comitato esecutivo vengono erogati pagamenti transitori per un periodo limitato successivo al termine del mandato. Nel 2011 tali pagamenti, i relativi sussidi familiari e i contributi versati dalla BCE per l'assicurazione contro le malattie e gli infortuni sono pari a 479.665 euro (34.868 nel 2010). Le pensioni liquidate agli ex membri o a persone a loro carico, incluse le relative indennità, e i contributi versati per l'assicurazione contro le malattie e gli infortuni ammontano a 321.929 euro (354.349 nel 2010). I pagamenti totali agli ex membri del Comitato esecutivo sono esposti alla voce "Benefici versati" e determinano una riduzione dell'obbligazione a benefici definiti della BCE in relazione ai benefici successivi al rapporto di lavoro afferenti al Comitato esecutivo (cfr. la nota 14.3, *Varie*).

A fine 2011 il numero dei dipendenti titolari di un contratto con la BCE risulta pari a 1.609 unità effettive equivalenti a tempo pieno²⁹, di cui 158 in posizioni dirigenziali. Nel corso dell'esercizio sono intervenute le seguenti variazioni del personale in servizio.

²⁹ 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.

	2011	2010
Totale delle unità al 1° gennaio	1.607	1.563
Assunzioni/cambiamenti di contratto	313	328
Dimissioni/scadenze di contratto	(299)	(302)
Incremento/(diminuzione) netti dovuti a variazioni delle prestazioni di lavoro a tempo parziale	(12)	18
Totale delle unità al 31 dicembre	1.609	1.607
Numero medio di unità	1.601	1.565

31 SPESE DI AMMINISTRAZIONE

In questa voce rientrano tutte le altre spese correnti relative agli affitti per immobili, alla manutenzione dei fabbricati, ai beni e alle attrezzature di natura non capitalizzabile, agli onorari professionali e agli altri servizi e forniture, nonché le spese sostenute per l'assunzione, il trasferimento, l'insediamento, la formazione e il ritrasferimento del personale alla cessazione del servizio.

32 SERVIZI DI PRODUZIONE DI BANCONOTE

Tali costi, 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 9585-3691
Fax: +49 69 9585 913023
muriel.atton@de.pwc.com

29 February 2012

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 2011, 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 2011, 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, 29 February 2012

PricewaterhouseCoopers
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft


Jens Roennberg
Wirtschaftsprüfer


ppa. Muriel Atton
Wirtschaftsprüfer

Traduzione di cortesia a cura della BCE. In caso di discrepanza, fa fede la relazione del revisore esterno della BCE nella versione inglese sottoscritta dalla società PWC.

Al Presidente e al Consiglio direttivo
della Banca centrale europea
Francoforte sul Meno

29 febbraio 2012

Relazione del revisore indipendente

Abbiamo esaminato l'accluso bilancio della Banca centrale europea, comprendente lo stato patrimoniale al 31 dicembre 2011, 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 2011 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, 29 febbraio 2012

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 2011.

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 2010, con decisione del Consiglio direttivo, il reddito derivante dalla quota assegnata alla 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 a 438 milioni di euro, è stato integralmente trasferito al fondo di accantonamento a fronte dei rischi di cambio, di tasso di interesse, di credito e di prezzo dell'oro; non ha pertanto avuto luogo alcuna distribuzione provvisoria di utili.

Per il 2011, su decisione del Consiglio direttivo, l'intero reddito riveniente dal portafoglio acquistato nell'ambito del Programma per il mercato dei titoli finanziari e parte del reddito generato dalla quota della BCE sul totale delle banconote in euro in circolazione, pari rispettivamente a 1.002,8 e a 163,4 milioni di euro, sono stati trasferiti al fondo di accantonamento a fronte dei rischi di cambio, di tasso di interesse, di credito e di prezzo dell'oro. In occasione della distribuzione provvisoria degli utili della BCE, il 3 gennaio 2012 è stato conferito alle BCN dei paesi dell'area dell'euro il reddito derivante dalla quota assegnata alla BCE sul totale delle banconote in euro in circolazione (pari a 652 milioni di euro), con una ripartizione proporzionale alle quote rispettivamente versate del capitale della BCE.

DISTRIBUZIONE DEGLI UTILI / RIPARTIZIONE DELLE PERDITE

Ai sensi dell'articolo 33 dello Statuto del SEBC, il profitto netto della BCE deve essere trasferito nell'ordine seguente:

(a) un importo determinato dal Consiglio direttivo, che non può superare il 20 per cento

dell'utile netto, è trasferito al fondo di riserva generale entro un limite pari al 100 per cento del capitale;

(b) il rimanente utile netto è distribuito fra i detentori di quote della BCE in misura proporzionale alle rispettive quote versate.

Qualora la BCE subisca una perdita, questa 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.

L'8 marzo 2012 il Consiglio direttivo ha deciso di non effettuare trasferimenti al fondo di riserva generale e di distribuire il rimanente utile per il 2011, pari a 76 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.

	2011 €	2010 €
Utile dell'esercizio	728.136.234	170.831.395
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⁾	(652.000.000)	(0)
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	76.136.234	170.831.395
Distribuzione dell'utile alle BCN	(76.136.234)	(170.831.395)
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.

STATO PATRIMONIALE CONSOLIDATO DELL'EUROSISTEMA AL 31 DICEMBRE 2011

(MILIONI DI EURO)

ATTIVO	31 DICEMBRE 2011	31 DICEMBRE 2010
1 Oro e crediti in oro	423.458	367.402
2 Crediti denominati in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro	244.623	224.001
2.1 Crediti verso l'FMI	85.655	71.319
2.2 Conti presso banche e investimenti in titoli, prestiti esteri e altre attività sull'estero	158.968	152.681
3 Crediti denominati in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro	98.226	26.940
4 Crediti denominati in euro verso non residenti nell'area dell'euro	25.355	22.603
4.1 Conti presso banche, investimenti in titoli e prestiti	25.355	22.603
4.2 Crediti derivanti dalla linea di finanziamento nel quadro degli AEC II	0	0
5 Rifi nziamenti a favore di istituzioni creditizie dell'area dell'euro relativi a operazioni di politica monetaria e denominati in euro	863.568	546.747
5.1 Operazioni di rifi nziamento principali	144.755	227.865
5.2 Operazioni di rifi nziamento a pi u lungo termine	703.894	298.217
5.3 Operazioni temporanee di regolazione puntuale (<i>fine tuning</i>)	0	20.623
5.4 Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0
5.5 Operazioni di rifi nziamento marginale	14.823	25
5.6 Crediti connessi a richieste di margini	97	17
6 Altri crediti denominati in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	78.653	45.655
7 Titoli denominati in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	618.764	457.415
7.1 Titoli detenuti ai fini della politica monetaria	273.854	134.829
7.2 Altri titoli	344.910	322.586
8 Crediti verso la pubblica amministrazione denominati in euro	33.926	34.954
9 Altre attivita	346.694	276.493
Totale attivo	2.733.267	2.002.210

Il totale generale e i totali parziali potrebbero non quadrare per effetto degli arrotondamenti.

PASSIVO	31 DICEMBRE 2011	31 DICEMBRE 2010
1 Banconote in circolazione	888.676	839.702
2 Passività verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro relative a operazioni di politica monetaria e denominate in euro	849.477	378.008
2.1 Conti correnti (inclusi i depositi di riserva obbligatoria)	223.539	212.739
2.2 Depositi presso la banca centrale	413.882	104.458
2.3 Depositi a tempo determinato	211.000	60.784
2.4 Operazioni temporanee di regolazione puntuale (<i>fine tuning</i>)	0	0
2.5 Depositi connessi a richieste di margini	1.056	27
3 Altre passività denominate in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	2.423	2.808
4 Certificati di debito emessi	0	0
5 Passività denominate in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	79.726	79.792
5.1 Pubblica amministrazione	65.590	71.685
5.2 Altre passività	14.137	8.107
6 Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro	156.876	47.703
7 Passività denominate in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro	4.546	1.995
8 Passività denominate in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro	9.027	14.346
8.1 Depositi, conti di natura diversa e altre passività	9.027	14.346
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	55.942	54.480
10 Altre passività	209.582	172.388
11 Conti di rivalutazione	394.013	331.510
12 Capitale e riserve	82.978	79.479
Totale passivo	2.733.267	2.002.210

ALLEGATI

STRUMENTI GIURIDICI ADOTTATI DALLA BCE

Nella tabella seguente sono riportati gli strumenti giuridici adottati dalla BCE nel 2011. 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/2011/1	Raccomandazione della Banca centrale europea, del 5 febbraio 2011, al Consiglio dell'Unione europea relativamente ai revisori esterni della Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	GU C 67, del 2.3.2011, pag. 1
BCE/2011/2	Indirizzo della Banca centrale europea, del 17 marzo 2011, 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 86, dell'1.4.2011, pag. 75
BCE/2011/3	Indirizzo della Banca centrale europea, del 18 marzo 2011, che modifica l'indirizzo BCE/2004/18 sull'appalto di banconote in euro	GU L 86, dell'1.4.2011, pag. 77
BCE/2011/4	Decisione della Banca centrale europea, del 31 marzo 2011, concernente misure temporanee relative all'idoneità di strumenti di debito negoziabili emessi o garantiti dal governo irlandese	GU L 94, dell'8.4.2011, pag. 33
BCE/2011/5	Decisione della Banca centrale europea, del 20 aprile 2011, relativa alla selezione di fornitori di servizi di rete TARGET2-Securities	GU L 134, del 21.5.2011, pag. 22
BCE/2011/6	Decisione della Banca centrale europea, del 9 maggio 2011, che modifica la decisione BCE/2004/3 relativa all'accesso del pubblico ai documenti della Banca centrale europea	GU L 158, del 16.6.2011, pag. 37
BCE/2011/7	Raccomandazione della Banca centrale europea, del 9 giugno 2011, al Consiglio dell'Unione europea relativamente ai revisori esterni della Oesterreichische Nationalbank	GU C 174, del 15.6.2011, pag. 6
BCE/2011/8	Decisione della Banca centrale europea, del 21 giugno 2011, sulla procedura di accreditamento ambientale e in materia di salute e sicurezza per la produzione di banconote in euro	GU L 176, del 5.7.2011, pag. 52
BCE/2011/9	Indirizzo della Banca centrale europea, del 30 giugno 2011, che modifica l'indirizzo BCE/2008/8 sulla raccolta dei dati riguardanti l'euro e sull'operatività del Sistema informativo in valuta 2	GU L 217, del 23.8.2011, pag. 1
BCE/2011/10	Decisione della Banca centrale europea, del 7 luglio 2011, concernente misure temporanee relative all'idoneità di strumenti di debito negoziabili emessi o garantiti dal governo portoghese	GU L 182, del 12.7.2011, pag. 31

Numero	Titolo	Rif. GU
BCE/2011/11	Raccomandazione della Banca centrale europea, del 25 agosto 2011, al Consiglio dell'Unione europea relativamente ai revisori esterni del Banco de Portugal	GU C 258, del 2.9.2011, pag. 1
BCE/2011/12	Regolamento della Banca centrale europea, del 25 agosto 2011, che modifica il regolamento BCE/2008/32 relativo al bilancio del settore delle istituzioni finanziarie monetarie	GU L 228, del 3.9.2011, pag. 13
BCE/2011/13	Indirizzo della Banca centrale europea, del 25 agosto 2011, che modifica l'indirizzo BCE/2007/9 relativo alle statistiche monetarie, delle istituzioni e dei mercati finanziari	GU L 228, del 3.9.2011, pag. 37
BCE/2011/14	Indirizzo della Banca centrale europea, del 20 settembre 2011, sugli strumenti e sulle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema (rifusione)	GU L 331, del 14.12.2011, pag. 1
BCE/2011/15	Indirizzo della Banca centrale europea, del 14 ottobre 2011, che modifica l'indirizzo BCE/2007/2 relativo ad un sistema di trasferimento espresso transeuropeo automatizzato di regolamento lordo in tempo reale (TARGET2)	GU L 279, del 26.10.2011, pag. 5
BCE/2011/16	Decisione della Banca centrale europea, del 31 ottobre 2011, che modifica la decisione BCE/2010/15 della Banca centrale europea relativa all'amministrazione dei prestiti dell'EFSF agli Stati membri la cui moneta è l'euro, e che modifica la decisione BCE/2010/31 della Banca centrale europea 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 289, dell'8.11.2011, pag. 35
BCE/2011/17	Decisione della Banca centrale europea, del 3 novembre 2011, sull'attuazione di un secondo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	GU L 297, del 16.11.2011, pag. 70
BCE/2011/18	Decisione della Banca centrale europea, del 3 novembre 2011, che modifica la decisione BCE/2010/23 relativa alla distribuzione del reddito monetario delle banche centrali nazionali degli Stati membri la cui moneta è l'euro	GU L 319, del 2.12.2011, pag. 116
BCE/2011/19	Decisione della Banca centrale europea, del 15 novembre 2011, che modifica la decisione BCE/2007/7 relativa ai termini e alle condizioni di TARGET2-BCE	GU L 303, del 22.11.2011, pag. 44
BCE/2011/20	Decisione della Banca centrale europea, del 16 novembre 2011, recante disposizioni e procedure dettagliate per l'applicazione dei criteri di idoneità dei depositari centrali di titoli all'accesso ai servizi di TARGET2-Securities	GU L 319, del 2.12.2011, pag. 117
BCE/2011/21	Decisione della Banca centrale europea, del 1° dicembre 2011, relativa all'approvazione del volume di conio delle monete metalliche per il 2012	GU L 324, del 7.12.2011, pag. 37

Numero	Titolo	Rif. GU
BCE/2011/22	Raccomandazione della Banca centrale europea, del 9 dicembre 2011, al Consiglio dell'Unione europea relativamente ai revisori esterni della De Nederlandsche Bank	GU C 367, del 16.12.2011, pag. 1
BCE/2011/23	Indirizzo della BCE, del 9 dicembre 2011, sugli obblighi di segnalazione statistica della BCE nel settore delle statistiche esterne (rifusione)	GU L 65, del 3.3.2012, pag. 1
BCE/2011/24	Raccomandazione della BCE, del 9 dicembre 2011, sugli obblighi di segnalazione statistica alla BCE nel settore delle statistiche esterne	GU C 64, del 3.3.2012, pag. 1
BCE/2011/25	Decisione della Banca centrale europea, del 14 dicembre 2011, relativa a misure temporanee supplementari sulle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema e sull'idoneità delle garanzie	GU L 341, del 22.12.2011, pag. 65
BCE/2011/26	Regolamento della Banca centrale europea, del 14 dicembre 2011, che modifica il regolamento BCE/2003/9 sull'applicazione di riserve obbligatorie minime	GU L 338, del 21.12.2011, pag. 51
BCE/2011/27	Indirizzo della Banca centrale europea, del 21 dicembre 2011, che modifica l'Indirizzo BCE/2010/20 relativo al quadro giuridico per la rilevazione e rendicontazione contabile nel Sistema europeo di banche centrali	GU L 19, del 24.1.2012, pag. 37

PARERI ADOTTATI DALLA BCE

Nella tabella seguente sono riportati i pareri adottati dalla BCE nel corso del 2011 e all'inizio del 2012 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		
Numero¹	Richiedente e argomento	Rif. GU
CON/2011/1	Consiglio – Una proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni	GU C 57, del 23.2.2011, 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 concerne la vigilanza supplementare sulle imprese finanziarie appartenenti a un conglomerato finanziario	GU C 62, del 26.2.2011, pag. 1
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 – Una proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa ai sistemi di garanzia dei depositi (rifusione) e una proposta di direttiva recante modifica della direttiva 97/9/CE del Parlamento europeo e del Consiglio relativa ai sistemi di indennizzo degli investitori	GU C 99, del 31.3.2011, pag. 1
CON/2011/13	Consiglio – La riforma della <i>governance</i> economica dell'Unione europea	GU C 150, del 20.5.2011, pag. 1
CON/2011/16	Consiglio europeo – Una raccomandazione del Consiglio relativa alla nomina di uno dei membri del Comitato esecutivo della Banca centrale europea	GU C 74, dell'8.3.2011, pag. 1
CON/2011/17	Consiglio – Una proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo alle vendite allo scoperto e ai <i>credit default swap</i>	GU C 91, del 23.3.2011, pag. 1
CON/2011/18	Consiglio – Una proposta di regolamento del Consiglio riguardante i valori unitari e le specificazioni tecniche delle monete metalliche in euro destinate alla circolazione (codificazione)	GU C 114, del 12.4.2011, pag. 1
CON/2011/22	Consiglio – Una raccomandazione di decisione del Consiglio relativa alle modalità per la negoziazione di un accordo monetario con la Repubblica francese, che agisce nell'interesse della collettività francese d'oltremare di Saint-Barthélemy	GU C 213, del 20.7.2011, pag. 16

¹ Le consultazioni sono numerate in base all'ordine cronologico di adozione da parte del Consiglio direttivo.

Numero ¹	Richiedente e argomento	Rif. GU
CON/2011/24	Consiglio europeo – Un progetto di decisione del Consiglio europeo che modifica l'articolo 136 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea relativamente a un meccanismo di stabilità per gli Stati membri la cui moneta è l'euro	GU C 140, dell'11.5.2011, pag. 8
CON/2011/32	Consiglio – Una proposta di regolamento che fissa i requisiti tecnici per i bonifici e gli addebiti diretti in euro	GU C 155, del 25.5.2011, pag. 1
CON/2011/42	Consiglio – Una proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica le direttive 2003/71/CE e 2009/138/CE per quanto riguarda i poteri dell'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali e dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati	GU C 159, del 28.5.2011, pag. 10
CON/2011/44	Consiglio – Una proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo al Sistema europeo dei conti nazionali e regionali nell'Unione europea	GU C 203, del 9.7.2011, pag. 3
CON/2011/48	Consiglio europeo – Una raccomandazione del Consiglio relativa alla nomina del presidente della Banca centrale europea	GU C 182, del 23.6.2011, pag. 6
CON/2011/56	Consiglio – Una proposta di decisione del Consiglio relativa alla firma e alla conclusione dell'accordo monetario tra l'Unione europea e la Repubblica francese, relativo al mantenimento dell'euro a Saint Barthélemy, in seguito al suo cambiamento di status nei confronti dell'Unione europea	GU C 213, del 20.7.2011, pag. 21
CON/2011/58	Consiglio – Una proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio in merito ai contratti di credito relativi ad immobili residenziali	GU C 240, del 18.8.2011, pag. 3
CON/2011/65	Parlamento europeo e Consiglio – Una proposta di regolamento sull'emissione di monete in euro e una proposta di regolamento riguardante i valori unitari e le specificazioni tecniche delle monete metalliche in euro destinate alla circolazione	GU C 273, del 16.9.2011, pag. 2
CON/2011/77	Consiglio europeo – Una raccomandazione del Consiglio relativa alla nomina di un membro del comitato esecutivo della Banca centrale europea	GU C 301, del 12.10.2011, pag. 2
CON/2011/100	Consiglio europeo – Una raccomandazione del Consiglio relativa alla nomina di uno dei membri del Comitato esecutivo della Banca centrale europea	GU C 364, del 14.12.2011, pag. 7
CON/2012/5	Consiglio – Parere della Banca centrale europea, del 25 gennaio 2012, in merito alla proposta di direttiva sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale degli enti creditizi e delle imprese di investimento e alla proposta di regolamento relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento	Non ancora pubblicato nella <i>Gazzetta ufficiale dell'Unione europea</i>

(b) Pareri formulati dalla BCE a seguito di una consultazione di uno Stato membro e pareri emanati di propria iniziativa in relazione alla legislazione di uno Stato membro²

Numero	Richiedente e 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 nel sostegno del Tesoro alle istituzioni finanziarie
CON/2011/14	Lituania – Le modifiche alla legislazione riguardante il carattere definitivo del regolamento e i contratti di garanzia finanziaria
CON/2011/15	Romania – Le modifiche alla legislazione sul fondo di garanzia dei depositi
CON/2011/19	Francia – Il ricircolo delle banconote in euro
CON/2011/20	Belgio – L’archivio centralizzato dei crediti alle imprese
CON/2011/21	Spagna – Il rafforzamento del sistema finanziario
CON/2011/23	Polonia – I servizi di pagamento
CON/2011/25	Slovenia – La prevenzione dei ritardi di pagamento
CON/2011/26	Romania – Le modifiche alla legislazione sul carattere definitivo del regolamento e sui contratti di garanzia finanziaria
CON/2011/27	Cipro – La legislazione relativa alle obbligazioni garantite
CON/2011/28	Belgio – L’abolizione della funzione della Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique quale depositario centrale degli atti di protesto
CON/2011/29	Cipro – Un’imposizione speciale sulle banche e l’istituzione di un fondo indipendente per la stabilità finanziaria
CON/2011/30	Belgio – Il finanziamento di un registro centrale dei numeri di conti bancari
CON/2011/31	Slovenia – Un’imposta sul valore complessivo dei bilanci bancari

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.

Numero	Richiedente e argomento
CON/2011/33	Ungheria – Il progetto di Costituzione per quanto concerne la Magyar Nemzeti Bank
CON/2011/34	Grecia – La disciplina del fondo per i depositi e i prestiti, nonché le modifiche al piano di sostegno della liquidità dell'economia greca in risposta alla crisi finanziaria internazionale
CON/2011/35	Romania – La procedura di gestione del rischio di regolamento per i sistemi di regolamento netto
CON/2011/36	Grecia – Le modifiche allo Statuto della Banca di Grecia
CON/2011/37	Paesi Bassi – Il rafforzamento della <i>governance</i> della De Nederlandsche Bank e dell'autorità di vigilanza dei mercati finanziari
CON/2011/38	Austria – Le modifiche alla struttura di <i>governance</i> della Oesterreichische Nationalbank
CON/2011/39	Irlanda – Le misure di ripresa e di risoluzione degli enti creditizi
CON/2011/40	Slovenia – Le modifiche alle norme concernenti il registro delle attività finanziarie
CON/2011/41	Belgio – Le modifiche alla normativa relativa al carattere definitivo del regolamento e ai contratti di garanzia finanziaria
CON/2011/43	Malta – Diverse modifiche allo Statuto della Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta
CON/2011/45	Danimarca – L'introduzione di un sistema di indennizzo per gli enti del settore bancario in stato di crisi
CON/2011/46	Lituania – La riforma della vigilanza sui mercati finanziari in Lituania
CON/2011/47	Lettonia – La nuova normativa in merito al registro dei crediti
CON/2011/49	Slovacchia – Il ruolo della Národná banka Slovenska per quanto riguarda la vigilanza finanziaria e il credito al consumo
CON/2011/50	Bulgaria – La struttura proprietaria e organizzativa del sistema di deposito accentrato
CON/2011/51	Repubblica Ceca – La circolazione di banconote e monete
CON/2011/52	Bulgaria – Gli obblighi in materia di scambio di informazioni e cooperazione tra le autorità di vigilanza nazionali
CON/2011/53	Ungheria – La Corte dei Conti ungherese in relazione alla revisione dei conti della Magyar Nemzeti Bank
CON/2011/54	Spagna – Le operazioni transfrontaliere
CON/2011/55	Slovenia – L'armonizzazione della legislazione relativa a Target2-Securities e ai poteri sanzionatori della Banka Slovenije con riferimento ai servizi di investimento
CON/2011/57	Polonia – La trasformazione delle succursali di enti creditizi stranieri in loro filiazioni

Numero	Richiedente e argomento
CON/2011/59	Ungheria – Il ricircolo del contante e la protezione dalla contraffazione della valuta nazionale ed estera avente corso legale
CON/2011/60	Paesi Bassi – Le misure d'intervento in caso di crisi per le istituzioni finanziarie in difficoltà
CON/2011/61	Slovenia – Le modifiche alla legge sulla prevenzione dei pagamenti in ritardo
CON/2011/62	Polonia – Le modifiche al quadro normativo per i sistemi di pagamento, di compensazione e di regolamento
CON/2011/63	Polonia – L'introduzione nella disciplina dei sistemi di regolamento e compensazione dei conti accentrati (<i>omnibus</i>)
CON/2011/64	Belgio – Tutela contro la contraffazione e la qualità delle banconote in circolazione
CON/2011/66	Slovacchia – Un prelievo speciale sugli enti finanziari che operano in Slovacchia
CON/2011/67	Lituania – Gli obblighi inerenti la concessione responsabile di mutui per gli enti creditizi
CON/2011/68	Italia – La ratifica da parte dell'Italia delle modifiche allo statuto del Fondo monetario internazionale e l'aumento delle quote
CON/2011/69	Irlanda – Le nuove misure volte a rafforzare la vigilanza e l'attuazione della regolamentazione finanziaria
CON/2011/70	Slovenia – L'autorizzazione a partecipare nei consigli di sorveglianza delle banche
CON/2011/71	Belgio – Le categorie di intermediari autorizzati a gestire conti per i titoli dematerializzati denominati in valuta estera o unità di conto
CON/2011/72	Grecia – Le modifiche alla disciplina della risoluzione degli enti creditizi
CON/2011/73	Romania – Le statistiche, i mercati interbancari monetari e dei titoli di Stato gestiti dalla Banca Națională a României, nonché la disciplina del cambio e delle riserve minime
CON/2011/74	Romania – La concessione di prestiti alle persone fisiche
CON/2011/75	Repubblica Ceca – Le riserve minime
CON/2011/76	Iniziativa propria – La riforma del sistema di garanzia dei depositi dei Paesi Bassi
CON/2011/78	Slovenia – Le sanzioni connesse alla protezione dell'euro contro la falsificazione
CON/2011/79	Belgio – La garanzia statale su alcuni prestiti concessi a Dexia SA e Dexia Crédit Social SA
CON/2011/80	Slovacchia – Il registro dei rendiconti finanziari
CON/2011/81	Slovenia – La modifica delle regole applicabili alle obbligazioni ipotecarie e municipali
CON/2011/82	Lussemburgo – La garanzia statale su alcuni prestiti concessi a Dexia SA e Dexia Crédit Social SA

Numero	Richiedente e argomento
CON/2011/83	Portogallo – Le misure di intervento precoce e le modifiche al regime dello scioglimento e della liquidazione degli enti creditizi e finanziari soggetti alla vigilanza del Banco de Portugal
CON/2011/84	Irlanda – Le misure di ripresa e di risoluzione degli enti creditizi
CON/2011/85	Francia – La garanzia statale su alcuni prestiti concessi a Dexia SA e Dexia Crédit Local SA
CON/2011/86	Romania – Le misure di stabilizzazione e le banche ponte
CON/2011/87	Ungheria – I mutui immobiliari in valuta estera e gli accordi di prestito relativi a proprietà residenziali
CON/2011/88	Irlanda – L'estensione della garanzia dello Stato irlandese di passività idonee di enti creditizi
CON/2011/89	Portogallo – Il pagamento da parte del Banco de Portugal dell'aumento della quota del Portogallo nel Fondo monetario internazionale
CON/2011/90	Danimarca – Una garanzia sulle perdite in relazione ad un esteso meccanismo di indennizzo
CON/2011/91	Lituania – Le modifiche alle norme sulla distribuzione dei profitti della Lietuvos bankas
CON/2011/92	Germania – La protezione contro la falsificazione e la tutela della qualità del contante in circolazione
CON/2011/93	Cipro – La gestione delle crisi finanziarie e l'istituzione di un fondo indipendente per la stabilità finanziaria
CON/2011/94	Italia – La protezione contro la falsificazione e la conservazione della qualità del contante in circolazione
CON/2011/95	Portogallo – La ricapitalizzazione degli enti creditizi da parte dello Stato
CON/2011/96	Slovacchia – La responsabilità fiscale
CON/2011/97	Estonia – La rappresentanza e il versamento di quote di partecipazione nel Fondo monetario internazionale
CON/2011/98	Belgio – La legislazione che disciplina il finanziamento del registro centrale dei numeri dei conti bancari
CON/2011/99	Lituania – Le modifiche riesaminate delle norme sulla distribuzione dei profitti della Lietuvos bankas
CON/2011/101	Finlandia – La legislazione in materia di mercati mobiliari
CON/2011/102	Romania – Il pagamento dell'aumento della quota della Romania nel Fondo monetario internazionale
CON/2011/103	Belgio – L'istituzione e il finanziamento di un fondo di risoluzione nonché le modifiche relative al computo dei contributi al sistema di garanzia dei depositi

Numero	Richiedente e argomento
CON/2011/104	Ungheria – La Magyar Nemzeti Bank
CON/2011/105	Malta – L'autenticazione delle monete in euro e il trattamento delle monete non adatte alla circolazione, nonché l'imposizione di sanzioni amministrative e penali
CON/2011/106	Ungheria/iniziativa propria – L'indipendenza della Magyar Nemzeti Bank
CON/2011/107	Grecia – Le modifiche al regime di risoluzione degli enti creditizi
CON/2012/1	Cipro – Gli stipendi dei dipendenti pubblici
CON/2012/2	Germania – Le misure per la stabilizzazione del mercato finanziario
CON/2012/3	Lussemburgo – I titoli dematerializzati
CON/2012/4	Italia – Il sistema di garanzie sulle passività delle banche italiane e la conversione delle banconote in lire
CON/2012/6	Irlanda – Le riforme pensionistiche nel settore pubblico

CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA¹

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'18 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.

7 APRILE 2011

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, all'1,25 per cento, con effetto dall'operazione 13 aprile 2011. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 2,00 e allo 0,50 per cento, a decorrere dal 13 aprile 2011.

5 MAGGIO 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'1,25, al 2,00 e allo 0,50 per cento.

¹ La cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema adottate dal 1999 al 2010 è consultabile, per ciascun anno di tale periodo, nel rispettivo Rapporto annuale della BCE.

9 GIUGNO 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'1,25, al 2,00 e allo 0,50 per cento. Ha inoltre deciso, per quanto riguarda le procedure d'asta e le modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino all'11 ottobre 2011, di mantenere la procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi.

7 LUGLIO 2011

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, all'1,50 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento 13 luglio 2011. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 2,25 e allo 0,75 per cento, a decorrere dal 13 luglio 2011.

4 AGOSTO 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'1,50, al 2,25 e allo 0,75 per cento. Decide inoltre di adottare diverse misure per far fronte alle nuove tensioni in alcuni mercati finanziari. In particolare, decide che l'Eurosistema condurrà un'operazione di rifinanziamento supplementare a più lungo termine finalizzata a immettere liquidità con una scadenza di circa sei mesi con procedura d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione dell'importo. Stabilisce inoltre i dettagli relativi alle procedure d'asta e alle modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino al 17 gennaio 2012, in

particolare di continuare le procedure d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione dell'importo.

8 SETTEMBRE 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'1,50, al 2,25 e allo 0,75 per cento.

6 OTTOBRE 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'1,50, al 2,25 e allo 0,75 per cento. Stabilisce inoltre i dettagli da applicare alle operazioni di rifinanziamento da ottobre 2011 a luglio 2012, in particolare di effettuare due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ad ottobre 2011 con scadenza di circa 12 mesi e a dicembre 2011 con scadenza di circa 13 mesi) e di continuare ad applicare le procedure d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione dell'importo per tutte le operazioni di rifinanziamento. Inoltre il Consiglio direttivo decide di avviare a novembre 2011 un nuovo Programma di acquisto di obbligazioni garantite.

3 NOVEMBRE 2011

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base all'1,25 per cento, a decorrere dall'operazione con regolamento 9 novembre 2011. Decide inoltre di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 2,00 e allo 0,50 per cento, entrambi con effetto dal 9 novembre 2011.

8 DICEMBRE 2011

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 14 dicembre 2011. Decide inoltre di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 1,75 e allo 0,25 per cento, entrambi con effetto dal 14 dicembre 2011. Decide inoltre di adottare ulteriori misure non convenzionali, in particolare a) di effettuare due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza di circa tre anni; b) di accrescere la disponibilità del collaterale; c) di ridurre l'obbligo di riserva all'1 per cento e infine d) di sospendere per il momento le operazioni di fine-tuning condotte nell'ultimo giorno di ciascun periodo di mantenimento.

12 GENNAIO, 9 FEBBRAIO E 8 MARZO 2012

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento, rispettivamente.

SINTESI DELLE COMUNICAZIONI DELLA BCE SULL'EROGAZIONE DI LIQUIDITÀ¹

Per maggiori dettagli sulle operazioni di offerta di liquidità condotte dall'Eurosistema nel 2011, cfr. la sezione *Open market operations* del sito Internet della BCE.

EROGAZIONE DI LIQUIDITÀ IN EURO

3 MARZO 2011

La BCE annuncia i dettagli delle operazioni di rifinanziamento con regolamento fra il 13 aprile e il 12 luglio 2011.

31 MARZO 2011

La BCE annuncia la sospensione del requisito di soglia minima di merito creditizio per gli strumenti di debito del governo irlandese.

9 GIUGNO 2011

La BCE annuncia i dettagli delle operazioni di rifinanziamento con regolamento nel periodo 13 luglio-11 ottobre 2011.

7 LUGLIO 2011

La BCE annuncia la modifica dei criteri di stanziabilità degli strumenti di debito emessi o garantiti dal governo portoghese.

4 AGOSTO 2011

La BCE annuncia i dettagli delle operazioni di rifinanziamento con regolamento nel periodo 12 ottobre 2011-17 gennaio 2012.

6 OTTOBRE 2011

La BCE annuncia un nuovo Programma di acquisto di obbligazioni garantite e i dettagli delle operazioni di rifinanziamento fra l'ottobre 2011 e il 10 luglio 2012.

3 NOVEMBRE 2011

La BCE annuncia i dettagli del nuovo Programma di acquisto di obbligazioni garantite.

8 DICEMBRE 2011

La BCE annuncia misure volte a sostenere il credito bancario e l'attività nel mercato monetario.

16 DICEMBRE 2011

La BCE annuncia due operazioni di regolazione puntuale (*fine-tuning*) della durata di un giorno finalizzate all'immissione di liquidità.

EROGAZIONE DI LIQUIDITÀ IN ALTRE VALUTE E ACCORDI CON ALTRE BANCHE CENTRALI

29 GIUGNO 2011

La BCE annuncia la proroga delle operazioni di immissione di liquidità in dollari statunitensi.

25 AGOSTO 2011

La BCE annuncia la proroga dell'accordo di *swap* con la Bank of England.

15 SETTEMBRE 2011

La BCE annuncia, per fine anno, operazioni addizionali di immissione di liquidità in dollari statunitensi.

30 NOVEMBRE 2011

Azione coordinata delle banche centrali per fronteggiare le pressioni nei mercati monetari internazionali.

¹ Le date riportate sono quelle di pubblicazione dell'annuncio.

PUBBLICAZIONI PRODOTTE DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA

La BCE produce numerose pubblicazioni che forniscono informazioni sulle sue attività 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 linguistiche è disponibile ciascuna pubblicazione.

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.

Amministrazioni pubbliche [*general government*]: in base alla definizione del **Sistema europeo dei conti 1995**, il settore comprende gli enti residenti primariamente impegnati nella produzione di beni e servizi non di mercato fruibili dal singolo individuo e dalla collettività e/o nella redistribuzione del reddito e della ricchezza nazionali. Vi sono inclusi le amministrazioni centrali, quelle regionali e locali, nonché gli enti di previdenza e assistenza sociale, mentre sono esclusi gli enti di proprietà statale che svolgono operazioni commerciali, quali le aziende pubbliche.

Analisi economica [*economic analysis*]: uno dei pilastri dello schema su cui si fonda l'analisi esaustiva dei rischi per la **stabilità dei prezzi** condotta dalla BCE, che costituisce la base per le decisioni di politica monetaria del **Consiglio direttivo**. L'analisi economica si concentra principalmente sulla valutazione degli andamenti economici e finanziari correnti e dei rischi a essi collegati nel breve e medio termine per la stabilità dei prezzi, dal punto di vista dell'interazione fra domanda e offerta nei mercati dei beni, dei servizi e dei fattori di produzione su tali orizzonti temporali. A questo riguardo, si presta la dovuta attenzione alla necessità di identificare la natura degli shock che influenzano l'economia, i loro effetti sul processo di formazione dei costi e dei prezzi e le prospettive a breve e medio termine per la loro propagazione all'economia (cfr. anche **analisi monetaria**).

Analisi monetaria [*monetary analysis*]: uno dei pilastri dello schema su cui si fonda l'analisi esaustiva dei rischi per la **stabilità dei prezzi** condotta dalla BCE, che costituisce la base per le decisioni di politica monetaria del **Consiglio direttivo**. L'analisi monetaria aiuta a valutare le tendenze dell'inflazione a medio-lungo termine, data la stretta relazione esistente fra moneta e prezzi su orizzonti temporali estesi. L'analisi monetaria considera gli andamenti di un ampio insieme di indicatori monetari fra i quali **M3**, le sue componenti e contropartite, in particolare il credito, e varie misure di eccesso di liquidità (cfr. anche **analisi economica**).

Area dell'euro [*euro area*]: area costituita dagli Stati membri dell'Unione europea la cui moneta è l'euro e in cui viene attuata una politica monetaria unica di competenza del **Consiglio direttivo** della BCE. L'area dell'euro comprende attualmente Belgio, Germania, Estonia, Irlanda, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Cipro, Lussemburgo, Malta, Paesi Bassi, Austria, Portogallo, Slovenia, Slovacchia e Finlandia.

Azioni e altre partecipazioni [equities]: titoli che rappresentano la proprietà di una quota societaria. Comprendono le azioni scambiate in borsa (azioni quotate), le azioni non quotate e altre partecipazioni. Le azioni di norma producono un reddito sotto forma di dividendi.

Bilancia dei pagamenti (b.d.p.) [balance of payments (b.o.p.): prospetto statistico che riepiloga le transazioni economiche avvenute fra un'economia e il resto del mondo in un determinato periodo di tempo. Vengono prese in considerazione: le transazioni riguardanti i beni, i servizi e i redditi, quelle relative alle attività e passività finanziarie nei confronti del resto del mondo, nonché quelle classificate come trasferimenti (ad esempio la cancellazione del debito).

Cartolarizzazione [securitisation]: costituzione di un *pool* di attività finanziarie, ad esempio mutui residenziali, successivamente acquistato da una società veicolo, che quindi emette titoli a reddito fisso da collocare presso gli investitori. Il capitale e gli interessi sui titoli dipendono dai flussi di cassa prodotti dal *pool* di attività finanziarie sottostanti.

Comitato economico e finanziario (CEF) [Economic and Financial Committee (EFC): comitato che collabora alla preparazione dei lavori del **Consiglio Ecofin** e della Commissione europea. Tra i suoi compiti figurano l'esame della situazione economica e finanziaria sia degli Stati membri sia dell'UE e un contributo alla sorveglianza in materia di bilancio.

Comitato esecutivo [Executive Board]: uno degli organi decisionali della BCE. Comprende il Presidente e il Vicepresidente della BCE e altri quattro membri nominati dal **Consiglio europeo**, che delibera a maggioranza qualificata su raccomandazione del **Consiglio dell'Unione europea**, previa consultazione del Parlamento europeo e della BCE.

Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS) [European Systemic Risk Board (ESRB): organismo indipendente dell'UE responsabile della vigilanza macroprudenziale del sistema finanziario dell'UE. Contribuisce alla prevenzione e all'attenuazione dei **rischi sistemici** per la **stabilità finanziaria** che derivano da sviluppi interni al sistema finanziario, tenendo conto degli andamenti macroeconomici, in modo da evitare periodi di turbolenze diffuse.

Consiglio dell'Unione europea (Consiglio UE) [Council of the European Union (EU Council): istituzione dell'UE 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 BCE. Comprende tutti i membri del **Comitato esecutivo** della BCE e i governatori delle BCN dei paesi dell'UE la cui moneta è l'euro.

Consiglio Ecofin [ECOFIN Council]: termine spesso utilizzato per designare il **Consiglio dell'Unione europea** riunito nella composizione dei ministri economici e finanziari.

Consiglio europeo [European Council]: istituzione dell'UE che riunisce i capi di Stato o di governo degli Stati membri dell'UE, nonché il Presidente della Commissione europea e il Presidente dello stesso Consiglio europeo, quali membri non votanti. Fornisce all'UE l'impulso necessario al suo sviluppo e ne definisce le priorità e gli indirizzi politici generali. Non è investito di alcuna funzione legislativa.

Consiglio generale [General Council]: uno degli organi decisionali della BCE. Comprende il Presidente e il Vicepresidente della BCE e i governatori di tutte le BCN del **Sistema europeo di banche centrali**.

Controparte [counterparty]: l'altra parte coinvolta in un'operazione finanziaria (ad esempio, qualsiasi soggetto che effettui un'operazione con la banca centrale).

Controparte centrale [central counterparty (CCP)]: entità che si interpone, in uno o più mercati, tra le **controparti** dei contratti scambiati, configurandosi come unico acquirente nei confronti di tutti i venditori e unico venditore nei confronti di tutti gli acquirenti e assicurando l'esecuzione dei contratti in essere.

Debito (delle amministrazioni pubbliche) [debt (general government)]: debito totale lordo (banconote, monete e depositi, prestiti e **titoli di debito**) al valore nominale in essere alla fine dell'esercizio finanziario, consolidato tra e nei settori delle **amministrazioni pubbliche**.

Deflatore del PIL [GDP deflator]: prodotto interno lordo (PIL) espresso ai prezzi correnti (PIL in termini nominali) diviso per il volume del PIL (PIL in termini reali). È anche noto come deflatore implicito dei prezzi del PIL.

Depositi presso la banca centrale [deposit facility]: categoria di **operazioni attivabili su iniziativa delle controparti** messa a disposizione dall'**Eurosistema**. Le **controparti** possono farvi ricorso per effettuare depositi overnight presso le BCN, remunerati a un tasso di interesse prestabilito (cfr. anche **tassi di interesse di riferimento della BCE**).

Disavanzo (delle amministrazioni pubbliche) [deficit (general government)]: indebitamento netto, ossia differenza fra le entrate e le spese totali, delle **amministrazioni pubbliche**.

Ente creditizio [credit institution]: impresa la cui attività consiste nel ricevere dal pubblico depositi o altri fondi rimborsabili e nel concedere crediti per proprio conto.

Eonia [EONIA (euro overnight index average)]: misura del tasso di interesse effettivo per il mercato interbancario *overnight* in euro. Si calcola come media ponderata dei tassi di interesse sulle operazioni di prestito *overnight* denominate in euro non coperte da garanzie, sulla base delle segnalazioni di un gruppo selezionato di banche.

Euribor [EURIBOR (euro interbank offered rate)]: tasso applicato ai prestiti in euro tra banche con elevato merito di credito; viene calcolato quotidianamente per depositi interbancari con scadenze varie, non superiori a dodici mesi, sulla base delle segnalazioni di un gruppo selezionato di banche.

Eurogruppo [Eurogroup]: consesso informale dei ministri economici e finanziari degli Stati membri dell'UE la cui moneta è l'euro. Il suo status è riconosciuto all'articolo 137 del **Trattato** e nel Protocollo n. 14. La Commissione europea e la BCE sono regolarmente invitate a prendere parte alle sue riunioni.

European Financial Stability Facility (EFSF): società a responsabilità limitata creata dai paesi membri dell'**area dell'euro**, su base intergovernativa, allo scopo di erogare prestiti ai paesi dell'area in difficoltà finanziarie. Tale sostegno finanziario è vincolato al rispetto di condizioni rigorose

nel contesto dei programmi congiunti dell'UE e dell'FMI. L'EFSF ha una capacità effettiva di finanziamento di 440 miliardi di euro e i suoi prestiti sono finanziati con l'emissione di **titoli di debito**, garantiti *pro quota* dai paesi dell'area.

Eurosistema [Eurosistem]: il sistema di banche centrali dell'**area dell'euro**. Comprende la BCE e le BCN degli Stati membri dell'UE la cui moneta è l'euro.

Garanzia [collateral]: attività costituite in pegno o trasferite in altra forma a garanzia del rimborso di un finanziamento, nonché attività cedute nell'ambito di **operazioni pronti contro termine** (in entrambi i casi, ad esempio, dagli **enti creditizi** alle banche centrali).

IFM (istituzioni finanziarie monetarie) [MFIs (monetary financial institutions)]: istituzioni finanziarie che nel loro insieme costituiscono il settore emittente moneta nell'**area dell'euro**. Includono l'**Eurosistema**, gli **enti creditizi** residenti (come definiti dal diritto dell'UE) e tutte le altre istituzioni finanziarie residenti la cui attività consiste nell'accettare depositi e/o loro sostituti assimilabili da soggetti diversi dalle IFM e nel concedere crediti e/o effettuare investimenti in titoli per proprio conto (almeno in termini economici). In quest'ultima categoria di istituzioni rientrano prevalentemente i fondi comuni monetari, ossia fondi che investono in strumenti a breve termine e a basso rischio, solitamente con scadenza pari o inferiore a un anno.

Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) [Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)]: misura dell'andamento dei prezzi al consumo calcolata dall'Eurostat e armonizzata per tutti gli Stati membri dell'UE.

Investimenti diretti [direct investment]: investimenti internazionali effettuati allo scopo di ottenere un interesse durevole in una società residente in un altro paese (con ciò si intende, in pratica, una partecipazione non inferiore al 10 per cento delle quote ordinarie o dei diritti di voto). Includono capitale azionario e altre partecipazioni, utili reinvestiti e altri proventi riconducibili a operazioni di prestito intersocietario.

Istituto monetario europeo (IME) [European Monetary Institute (EMI)]: organo di carattere temporaneo fondato all'inizio della Seconda fase dell'**Unione economica e monetaria**, il 1° gennaio 1994. È stato posto in liquidazione in seguito alla costituzione della BCE il 1° giugno 1998.

M1: aggregato monetario ristretto che include le banconote e monete in circolazione e i depositi a vista detenuti presso le **IFM** e le **amministrazioni centrali** (ad esempio, presso le Poste o il Tesoro).

M2: aggregato monetario intermedio. Comprende **M1**, i depositi rimborsabili su preavviso non superiore a tre mesi (cioè i depositi a risparmio a breve termine) e i depositi con durata prestabilita non superiore a due anni (cioè i depositi a termine a breve scadenza) detenuti presso le **IFM** e le **amministrazioni centrali**.

M3: aggregato monetario ampio che si compone di **M2** più gli strumenti negoziabili, in particolare le **operazioni pronti contro termine**, le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e i **titoli di debito** con scadenza non superiore a due anni emessi dalle **IFM**.

Meccanismo europeo di stabilità (MES) [European Stability Mechanism (ESM)]: organismo intergovernativo creato dai paesi dell'**area dell'euro** in base al Trattato che istituisce il Meccanismo

europeo di stabilità. Offre un meccanismo permanente di gestione delle crisi in grado di fornire assistenza finanziaria ai paesi dell'area dell'euro ove si determini che ciò sia indispensabile per salvaguardare la **stabilità finanziaria** dell'area dell'euro nel suo insieme. L'entrata in vigore del MES è prevista per il 1° luglio 2012. Il MES sostituisce sia l'**European Financial Stability Facility** sia il **Meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria** e avrà una capacità di finanziamento effettiva iniziale di 500 miliardi di euro. I prestiti erogati nell'ambito del MES saranno soggetti a condizioni rigorose.

Meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria (MESF) [European Financial Stabilisation Mechanism (EFSM)]: strumento dell'UE che, in base all'articolo 122, paragrafo 2, del **Trattato**, consente alla Commissione europea di raccogliere, per conto dell'Unione, fino a 60 miliardi di euro da destinare a prestiti per Stati membri dell'UE che versano o rischiano di incorrere in situazioni eccezionali al di fuori del loro controllo. I prestiti del MESF sono vincolati al rispetto di condizioni rigorose nel contesto di programmi congiunti dell'UE e dell'FMI.

Mercato monetario [money market]: mercato per la raccolta, l'investimento e lo scambio di fondi a breve termine mediante strumenti che generalmente hanno scadenza originaria non superiore a un anno.

Misure non convenzionali [non-standard measures]: misure temporanee adottate 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 BCE.

Negoziare fuori borsa [over-the-counter (OTC) trading]: forma di contrattazione che non comporta il ricorso a un mercato regolamentato. Nei mercati fuori borsa, come quelli dei derivati OTC, gli operatori negoziano direttamente tra loro, tipicamente attraverso collegamenti telefonici e telematici.

Nuovi accordi europei di cambio (AEC II) [ERM II (exchange rate mechanism II)]: accordi che definiscono l'assetto per la cooperazione nel settore delle politiche del cambio tra i paesi dell'**area dell'euro** e gli altri Stati membri dell'UE. Gli AEC II prevedono un meccanismo multilaterale di parità centrali fisse ma modificabili e una banda di oscillazione standard del ± 15 per cento. Le decisioni riguardanti le parità centrali ed eventualmente il restringimento delle bande di oscillazione sono prese di comune accordo dagli Stati membri dell'UE interessati, dai paesi dell'area dell'euro, dalla BCE e dagli altri Stati membri dell'UE che aderiscono agli accordi. Tutti i partecipanti agli AEC II, compresa la BCE, hanno il diritto di avviare una procedura confidenziale volta a modificare le parità centrali (riallineamento).

Operazione di mercato aperto [open market operation]: operazione effettuata su iniziativa della banca centrale nei mercati finanziari. Con riferimento alle loro finalità, regolarità e procedure, le operazioni di mercato aperto dell'**Eurosistema** si possono suddividere in quattro categorie: **operazioni di rifinanziamento principali**, **operazioni di rifinanziamento a più lungo termine**,

operazioni di regolazione puntuale e operazioni di tipo strutturale. Le **operazioni temporanee** costituiscono il principale strumento utilizzato dall'Eurosistema per gli interventi di mercato aperto e possono essere impiegate per tutte le categorie summenzionate. Per le operazioni di tipo strutturale sono, inoltre, disponibili l'emissione di certificati di debito e le operazioni definitive, mentre per le operazioni di regolazione puntuale si possono anche utilizzare le operazioni definitive, quelle di *swap* in valuta e la raccolta di depositi a tempo determinato.

Operazione di regolazione puntuale [*fine-tuning operation*]: operazione di mercato aperto effettuata dall'Eurosistema per rispondere a variazioni inattese delle condizioni di liquidità nel mercato. Questa categoria di operazioni non ha frequenza né scadenza standardizzata.

Operazione di rifinanziamento a più lungo termine [*longer-term refinancing operation*]: operazione di credito con scadenza superiore a una settimana eseguita dall'Eurosistema sotto forma di **operazione temporanea**. Le regolari operazioni mensili hanno scadenza a tre mesi. Durante le turbolenze sui mercati finanziari iniziate nell'agosto 2007 sono state condotte operazioni aggiuntive con frequenza variabile e durata compresa tra un **periodo di mantenimento** delle riserve e 36 mesi.

Operazione di rifinanziamento marginale [*marginal lending facility*]: tipo di **operazione attivabile su iniziativa delle controparti** messo a disposizione dall'Eurosistema, attraverso cui le **controparti** possono ottenere dalle BCN, a un tasso di interesse predefinito, credito *overnight* a fronte di attività idonee (cfr. anche **tassi di interesse di riferimento della BCE**).

Operazione di rifinanziamento principale [*main refinancing operation*]: regolare **operazione di mercato aperto** eseguita dall'Eurosistema sotto forma di **operazioni temporanee**. Le operazioni di rifinanziamento principale sono effettuate tramite una procedura d'asta standard settimanale, solitamente con scadenza a una settimana.

Operazione pronti contro termine [*repurchase agreement*]: assunzione di un prestito in contanti mediante la vendita di un'attività, solitamente un titolo a reddito fisso, e il suo successivo riacquisto a una data prefissata e a un prezzo prestabilito lievemente superiore, che riflette il tasso di interesse.

Operazione temporanea [*reverse transaction*]: operazione mediante la quale la banca centrale acquista/vende attività a pronti con patto di vendita/riacquisto a termine, ovvero eroga credito a fronte di una **garanzia**.

Operazioni attivabili su iniziativa delle controparti [*standing facility*]: operazioni di credito che una banca centrale mette a disposizione delle **controparti**, attivabili su iniziativa di queste ultime. L'Eurosistema ne prevede di due tipi, entrambe con scadenza *overnight*: le **operazioni di rifinanziamento marginale** e i **depositi presso la banca centrale**.

Passività soggette a riserva [*reserve base*]: somma delle voci di bilancio (in particolare passività) che costituiscono la base di calcolo per la **riserva obbligatoria** di un **ente creditizio**.

Patto di stabilità e crescita [*Stability and Growth Pact*]: è stato concepito a salvaguardia di finanze pubbliche sane negli Stati membri dell'UE, al fine di rafforzare i presupposti per la **stabilità dei prezzi** e per una crescita vigorosa e sostenibile in grado di favorire la creazione di posti di lavoro. Il Patto prevede quindi che gli Stati membri specifichino obiettivi di bilancio a medio termine. Contiene, inoltre, precisazioni concrete in merito alla **procedura per i disavanzi eccessivi**. Gli atti

che lo compongono sono la risoluzione del **Consiglio europeo** sul Patto di stabilità e crescita, adottata ad Amsterdam il 17 giugno 1997, e tre regolamenti del Consiglio: 1) Regolamento (CE) n. 1466/97, del 7 luglio 1997, per il rafforzamento della sorveglianza delle posizioni di bilancio, nonché della sorveglianza e del coordinamento delle politiche economiche; 2) Regolamento (CE) n. 1467/97, del 7 luglio 1997, per l'accelerazione e il chiarimento delle modalità di attuazione della procedura per i disavanzi eccessivi e 3) Regolamento (UE) n. 1173/2011 del 16 novembre 2011, relativo all'effettiva esecuzione della sorveglianza di bilancio nella zona euro. Il Patto è integrato dalla relazione del **Consiglio Ecofin** intitolata *Migliorare l'attuazione del Patto di stabilità e crescita*, approvata dal Consiglio europeo di Bruxelles del 22-23 marzo 2005, nonché da un codice di condotta sulle specifiche riguardanti l'applicazione del Patto di stabilità e crescita e sulle linee direttrici concernenti la presentazione e il contenuto dei programmi di stabilità e convergenza, approvato dal Consiglio Ecofin l'11 ottobre 2005.

Periodo di mantenimento [*maintenance period*]: periodo considerato per l'adempimento dell'obbligo di riserva da parte degli **enti creditizi**. Ha inizio il giorno di regolamento della prima **operazione di rifinanziamento principale** successiva alla riunione del **Consiglio direttivo** in cui è programmata la valutazione mensile dell'orientamento di politica monetaria. La BCE pubblica un calendario dei periodi di mantenimento delle riserve almeno tre mesi prima dell'inizio dell'anno.

Procedura per i disavanzi eccessivi [*excessive deficit procedure*]: il **Trattato**, ai sensi dell'articolo 126 e come specificato nel Protocollo n. 12 sulla procedura per i disavanzi eccessivi, richiede agli Stati membri dell'UE di mantenere la disciplina di bilancio; definisce i criteri secondo i quali stabilire se la posizione di bilancio debba essere considerata in disavanzo eccessivo e prevede le misure da intraprendere qualora si 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, che costituisce parte integrante del **Patto di stabilità e crescita**.

Prodotto interno lordo (PIL) [*gross domestic product (GDP)*]: misura dell'attività economica, ossia valore della produzione complessiva di beni e servizi di un'economia, al netto dei consumi intermedi, più le imposte nette sui prodotti e sulle importazioni, in un dato periodo. Il PIL può essere disaggregato in componenti di prodotto, di spesa e di reddito. I principali aggregati di spesa che formano il PIL sono: consumi finali delle famiglie, consumi finali collettivi, investimenti fissi lordi, variazione delle scorte, importazioni ed esportazioni di beni e servizi (compreso l'interscambio fra i paesi dell'area dell'euro).

Programma per il mercato dei titoli finanziari (SMP) [*Securities Markets Programme (SMP)*]: programma di intervento nei mercati dei **titoli di debito** pubblici e privati dell'**area dell'euro** per garantire spessore e liquidità in segmenti che presentano disfunzioni, al fine di ripristinare l'adeguato funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria.

Programma per l'acquisto di obbligazioni garantite (CBPP) [*Covered bond purchase programme (CBPP)*]: programma della BCE istituito in base alla decisione assunta il 7 maggio 2009 dal **Consiglio direttivo** in merito all'acquisto di obbligazioni garantite denominate in euro emesse nell'**area dell'euro**, allo scopo di sostenere uno specifico segmento del mercato finanziario rilevante per il finanziamento delle banche, che risultava particolarmente colpito dalla crisi. Gli acquisti nell'ambito del programma, per un valore nominale di 60 miliardi di euro, si sono conclusi entro il 30 giugno 2010. Il 6 ottobre 2011 il Consiglio direttivo ha deciso di lanciare un secondo

Programma per l'acquisto di obbligazioni garantite (CBPP2), che consente all'**Eurosistema** di acquistare obbligazioni garantite denominate in euro emesse nell'area dell'euro per un valore nominale prospettato di 40 miliardi di euro. Gli acquisti sono effettuati nei mercati sia primario sia secondario.

Proiezioni [projections]: risultato dell'esercizio condotto quattro volte all'anno sui possibili sviluppi macroeconomici nell'**area dell'euro**. Le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'**Eurosistema** sono pubblicate in giugno e dicembre, mentre quelle degli esperti della BCE sono diffuse in marzo e settembre. Costituiscono parte integrante dell'**analisi economica**, uno dei pilastri della strategia di politica monetaria della BCE, e pertanto rientrano fra i diversi elementi informativi che confluiscono nella valutazione dei rischi per la **stabilità dei prezzi** effettuata dal **Consiglio direttivo**.

Raccordo disavanzo-debito (delle amministrazioni pubbliche) [deficit-debt adjustment (general government)]: differenza tra il saldo di bilancio (avanzo o **disavanzo**) delle **amministrazioni pubbliche** e la variazione del **debito**.

Rapporto debito pubblico/PIL (riferito alle amministrazioni pubbliche) [debt-to-GDP ratio (general government)]: rapporto tra il **debito** e il **prodotto interno lordo** ai prezzi di mercato correnti. È oggetto di uno dei criteri di convergenza relativi alla finanza pubblica previsti dall'articolo 126, paragrafo 2, del **Trattato** per individuare l'esistenza di un disavanzo eccessivo.

Rapporto disavanzo pubblico/PIL (riferito alle amministrazioni pubbliche) [deficit ratio (general government)]: rapporto tra il **disavanzo** pubblico e il **prodotto interno lordo** ai prezzi di mercato correnti. È oggetto di uno dei criteri di convergenza relativi alla finanza pubblica previsti dall'articolo 126, paragrafo 2, del **Trattato** per individuare l'esistenza di un disavanzo eccessivo (cfr. anche **procedura per i disavanzi eccessivi**). Viene anche denominato rapporto disavanzo dei conti pubblici/PIL oppure saldo di bilancio in rapporto al PIL.

Reddito monetario [monetary income]: reddito ottenuto dalle BCN nell'esercizio delle funzioni di politica monetaria dell'**Eurosistema**, riveniente dalle attività individuate conformemente agli indirizzi definiti dal **Consiglio direttivo** e detenute in contropartita delle banconote in circolazione e dei depositi costituiti dagli **enti creditizi**.

Rischio di credito [credit risk]: rischio che una **controparte** non assolva un'obbligazione per l'intero valore, né alla scadenza né in un momento successivo. Il rischio di credito include il rischio per costo di sostituzione, il rischio di capitale e quello di inadempienza della banca di regolamento.

Rischio di mercato [market risk]: rischio di incorrere in perdite (su posizioni sia in bilancio sia fuori bilancio) a causa di movimenti dei prezzi di mercato.

Rischio di regolamento [settlement risk]: rischio che il regolamento nell'ambito di un sistema di trasferimento non abbia luogo come previsto, di solito perché una parte non adempie a uno o più obblighi di regolamento. Comprende in particolare il rischio operativo, il **rischio di credito** e il rischio di liquidità.

Rischio sistemico [systemic risk]: rischio che, all'interno di un sistema, l'incapacità di un operatore di rispettare entro i termini previsti le obbligazioni a cui è tenuto impedisca ad altri operatori di assolvere le proprie al momento della scadenza. Una tale inadempienza, riconducibile a difficoltà

operative o finanziarie, potrebbe generare ripercussioni (ad esempio significativi problemi di liquidità o di credito) e conseguentemente mettere a rischio la stabilità del sistema finanziario o la fiducia nello stesso.

Riserva obbligatoria [*reserve requirement*]: ammontare minimo che un **ente creditizio** deve detenere a titolo di riserva presso l'**Eurosistema** per un **periodo di mantenimento** predefinito. L'ottemperanza a tale obbligo viene valutata in base alla media dei saldi giornalieri dei conti di riserva sul periodo di mantenimento.

Sistema di deposito accentrato (SDA) [*central securities depository (CSD)*]: sistema che a) consente l'esecuzione e il regolamento delle operazioni in titoli mediante scrittura contabile, b) offre servizi di custodia (ad esempio gestione degli eventi societari e dei rimborsi) e c) svolge un ruolo attivo nell'assicurare l'integrità delle emissioni di titoli. Questi ultimi possono essere detenuti in forma materiale (ma immobilizzata) o in forma dematerializzata, ossia solo come scritturazione elettronica.

Sistema di regolamento delle transazioni in titoli (SRT) [*securities settlement system (SSS)*]: sistema che consente il trasferimento di titoli senza preventivo pagamento oppure contro pagamento (*delivery versus payment*, DVP).

Sistema di regolamento lordo in tempo reale (RTGS) [*real-time gross settlement system (RTGS)*]: sistema di regolamento in cui l'esecuzione e il regolamento avvengono per singola operazione in tempo reale (cfr. anche **Target**).

Sistema europeo dei conti 1995 (SEC95) [*European System of Accounts 1995 (ESA 95)*]: sistema organico e integrato di conti macroeconomici basato su un insieme di concetti, definizioni e classificazioni di natura statistica e norme contabili concordati a livello internazionale, con la finalità di fornire una descrizione quantitativa armonizzata delle economie degli Stati membri dell'UE. Costituisce il corrispondente, per l'UE, del *System of National Accounts 1993* (SNA 93) concepito su scala mondiale.

Sistema europeo di banche centrali (SEBC) [*European System of Central Banks (ESCB)*]: è costituito dalla BCE e dalle banche centrali nazionali dei 27 Stati membri dell'UE; comprende pertanto, oltre all'**Eurosistema**, le BCN degli Stati membri la cui moneta non è l'euro. Il SEBC è governato dal **Consiglio direttivo** e dal **Comitato esecutivo** della Banca centrale europea nonché dal **Consiglio generale**, in quanto terzo organo decisionale della BCE.

Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF) [*European System of Financial Supervision (ESFS)*]: gruppo di organismi incaricati di assicurare la vigilanza del sistema finanziario dell'UE. Comprende il **Comitato europeo per il rischio sistemico**, le tre autorità di vigilanza europee, il Comitato congiunto delle autorità europee di vigilanza e le autorità di vigilanza nazionali degli Stati membri dell'UE.

Stabilità dei prezzi [*price stability*]: preservare la stabilità dei prezzi è l'obiettivo primario dell'**Eurosistema**. Il **Consiglio direttivo** definisce la stabilità dei prezzi come un aumento sui dodici mesi dell'**indice armonizzato dei prezzi al consumo** per l'**area dell'euro** inferiore al 2 per cento. Il Consiglio direttivo ha inoltre chiarito che, nel perseguimento della stabilità dei prezzi, si prefigge di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento in un orizzonte di medio periodo.

Stabilità finanziaria [*financial stability*]: condizione per cui il sistema finanziario – comprendente intermediari, mercati e infrastrutture di mercato – è in grado di resistere agli shock e alla brusca correzione degli squilibri finanziari, riducendo così la probabilità che il processo di intermediazione finanziaria subisca turbative di gravità tale da pregiudicare in misura significativa l’allocazione dei risparmi verso opportunità di investimento redditizie.

Strategia Europa 2020 [*Europe 2020 strategy*]: strategia dell’UE per l’occupazione e per una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva; è stata adottata dal **Consiglio europeo** nel giugno 2010. Sulla scorta della precedente strategia di Lisbona, intende fornire un quadro coerente agli Stati membri dell’UE per l’attuazione di riforme strutturali finalizzate ad aumentare la crescita potenziale e a mobilitare le politiche e gli strumenti dell’UE.

Target (Sistema transeuropeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale) [*TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system)*]: sistema di regolamento lordo in tempo reale dell’Eurosistema per l’euro. Il sistema Target di prima generazione è stato sostituito da **Target2** nel maggio 2008.

Target2: sistema **Target** di seconda generazione che regola in moneta di banca centrale i pagamenti in euro; funziona mediante una piattaforma informatica unica condivisa su cui convergono tutti gli ordini di pagamento da elaborare.

Target2-Securities (T2S): piattaforma tecnica unica dell’Eurosistema che consente ai **sistemi di deposito accentrato** e alle BCN di fornire servizi di base, neutrali e senza confini, per il regolamento in moneta di banca centrale delle operazioni in titoli in Europa.

Tassi di interesse di riferimento della BCE [*key ECB interest rates*]: tassi di interesse fissati dal **Consiglio direttivo** che riflettono l’orientamento di politica monetaria della BCE. Comprendono i tassi sulle **operazioni di rifinanziamento principali**, sulle **operazioni di rifinanziamento marginale** e sui **depositi presso la banca centrale**.

Tasso di cambio effettivo (TCE) dell’euro (nominale/reale) [*effective exchange rate (EER) of the euro (nominal/real)*]: media ponderata dei tassi di cambio bilaterali dell’euro nei confronti delle valute dei principali partner commerciali dell’**area dell’euro**. La BCE pubblica gli indici del TCE nominale dell’euro nei confronti di due gruppi di paesi partner: il TCE-20 (comprendente i dieci Stati membri dell’UE non appartenenti all’area dell’euro e dieci partner commerciali al di fuori dell’UE) e il TCE-40 (composto dal TCE-20 più altri venti paesi). I coefficienti di ponderazione riflettono la quota di ciascun partner nel commercio manifatturiero dell’area e tengono conto della concorrenza sui mercati terzi. Il TCE reale si ottiene dal TCE nominale corretto per la differenza tra l’andamento di un indice medio ponderato di prezzo o di costo estero e quello del corrispondente indice interno; misura, pertanto, la competitività di prezzo o di costo.

Tasso minimo di offerta [*minimum bid rate*]: limite inferiore fissato per i tassi di interesse a cui le **controparti** possono presentare le proprie offerte nelle aste a tasso variabile.

Titolo di debito [*debt security*]: promessa da parte dell’emittente (prenditore) di effettuare uno o più pagamenti al detentore (prestatore) a una determinata data o a determinate date future. Questi titoli recano solitamente uno specifico tasso di interesse (cedola) e/o sono collocati con uno sconto rispetto all’ammontare dovuto alla scadenza.

Trattamento interamente automatizzato [straight-through processing (STP)]: trattamento automatizzato dall'ordinante al beneficiario dei trasferimenti per operazioni o pagamenti. Prevede, ove applicabile, il perfezionamento automatico di conferma, spunta e generazione degli ordini, compensazione e regolamento.

Trattati [Treaties]: salvo diversa indicazione, nel presente rapporto il termine "trattati" è usato per designare sia il **Trattato** sul funzionamento dell'Unione europea sia il Trattato sull'Unione europea.

Trattato [Treaty]: salvo diversa indicazione, nel presente rapporto con il termine "Trattato" si intende il Trattato sul funzionamento dell'Unione europea; i riferimenti agli articoli riflettono la numerazione vigente dal 1° dicembre 2009.

Trattato di Lisbona [Lisbon Treaty]: modifica i due trattati fondamentali dell'UE, ossia il Trattato sull'Unione europea e il Trattato che istituisce la Comunità europea, che è stato ridenominato **Trattato** sul funzionamento dell'Unione europea. Il Trattato di Lisbona è stato firmato nella capitale portoghese il 13 dicembre 2007 ed è entrato in vigore il 1° dicembre 2009.

Unione economica e monetaria (UEM) [Economic and Monetary Union (EMU)]: processo articolato in tre fasi, ai sensi del **Trattato**, che ha condotto all'adozione dell'euro quale moneta comune e all'attuazione della politica monetaria unica nell'**area dell'euro**, nonché al coordinamento delle politiche economiche degli Stati membri dell'UE. La Terza fase, quella conclusiva, si è aperta il 1° gennaio 1999 con il trasferimento delle competenze monetarie alla BCE e l'introduzione dell'euro. La sostituzione del contante, avvenuta il 1° gennaio 2002, ha completato la realizzazione dell'UEM.

Valore di riferimento per la crescita di M3 [reference value for M3 growth]: tasso di crescita sui dodici mesi di **M3** nel medio periodo che risulta coerente con il mantenimento della **stabilità dei prezzi**. Attualmente è fissato al 4½ per cento.

Volatilità implicita [implied volatility]: volatilità attesa, ossia deviazione standard, dei tassi di variazione del prezzo di un'attività (ad esempio un'azione o un'obbligazione). Può essere ricavata da un insieme di elementi, ossia dal prezzo dell'attività, dalla sua data di scadenza e dal prezzo di esercizio delle rispettive opzioni nonché da un tasso di rendimento privo di rischio, sulla base di un modello per la determinazione del prezzo delle opzioni, ad esempio quello di Black-Scholes.

ISSN 1561-4530



9 771561 453000