



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

# RAPPORTO SULLA CONVERGENZA MAGGIO 2012





BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA



## RAPPORTO SULLA CONVERGENZA MAGGIO 2012

Nel 2012 tutte  
le pubblicazioni della BCE  
sono 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.*

*Le statistiche contenute in questo rapporto sono aggiornate al 30 aprile 2012. La presente traduzione in italiano del Rapporto sulla convergenza del maggio 2012 contiene soltanto i capitoli Introduzione, Quadro di riferimento dell'analisi, Stato della convergenza economica e Sintesi per paese. Per maggiori informazioni, la pubblicazione completa in inglese è consultabile nel sito Internet della BCE (<http://www.ecb.europa.eu>).*

ISSN 1725-9541 (online)

# INDICE

INDICE

<b>1 INTRODUZIONE</b>	<b>5</b>
<b>2 QUADRO DI RIFERIMENTO DELL'ANALISI</b>	<b>7</b>
2.1 Convergenza economica	7
2.2 Compatibilità della legislazione nazionale con i trattati	19
<b>3 STATO DELLA CONVERGENZA ECONOMICA</b>	<b>39</b>
<b>4 SINTESI PER PAESE</b>	<b>55</b>
4.1 Bulgaria	55
4.2 Repubblica ceca	58
4.3 Lettonia	61
4.4 Lituania	64
4.5 Ungheria	67
4.6 Polonia	70
4.7 Romania	72
4.8 Svezia	74

## SIGLARIO

### PAESI

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

### ALTRE SIGLE

AEC	Accordi europei di cambio
BCE	Banca centrale europea
BCN	banche centrali nazionali
b.d.p.	bilancia dei pagamenti
BRI	Banca dei regolamenti internazionali
CD	certificati di deposito
CLUPM	costo del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera
CLUPT	costi del lavoro per unità di prodotto nel totale dell'economia
EUR	euro
FMI	Fondo monetario internazionale
IAPC	indice armonizzato dei prezzi al consumo
IFM	istituzioni finanziarie monetarie
ILO	Organizzazione internazionale del lavoro
IME	Istituto monetario europeo
IPC	indice dei prezzi al consumo
IPP	indice dei prezzi alla produzione
MBP5	manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti (5ª edizione)
OCSE	Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico
PIL	prodotto interno lordo
SEBC	Sistema europeo di banche centrali
SEC 95	Sistema europeo dei conti nazionali 1995
TCE	tasso di cambio effettivo
TSCG	Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance nell'Unione economica e monetaria
UE	Unione europea
UEM	Unione economica e monetaria

**Gli Stati membri dell'UE sono elencati in questo rapporto per ordine alfabetico in base ai rispettivi nomi nelle lingue nazionali, in conformità con la prassi dell'UE.**

# I INTRODUZIONE

## I INTRODUZIONE

Dall'introduzione dell'euro in undici Stati membri dell'Unione europea (UE), il 1° gennaio 1999, altri sei paesi hanno adottato la moneta unica, ultimo fra questi l'Estonia il 1° gennaio 2011. Gli Stati membri dell'UE che non partecipano a pieno titolo all'Unione economica e monetaria (UEM), ossia che non hanno ancora introdotto l'euro, sono quindi dieci, due dei quali, la Danimarca e il Regno Unito, hanno notificato la volontà di non aderire alla Terza fase dell'UEM. L'elaborazione di rapporti sulla convergenza con riferimento a questi due paesi è pertanto soggetta a richiesta da parte degli stessi. Non essendosi realizzata tale condizione, questo rapporto prende in esame otto paesi: Bulgaria, Repubblica Ceca, Lettonia, Lituania, Ungheria, Polonia, Romania e Svezia. In base al Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (Trattato) ognuno di essi è tenuto ad adottare l'euro e, a tal fine, deve compiere ogni sforzo per soddisfare tutti i criteri di convergenza.

Nel predisporre questo rapporto la Banca centrale europea (BCE) assolve l'obbligo, sancito all'articolo 140 del Trattato, di riferire al Consiglio dell'Unione europea (Consiglio dell'UE) almeno una volta ogni due anni, o su richiesta di uno Stato membro dell'UE con deroga, "sui progressi compiuti dagli Stati membri con deroga nell'adempimento degli obblighi relativi alla realizzazione dell'Unione economica e monetaria". La presente analisi sugli otto paesi menzionati viene quindi effettuata nel quadro del regolare esercizio biennale. Il rapporto stilato dalla BCE e quello redatto dalla Commissione europea, in virtù dello stesso mandato, sono sottoposti al Consiglio dell'UE in parallelo.

La BCE si rifà allo schema di valutazione adottato nei precedenti rapporti sulla convergenza per esaminare, con riferimento agli otto paesi interessati, se sia stato conseguito un grado di convergenza elevato e sostenibile in ambito economico, se la legislazione nazionale risulti compatibile con il Trattato e siano soddisfatti i requisiti di natura giuridica imposti alle banche centrali nazionali (BCN) come condizione per divenire parte integrante dell'Eurosistema.

La valutazione del processo di convergenza economica dipende fortemente dalla qualità e dall'integrità delle statistiche su cui si fonda. La compilazione e la segnalazione delle statistiche, in special modo dei dati sui conti pubblici, non devono essere influenzate da considerazioni o interferenze politiche. Agli Stati membri dell'UE è stato chiesto di attribuire elevata priorità alla qualità e all'integrità delle loro statistiche, di predisporre un adeguato sistema di controlli incrociati in sede di compilazione e di applicare requisiti minimi di qualità. Tali requisiti sono della massima importanza per rafforzare l'indipendenza, l'integrità e la responsabilità di dar conto del proprio operato degli istituti nazionali di statistica, nonché per sostenere la fiducia nella qualità dei dati sulle finanze pubbliche (cfr. la sezione 9 del capitolo 5).

Il rapporto si articola nel modo seguente: il capitolo 2 descrive lo schema di valutazione adottato per l'esame della convergenza economica e legale; il capitolo 3 fornisce un'analisi orizzontale degli aspetti principali della convergenza economica; il capitolo 4 presenta una sintesi per paese corredata dei principali risultati ottenuti sulla base di tale esame; il capitolo 5 approfondisce l'analisi dello stato della convergenza economica in ciascuno degli otto Stati membri dell'UE e delinea gli indicatori di convergenza e la metodologia statistica applicata per la loro costruzione; infine, il capitolo 6 verte sulla compatibilità delle legislazioni nazionali, compresi gli statuti delle banche centrali, con gli articoli 130 e 131 del Trattato e con lo Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea (Statuto).



## 2 QUADRO DI RIFERIMENTO DELL'ANALISI

### 2.1 CONVERGENZA ECONOMICA

La BCE valuta la convergenza economica degli otto Stati membri dell'UE interessati rifacendosi per ciascuno di essi al medesimo quadro di riferimento per l'analisi. Quest'ultimo si basa, innanzitutto, sulle disposizioni del Trattato e sulla loro applicazione da parte della BCE per quanto concerne l'andamento dei prezzi, i saldi di bilancio e i rapporti fra debito pubblico e PIL, i tassi di cambio, i tassi di interesse a lungo termine e altri fattori rilevanti per l'integrazione e la convergenza economiche. Inoltre, tiene conto di una serie di altri indicatori economici sia retrospettivi che prospettici considerati utili per un esame più approfondito della sostenibilità della convergenza. La valutazione degli Stati membri in rassegna sulla base dell'insieme di questi fattori è importante affinché la loro integrazione nell'area dell'euro proceda senza grandi difficoltà. I riquadri da 1 a 5 richiamano brevemente le disposizioni giuridiche e forniscono precisazioni metodologiche sulle rispettive modalità di applicazione da parte della BCE.

Per assicurare continuità nell'analisi e condizioni di trattamento paritarie, il presente rapporto incorpora i principi stabiliti nelle precedenti edizioni pubblicate dalla BCE, e ancor prima dall'Istituto monetario europeo (IME). In particolare, nell'esame dei criteri di convergenza la BCE segue alcuni principi guida. In primo luogo, i singoli criteri sono interpretati e applicati in modo rigoroso, poiché la loro funzione principale è garantire che solo gli Stati membri aventi condizioni economiche idonee al mantenimento della stabilità dei prezzi e al buon funzionamento dell'area dell'euro possano parteciparvi. In secondo luogo, dato che i criteri di convergenza costituiscono un insieme integrato e coeso, devono essere soddisfatti nella loro totalità; il Trattato pertanto non li elenca secondo un ordine d'importanza ma li pone sullo stesso piano. In terzo luogo, i criteri di convergenza devono essere osservati sulla base di dati effettivi. In quarto luogo, la verifica dei criteri deve caratterizzarsi per coerenza, trasparenza e semplicità. Infine, si rileva che i criteri di convergenza devono essere rispettati in modo duraturo, non solo in un dato momento. Per questo motivo l'esame effettuato per ciascun paese approfondisce gli aspetti connessi con la sostenibilità della convergenza.

Vengono pertanto analizzati retrospettivamente gli andamenti economici negli Stati membri interessati con riferimento, in linea di principio, all'ultimo decennio. Questo approccio aiuta a stabilire con maggior precisione quanto gli attuali risultati siano realmente frutto di aggiustamenti di natura strutturale; ciò a sua volta dovrebbe consentire una più accurata valutazione della sostenibilità della convergenza economica.

Inoltre viene condotta, nella misura opportuna, un'analisi prospettica rivolgendo particolare attenzione al fatto che la sostenibilità di andamenti economici favorevoli si fondi sulla capacità delle politiche economiche di rispondere alle sfide presenti e future in modo adeguato e con effetti duraturi. Una forte governance e istituzioni solide sono altrettanto essenziali per favorire una crescita del prodotto durevole nel medio-lungo periodo. Nell'insieme, si rileva che per preservare nel tempo i risultati raggiunti sul piano della convergenza economica occorre conseguire una forte posizione di partenza, assicurare l'esistenza di istituzioni solide e perseguire politiche economiche adeguate dopo l'adozione dell'euro.

Il quadro di riferimento comune per l'analisi viene applicato individualmente agli otto Stati membri dell'UE in rassegna. L'esame effettuato per ciascun paese, incentrato sui risultati rispettivamente ottenuti, va considerato separatamente, in conformità con l'articolo 140 del Trattato.

Le statistiche contenute in questo rapporto sono aggiornate al 30 aprile 2012. I dati statistici utilizzati per la verifica della convergenza sono stati forniti dalla Commissione europea (cfr. la sezione 9



del capitolo 5, nonché le tavole e le figure), con la collaborazione della BCE per quanto concerne i tassi di cambio e i tassi di interesse a lungo termine. Con riferimento agli andamenti dei prezzi e dei tassi di interesse a lungo termine, i dati rilevanti ai fini della convergenza giungono fino al marzo 2012, ultimo mese per il quale erano disponibili le statistiche relative agli indici armonizzati dei prezzi al consumo (IAPC). Per i dati mensili sui tassi di cambio il periodo in esame termina nell'aprile 2012, mentre per i dati storici sui conti pubblici copre fino al 2011. Si considerano, inoltre, le previsioni di varie fonti e gli ultimi programmi di convergenza degli Stati membri in rassegna, nonché altre informazioni ritenute rilevanti ai fini di un'analisi prospettica della sostenibilità della convergenza, fra cui le previsioni di primavera e la Relazione sul meccanismo di allerta predisposte dalla Commissione europea<sup>1</sup> e divulgate rispettivamente l'11 maggio e il 14 febbraio 2012. Il presente rapporto è stato adottato dal Consiglio generale della BCE il 25 maggio.

Per quanto concerne l'andamento dei prezzi, le disposizioni giuridiche e le relative modalità di applicazione da parte della BCE sono illustrate nel riquadro 1.

<sup>1</sup> Prima fase della nuova procedura di sorveglianza per la prevenzione e la correzione degli squilibri macroeconomici (per ulteriori informazioni, cfr. il glossario).

## Riquadro 1

### ANDAMENTO DEI PREZZI

#### 1 Disposizioni del Trattato

L'articolo 140, paragrafo 1, primo trattino, del Trattato richiede che il rapporto sulla convergenza esamini la realizzazione di un alto grado di convergenza sostenibile con riferimento al rispetto del seguente criterio da parte di ciascuno Stato membro:

“il raggiungimento di un alto grado di stabilità dei prezzi; questo risulterà da un tasso d'inflazione prossimo a quello dei tre Stati membri, al massimo, che hanno conseguito i migliori risultati in termini di stabilità dei prezzi”.

L'articolo 1 del Protocollo (n. 13) sui criteri di convergenza di cui all'articolo 140 del Trattato stabilisce che:

“il criterio relativo alla stabilità dei prezzi, di cui all'articolo 140, paragrafo 1, primo trattino, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea, significa che gli Stati membri hanno un andamento dei prezzi che è sostenibile ed un tasso medio d'inflazione che, osservato per un periodo di un anno anteriormente all'esame, non supera di oltre 1,5 punti percentuali quello dei tre Stati membri, al massimo, che hanno conseguito i migliori risultati in termini di stabilità dei prezzi. L'inflazione si misura mediante l'indice dei prezzi al consumo (IPC) calcolato su base comparabile, tenendo conto delle differenze delle definizioni nazionali.”

#### 2 Modalità di applicazione delle disposizioni del Trattato

Nel contesto del presente rapporto la BCE applica le disposizioni del Trattato nel seguente modo.

Per quanto riguarda il “tasso medio d’inflazione [...], osservato per un periodo di un anno anteriormente all’esame”, tale indicatore è stato calcolato come variazione della media degli ultimi dodici mesi per i quali sono disponibili dati sullo IAPC rispetto alla media dei dodici mesi precedenti. Il periodo di riferimento considerato per il tasso di inflazione è aprile 2011 - marzo 2012.

Il concetto di “tre Stati membri, al massimo, che hanno conseguito i migliori risultati in termini di stabilità dei prezzi”, adottato per la determinazione del valore di riferimento, è stato applicato calcolando la media aritmetica semplice dei tre tassi di inflazione più contenuti registrati dagli Stati membri dell’UE, ossia quelli di Svezia (1,3 per cento), Irlanda (1,4 per cento) e Slovenia (2,1 per cento). Nel periodo in rassegna non sono stati rilevati valori “fuori linea”<sup>1</sup>. Dal calcolo risulta un tasso medio dell’1,6 per cento che, aggiungendo 1,5 punti percentuali, dà un valore di riferimento del 3,1 per cento.

L’inflazione è stata misurata sullo IAPC, costruito allo scopo di fornire una base comparabile per valutare la convergenza in termini di stabilità dei prezzi (cfr. la sezione 9 del capitolo 5). Il tasso medio di inflazione dell’area dell’euro è riportato a fini informativi nella parte statistica del presente rapporto.

1 Il concetto di valore “fuori linea” è stato menzionato nei precedenti rapporti sulla convergenza della BCE (ad esempio nel 2010), nonché in quelli dell’IME. Coerentemente con tali rapporti uno Stato membro è considerato fuori linea se si verificano due condizioni: il tasso medio di inflazione sui dodici mesi è inferiore in misura significativa ai corrispondenti tassi degli altri Stati membri e l’andamento dei prezzi ha risentito fortemente di fattori eccezionali. Includere un paese con un valore fuori linea tra quelli con i migliori risultati in termini di stabilità dei prezzi determinerebbe una distorsione del valore di riferimento. Nell’individuare i valori fuori linea non si segue un approccio automatico, bensì un metodo finalizzato a trattare in modo adeguato potenziali notevoli distorsioni dell’andamento dell’inflazione dei singoli paesi. A titolo di esempio, nei rapporti sulla convergenza del 2010 della BCE e della Commissione europea l’Irlanda è stata ritenuta fuori linea, poiché in quel periodo il suo tasso di inflazione era inferiore di 1,5 punti percentuali al secondo tasso più contenuto rilevato nell’UE, di riflesso al rallentamento eccezionalmente forte dell’attività economica e alla connessa significativa flessione dei salari nel paese. Attualmente, tuttavia, il tasso di crescita del prodotto in termini reali e il tasso di inflazione dell’Irlanda non divergono in misura notevole da quelli di altri Stati membri.

Per consentire un esame più approfondito della sostenibilità dell’andamento dei prezzi negli otto paesi considerati, il tasso medio di inflazione misurato sullo IAPC nel periodo di riferimento di 12 mesi (aprile 2011 - marzo 2012) viene valutato alla luce dei risultati economici ottenuti da quegli Stati membri in termini di stabilità dei prezzi negli ultimi dieci anni. In tale contesto si vaglia l’orientamento della politica monetaria, in particolare per stabilire se l’attenzione delle autorità monetarie si sia concentrata soprattutto sul conseguimento e sul mantenimento della stabilità dei prezzi, nonché il contributo fornito dalle altre aree della politica economica alla realizzazione di tale obiettivo. Si tiene conto, inoltre, di come il contesto macroeconomico abbia inciso sul raggiungimento della stabilità dei prezzi e la loro evoluzione è esaminata alla luce delle condizioni della domanda e dell’offerta analizzando, fra l’altro, i fattori che influenzano il costo del lavoro per unità di prodotto e i prezzi all’importazione. Infine vengono prese in considerazione le tendenze che emergono da altri importanti indicatori dei prezzi, quali lo IAPC al netto dei beni alimentari non trasformati e dell’energia, lo IAPC ad aliquote fiscali costanti, l’IPC nazionale, il deflatore dei consumi privati, il deflatore del PIL e i prezzi alla produzione. Con riferimento alle prospettive future, vengono delineati gli andamenti attesi dell’inflazione nei prossimi anni, incluse le previsioni dei principali organismi internazionali e operatori di mercato, e sono analizzati gli aspetti istituzionali e strutturali rilevanti per il mantenimento di un contesto economico idoneo alla stabilità dei prezzi dopo l’adozione dell’euro.

Per quanto riguarda l'andamento della finanza pubblica, le disposizioni giuridiche e le relative modalità di applicazione da parte della BCE sono presentate nel riquadro 2.

## Riquadro 2

### ANDAMENTO DELLA FINANZA PUBBLICA

#### 1 Disposizioni del Trattato e altre norme giuridiche

L'articolo 140, paragrafo 1, secondo trattino, del Trattato sancisce che il rapporto sulla convergenza esamini la realizzazione di un alto grado di convergenza sostenibile con riferimento al rispetto del seguente criterio da parte di ciascuno Stato membro:

“la sostenibilità della situazione della finanza pubblica; questa risulterà dal conseguimento di una situazione di bilancio pubblico non caratterizzata da un disavanzo eccessivo secondo la definizione di cui all'articolo 126, paragrafo 6”.

L'articolo 2 del Protocollo (n. 13) sui criteri di convergenza di cui all'articolo 140 del Trattato stabilisce che:

“il criterio relativo alla situazione di bilancio pubblico di cui all'articolo 140, paragrafo 1, secondo trattino, di detto Trattato, significa che, al momento dell'esame, lo Stato membro non è oggetto di una decisione del Consiglio di cui all'articolo 126, paragrafo 6, di detto Trattato, circa l'esistenza di un disavanzo eccessivo.”

L'articolo 126 definisce la procedura per i disavanzi eccessivi. Conformemente all'articolo 126, paragrafi 2 e 3, la Commissione europea redige un rapporto nel caso in cui uno Stato membro non soddisfi i criteri di disciplina fiscale, in particolare se:

- (a) il rapporto fra il disavanzo pubblico, previsto o effettivo, e il PIL supera il valore di riferimento (fissato nel Protocollo sulla procedura per i disavanzi eccessivi al 3 per cento), a meno che
  - il rapporto non sia diminuito in modo sostanziale e continuo e abbia raggiunto un livello che si avvicina al valore di riferimento;
  - oppure il superamento del valore di riferimento sia solo eccezionale e temporaneo e il rapporto resti vicino al valore di riferimento;
- (b) il rapporto fra il debito pubblico e il PIL supera il valore di riferimento (fissato nel Protocollo sulla procedura per i disavanzi eccessivi al 60 per cento), a meno che detto rapporto non si stia riducendo in misura sufficiente e non si avvicini al valore di riferimento con ritmo adeguato.

Inoltre, il rapporto predisposto dalla Commissione deve tenere conto dell'eventuale differenza fra il disavanzo pubblico e la spesa pubblica per investimenti e di tutti gli altri fattori rilevanti, compresa la situazione economica e di bilancio a medio termine dello Stato membro. La Commissione può inoltre elaborare un rapporto se ritiene che in un determinato Stato membro, sebbene i criteri siano rispettati, sussista il rischio di un disavanzo eccessivo. Il Comitato economico e finanziario formula un

parere in merito al rapporto della Commissione. Infine, conformemente all'articolo 126, paragrafo 6, il Consiglio dell'UE, deliberando sulla base della raccomandazione della Commissione e considerate le osservazioni che lo Stato membro interessato ritenga di formulare, decide, a maggioranza qualificata escluso lo Stato membro e dopo una valutazione globale, se esista un disavanzo eccessivo.

Le disposizioni del Trattato di cui all'articolo 126 sono ulteriormente precisate nel Regolamento (CE) n. 1467/97 del Consiglio modificato da ultimo dal Regolamento (UE) n. 1177/2011 del Consiglio<sup>1</sup>, il quale fra l'altro:

- conferma la pari importanza del criterio del debito e del criterio del disavanzo, rendendo il primo operativo e introducendo un periodo di transizione di tre anni. Ai sensi dell'articolo 2, paragrafo 1 *bis*, del regolamento, qualora ecceda il valore di riferimento, si considera che il rapporto tra il debito pubblico e il PIL si stia riducendo in misura sufficiente e si avvicini al valore di riferimento con un ritmo adeguato, se il differenziale rispetto a tale valore è diminuito negli ultimi tre anni a un ritmo medio di un ventesimo all'anno come parametro di riferimento, sulla base delle modifiche registrate negli ultimi tre anni per cui sono disponibili i dati. Del pari, il criterio del debito è considerato soddisfatto se le previsioni di bilancio della Commissione indicano che la riduzione necessaria del differenziale si produrrà nel triennio precisato. Nell'applicazione del relativo parametro, si tiene conto dell'influenza del ciclo economico sul ritmo di riduzione del debito;
- definisce in dettaglio i fattori rilevanti che la Commissione deve considerare nel predisporre la relazione di cui all'articolo 126, paragrafo 3, del Trattato, ma soprattutto specifica una serie di elementi ritenuti significativi nel valutare l'evoluzione della posizione economica, di bilancio e del debito pubblico a medio termine (cfr. l'articolo 2, paragrafo 3, del regolamento e le precisazioni sull'analisi della BCE esposta di seguito).

Inoltre, il Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance nell'Unione economica e monetaria (TSCG), che incorpora le disposizioni del Patto di stabilità e crescita rafforzato, è stato firmato il 2 marzo 2012 da 25 Stati membri dell'UE (tranne Regno Unito e Repubblica Ceca) ed entrerà in vigore dopo la ratifica da parte di 12 paesi dell'area dell'euro<sup>2</sup>. Il titolo III sul patto di bilancio enuncia, fra l'altro, una regola vincolante finalizzata ad assicurare il pareggio o l'avanzo del bilancio delle amministrazioni pubbliche. Tale regola si considera rispettata se il saldo strutturale annuo consegue l'obiettivo di medio termine specifico per il paese e non eccede un disavanzo, in termini strutturali, dello 0,5 per cento del PIL. Se il rapporto tra debito pubblico e PIL è significativamente inferiore al 60 per cento e i rischi per la sostenibilità a lungo termine delle finanze pubbliche sono contenuti, l'obiettivo di medio periodo può raggiungere al massimo un disavanzo strutturale dell'1 per cento del PIL. La regola sul parametro per la riduzione del debito di cui al Regolamento (UE) n. 1177/2011 del Consiglio, recante modifica del Regolamento (CE) n. 1467/97 del Consiglio<sup>3</sup>, è contemplata nel

1 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 (GU L 209 del 2.8.1997, pag. 6), modificato da ultimo dal Regolamento (UE) n. 1177/2011 del Consiglio, dell'8 novembre 2011 (GU L 306 del 23.11.2011, pag. 33). La versione consolidata è disponibile attraverso il collegamento: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CONSLEG:1997R1467:20111213:IT:PDF>

2 Una volta entrato in vigore, il TSCG si applicherà anche agli Stati membri dell'UE con deroga da cui è stato ratificato dalla data in cui la decisione di abrogazione della deroga ha effetto oppure da una data precedente, qualora lo Stato membro interessato manifesti l'intenzione di essere vincolato alle disposizioni del TSCG, integralmente o parzialmente, a partire da tale data precedente.

3 Regolamento (UE) n. 1177/2011 del Consiglio, dell'8 novembre 2011, che modifica il Regolamento (CE) n. 1467/97 per l'accelerazione e il chiarimento delle modalità di attuazione della procedura per i disavanzi eccessivi (GU L 306 del 23.11.2011, pag. 33).



TSCG e quindi sancita dal diritto primario per gli Stati membri dell'UE firmatari. Questi ultimi sono tenuti a enunciare in disposizioni di natura costituzionale o di livello superiore alla legge di bilancio annuale le regole stabilite e un meccanismo di correzione automatica in caso di deviazione dall'obiettivo di bilancio.

## 2 Modalità di applicazione delle disposizioni del Trattato

Ai fini dell'esame della convergenza, la BCE esprime il proprio avviso sull'andamento della finanza pubblica, di cui analizza sotto il profilo della sostenibilità i principali indicatori per il periodo 2002-2011, le prospettive e le sfide per i conti pubblici, rivolgendo particolare attenzione alle relazioni fra l'evoluzione del disavanzo e quella del debito pubblico. La BCE presenta inoltre una nuova analisi riguardante l'efficacia dei quadri di bilancio nazionali, di cui all'articolo 2, paragrafo 3, lettera b), del Regolamento (CE) n. 1467/97 del Consiglio modificato da ultimo dal Regolamento (UE) n. 1177/2011 del Consiglio, nonché alla Direttiva 2011/85/UE del Consiglio<sup>4</sup>. In aggiunta, viene valutata in via preliminare l'applicazione della regola del parametro di riferimento per la spesa, di cui all'articolo 9, paragrafo 1, del Regolamento (CE) n. 1466/97 del Consiglio modificato da ultimo dal Regolamento (UE) n. 1175/2011 del Parlamento europeo e del Consiglio<sup>5</sup>. In base a tale regola, intesa ad assicurare un adeguato finanziamento degli incrementi della spesa, gli Stati membri dell'UE che non hanno ancora raggiunto l'obiettivo di medio termine devono assicurare che la crescita annua della spesa primaria pertinente non superi un tasso inferiore al tasso di riferimento a medio termine del potenziale di crescita del PIL, a meno che il superamento non sia coperto da misure discrezionali dal lato delle entrate.

Conformemente all'articolo 126 la BCE, a differenza della Commissione, non riveste alcun ruolo formale nell'ambito della procedura per i disavanzi eccessivi. Il suo rapporto si limita pertanto a indicare se nei confronti di un paese sia stata avviata tale procedura.

Per quanto riguarda la disposizione del Trattato relativa a un rapporto fra debito pubblico e PIL superiore al 60 per cento che si stia riducendo in misura sufficiente e si avvicini al valore di riferimento con ritmo adeguato, la BCE analizza gli andamenti passati e le tendenze future del rapporto debito/PIL. Per gli Stati membri dell'UE in cui questo indicatore supera il valore di riferimento, la BCE fornisce a scopo illustrativo un'analisi di sostenibilità del debito, tenendo conto del suddetto parametro per la sua riduzione stabilito nell'articolo 2, paragrafo 1 *bis*, del Regolamento (CE) n. 1467/97 del Consiglio modificato da ultimo dal Regolamento (UE) n. 1177/2011 del Consiglio.

L'esame dell'andamento della finanza pubblica si avvale di dati compilati sulla base dei conti economici nazionali, conformemente al Sistema europeo dei conti 1995 (cfr. la sezione 9 del capitolo 5). I dati presentati in questo rapporto sono stati forniti per la maggior parte dalla Commissione nell'aprile 2012 e includono quelli sui conti pubblici dal 2002 al 2011, nonché le previsioni da essa formulate per il 2012.

4 Direttiva 2011/85/UE del Consiglio, dell'8 novembre 2011, relativa ai requisiti per i quadri di bilancio degli Stati membri (GU L 306 del 23.11.2011, pag. 41).

5 Regolamento (CE) n. 1466/97 del Consiglio, del 7 luglio 1997, per il rafforzamento della sorveglianza delle posizioni di bilancio nonché della sorveglianza e del coordinamento delle politiche economiche (GU L 209 del 2.8.1997, pag. 1), modificato da ultimo dal Regolamento (UE) n. 1175/2011 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 novembre 2011 (GU L 306 del 23.11.2011, pag. 12). La versione consolidata è disponibile attraverso il collegamento:  
<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CONSLEG:1997R1466:20111213:IT:PDF>

Per quanto concerne la sostenibilità delle finanze pubbliche nei paesi in rassegna, i risultati conseguiti nel 2011, anno di riferimento, sono valutati alla luce degli andamenti registrati dagli Stati membri negli ultimi dieci anni. Come punto di partenza viene esaminato l'andamento del rapporto fra il disavanzo pubblico e il PIL. A tale riguardo giova ricordare che sull'evoluzione del rapporto disavanzo/PIL annuo di un paese influiscono tipicamente una serie di fattori sottostanti, spesso suddivisi in "effetti ciclici", che riflettono la reazione del deficit alle variazioni del ciclo economico, ed "effetti non ciclici", sovente ricondotti ad aggiustamenti strutturali o permanenti delle politiche di bilancio. Tuttavia questi ultimi, così come quantificati nel presente rapporto, non sono necessariamente ascrivibili del tutto alle variazioni strutturali della situazione di finanza pubblica, in quanto includono effetti temporanei sul bilancio derivanti sia da provvedimenti economici sia da fattori straordinari. Di fatto, data l'incertezza circa il livello e il tasso di crescita del prodotto potenziale, risulta particolarmente difficile valutare come le posizioni di bilancio strutturali siano cambiate durante la crisi. Per quanto attiene agli altri indicatori, vengono analizzati in maggior dettaglio anche gli andamenti passati della spesa e delle entrate pubbliche.

Vengono poi anche esaminati sia l'evoluzione del rapporto fra debito pubblico e PIL nell'arco di tale periodo, sia i fattori ad essa sottesi, ossia la differenza tra la crescita nominale del PIL e i tassi di interesse, il saldo primario e il raccordo disavanzo-debito. Questa prospettiva può fornire ulteriori informazioni su quanto il contesto macroeconomico, in particolare l'effetto congiunto di crescita e tassi di interesse, abbia inciso sulla dinamica del debito. Può altresì offrire maggiori indicazioni sul contributo dell'azione di risanamento rispecchiato dal saldo primario e sul ruolo svolto da determinati fattori sottostanti al raccordo disavanzo-debito. Si effettua inoltre un'analisi della struttura del debito pubblico, incentrata in particolare sul livello e sull'evoluzione della quota di debito a breve termine e di quella denominata in valuta estera. Raffrontando tali quote con il livello corrente del rapporto debito/PIL si riscontra la sensibilità dei saldi di bilancio alle variazioni dei tassi di cambio e di interesse.

Con riferimento alle prospettive future, vengono considerati i piani di bilancio nazionali e le recenti previsioni della Commissione europea per il 2012, come pure le strategie di finanza pubblica di medio periodo, che emergono dai programmi di convergenza. L'esame comprende una valutazione del previsto raggiungimento dell'obiettivo di bilancio a medio termine di uno Stato membro, come prescritto dal Patto di stabilità e crescita, nonché delle prospettive per l'evoluzione del rapporto debito/PIL sulla base delle attuali politiche fiscali. Vengono infine evidenziate le sfide di lungo periodo per la sostenibilità delle posizioni di bilancio e per le grandi aree che necessitano di un'azione di risanamento, con particolare attenzione alle sfide connesse sia alla presenza di sistemi pensionistici pubblici a ripartizione in un contesto demografico in trasformazione, sia alle passività potenziali assunte dalle amministrazioni pubbliche, soprattutto durante la crisi finanziaria ed economica.

In linea con la prassi adottata in passato, l'analisi contempla anche gran parte dei fattori rilevanti di cui all'articolo 2, paragrafo 3, del Regolamento (CE) n. 1467/97 del Consiglio modificato da ultimo dal Regolamento (UE) n. 1177/2011 del Consiglio (cfr. riquadro 2).

Per quanto attiene all'andamento del cambio, le disposizioni giuridiche e le relative modalità di applicazione da parte della BCE sono espone nel riquadro 3.

**ANDAMENTO DEL TASSO DI CAMBIO****1 Disposizioni del Trattato**

L'articolo 140, paragrafo 1, terzo trattino, del Trattato prescrive che il rapporto sulla convergenza esamini la realizzazione di un alto grado di convergenza sostenibile con riferimento al rispetto del seguente criterio da parte di ciascuno Stato membro:

“il rispetto dei margini normali di fluttuazione previsti dal meccanismo di cambio del Sistema monetario europeo per almeno due anni, senza svalutazioni nei confronti dell'euro”.

L'articolo 3 del Protocollo (n. 13) sui criteri di convergenza di cui all'articolo 140, paragrafo 1, del Trattato stabilisce che:

“il criterio relativo alla partecipazione al meccanismo di cambio del Sistema monetario europeo di cui all'articolo 140, paragrafo 1, terzo trattino, di detto Trattato, significa che lo Stato membro ha rispettato i normali margini di fluttuazione stabiliti dal meccanismo di cambio del Sistema monetario europeo senza gravi tensioni per almeno due anni prima dell'esame. In particolare, e, per lo stesso periodo, non deve aver svalutato di propria iniziativa il tasso di cambio centrale bilaterale della sua moneta nei confronti dell'euro.”

**2 Modalità di applicazione delle disposizioni del Trattato**

Per quanto concerne la stabilità del cambio, la BCE verifica se il paese analizzato abbia aderito agli AEC II, che hanno sostituito il meccanismo di cambio dello SME nel gennaio 1999, per un periodo di almeno due anni prima dell'esame della convergenza senza registrare gravi tensioni, in particolare senza svalutazioni nei confronti dell'euro. Nel caso di una partecipazione più breve, l'andamento del tasso di cambio è considerato su un periodo di riferimento di due anni, secondo la convenzione adottata nei rapporti precedenti.

Nel valutare la stabilità del tasso di cambio rispetto all'euro si attribuisce particolare importanza al fatto che questo sia rimasto prossimo alla parità centrale degli AEC II; tuttavia, in linea con l'approccio adottato in passato, si tiene parimenti conto dei fattori che potrebbero averne determinato un apprezzamento. A tale riguardo, l'ampiezza della banda di oscillazione negli AEC II non pregiudica l'esame del criterio relativo alla stabilità del cambio.

Inoltre, l'assenza di “gravi tensioni” viene generalmente appurata: 1) esaminando l'entità della deviazione del tasso di cambio dalla parità centrale degli AEC II; 2) ricorrendo a indicatori quali la volatilità del tasso di cambio nei confronti dell'euro e la sua tendenza, nonché il differenziale di interesse a breve termine rispetto all'area dell'euro e la sua evoluzione; 3) considerando il ruolo svolto dagli interventi sui mercati valutari; 4) tenendo conto dell'incidenza dei programmi di assistenza finanziaria internazionale sulla stabilizzazione della moneta.

Il periodo di riferimento considerato nel presente rapporto è 1° maggio 2010 - 30 aprile 2012. Tutti i tassi di cambio bilaterali utilizzati sono tassi ufficiali della BCE (cfr. la sezione 9 del capitolo 5).



Gli Stati membri in esame che partecipano attualmente agli AEC II sono due: la Lituania (dal 28 giugno 2004) e la Lettonia (dal 2 maggio 2005). Per questi paesi gli andamenti delle rispettive valute nei confronti dell'euro nel periodo di riferimento sono analizzati come deviazioni dalla corrispondente parità centrale nell'ambito degli AEC II. Per gli altri sei Stati membri, in assenza di parità centrali degli AEC II, si considerano come parametro a scopo illustrativo i tassi di cambio medi rispetto all'euro nell'aprile 2010. Tale convenzione, precedentemente adottata nei rapporti sulla convergenza, non riflette alcun giudizio circa il livello appropriato del tasso di cambio.

Oltre ad analizzare l'andamento del tasso di cambio nominale nei confronti dell'euro, ci si sofferma brevemente sulla sostenibilità dei suoi attuali livelli. Questa viene desunta valutando su orizzonti temporali più lunghi l'evoluzione dei tassi di cambio reali bilaterali ed effettivi, le quote di mercato delle esportazioni, nonché i saldi di conto corrente, conto capitale e conto finanziario della bilancia dei pagamenti. Sono altresì considerate la dinamica del debito estero lordo e la posizione patrimoniale netta verso l'estero su periodi più lunghi. Le sezioni sull'andamento del tasso di cambio contemplano inoltre alcuni indicatori del grado di integrazione di un paese con l'area dell'euro in termini finanziari e di commercio con l'estero (esportazioni e importazioni). Viene infine precisato se i paesi in rassegna abbiano beneficiato del sostegno della liquidità di banca centrale o della bilancia dei pagamenti sia bilateralmente, sia multilateralmente con la partecipazione del Fondo monetario internazionale (FMI) e/o dell'UE, tenendo conto dell'assistenza effettivamente ricevuta, ma anche di quella disponibile a titolo precauzionale, compreso ad esempio l'accesso ai finanziamenti dell'FMI nell'ambito della Flexible Credit Line.

Per quanto concerne l'andamento dei tassi di interesse a lungo termine, le disposizioni giuridiche e le relative modalità di applicazione da parte della BCE sono delineate nel riquadro 4.

#### Riquadro 4

### ANDAMENTO DEI TASSI DI INTERESSE A LUNGO TERMINE

#### 1 Disposizioni del Trattato

L'articolo 140, paragrafo 1, quarto trattino, del Trattato prevede che il rapporto sulla convergenza esamini la realizzazione di un alto grado di convergenza sostenibile con riferimento al rispetto del seguente criterio da parte di ciascuno Stato membro:

“i livelli dei tassi di interesse a lungo termine che riflettano la stabilità della convergenza raggiunta dallo Stato membro con deroga e della sua partecipazione al meccanismo di cambio.”

L'articolo 4 del Protocollo (n. 13) sui criteri di convergenza di cui all'articolo 140 del Trattato stabilisce che:

“il criterio relativo alla convergenza dei tassi d'interesse di cui all'articolo 140, paragrafo 1, quarto trattino, di detto Trattato, significa che il tasso d'interesse nominale a lungo termine di uno Stato membro osservato in media nell'arco di un anno prima dell'esame non ha ecceduto di oltre 2 punti percentuali quello dei tre Stati membri, al massimo, che hanno conseguito i migliori risultati in termini di stabilità dei prezzi. I tassi di interesse si misurano sulla base delle



obbligazioni a lungo termine emesse dallo Stato o sulla base di titoli analoghi, tenendo conto delle differenze nelle definizioni nazionali.”

## 2 Modalità di applicazione delle disposizioni del Trattato

Nel contesto del presente rapporto la BCE applica le disposizioni del Trattato nel seguente modo.

Per quanto riguarda “il tasso d’interesse nominale a lungo termine” osservato “in media nell’arco di un anno prima dell’esame”, questo indicatore è stato calcolato come la media aritmetica degli ultimi dodici mesi per i quali sono disponibili i dati relativi allo IAPC. Il periodo di riferimento considerato nel presente rapporto è aprile 2011 - marzo 2012.

Il concetto di “tre Stati membri, al massimo, che hanno conseguito i migliori risultati in termini di stabilità dei prezzi”, adottato per la determinazione del valore di riferimento, è stato applicato calcolando la media aritmetica semplice dei tassi di interesse a lungo termine degli stessi tre Stati membri considerati nel calcolo del valore di riferimento per la stabilità dei prezzi (cfr. riquadro 1). Uno dei tre paesi è l’Irlanda, che tuttavia nel periodo di riferimento ha avuto un accesso molto limitato ai mercati finanziari, registrando un tasso di interesse a lungo termine del 9,1 per cento, ben al di sopra della media dell’area dell’euro, pari al 4,4 per cento. Tenuto conto degli elevati premi per il rischio specifici del paese attualmente richiesti nei mercati (determinati da fattori diversi dall’inflazione), il tasso di interesse a lungo termine dell’Irlanda non rappresenta un parametro adeguato per valutare i progressi verso la convergenza economica conseguiti dagli Stati membri dell’UE con deroga. Nel periodo considerato il mercato dei titoli di Stato irlandesi ha risentito di tensioni significative, a fronte di un forte deflusso degli investimenti internazionali. Di conseguenza, il tasso di interesse a lungo termine dell’Irlanda non soltanto è significativamente più elevato della media dell’area, ma supera anche in misura notevole quelli degli altri due Stati membri con i migliori risultati in termini di stabilità dei prezzi. Pertanto l’Irlanda è stata esclusa dal calcolo del valore di riferimento. Nell’orizzonte temporale assunto ai fini del presente rapporto i tassi di interesse a lungo termine degli altri due paesi che hanno ottenuto i risultati migliori in termini di stabilità dei prezzi sono il 2,2 per cento (Svezia) e il 5,4 per cento (Slovenia), da cui risulta un tasso medio del 3,8 per cento che, con l’aggiunta di 2 punti percentuali, dà un valore di riferimento del 5,8 per cento.

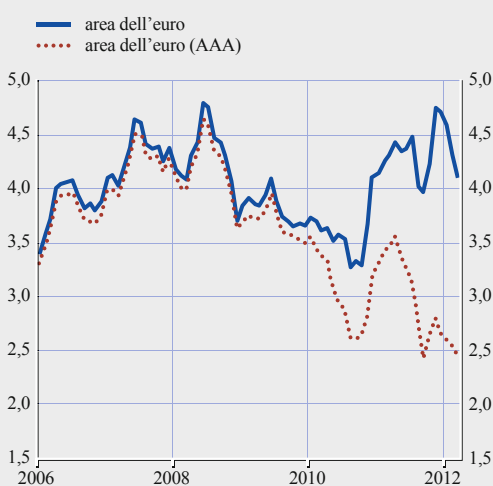
I tassi di interesse a lungo termine sono stati misurati utilizzando, ove disponibili, le relative statistiche armonizzate elaborate per l’esame della convergenza (cfr. la sezione 9 del capitolo 5).

Come menzionato in precedenza, il Trattato fa esplicito riferimento alla “stabilità della convergenza” che si riflette nel livello dei tassi di interesse a lungo termine. Pertanto, gli andamenti nel periodo di riferimento (aprile 2011 - marzo 2012) sono considerati alla luce sia dell’evoluzione dei tassi di interesse a lungo termine negli ultimi dieci anni, o nel periodo per il quale sono disponibili i dati, sia dei principali fattori sottostanti ai differenziali fra quei tassi e il tasso medio corrispondente dell’area dell’euro. Nell’arco di tempo considerato la media dei tassi di interesse a lungo termine dell’area ha riflesso in parte gli elevati premi per il rischio specifici dei diversi paesi aderenti. Pertanto, a fini di raffronto è stato utilizzato anche il rendimento dei titoli a lungo termine dell’area con *rating* AAA (ossia il tasso a lungo termine desunto dalla curva dei rendimenti dei titoli di Stato dell’area con *rating* AAA). La figura 1 presenta un confronto tra il tasso di interesse medio a lungo termine dell’area e il rendimento dei titoli a lungo termine dell’area con

rating AAA. Nell'ambito di quest'analisi il rapporto fornisce anche informazioni sulla dimensione e sull'evoluzione del mercato finanziario in base a tre indicatori (consistenze dei titoli di debito societari, capitalizzazione del mercato azionario e credito bancario interno erogato al settore privato), che insieme misurano l'entità del mercato dei capitali in ciascun paese.

**Figura 1 Tassi di interesse a lungo termine**

(gennaio 2006 - marzo 2012; valori percentuali)



Fonte: BCE.

Note: la voce "area dell'euro" indica la media ponderata per il PIL dei tassi di interesse a lungo termine dei paesi dell'area dell'euro. La voce "area dell'euro (AAA)" si riferisce al tasso di parità a lungo termine desunto dalla curva dei rendimenti dei titoli di Stato dell'area con rating AAA.

Infine, l'articolo 140, paragrafo 1, del Trattato prevede che il rapporto sulla convergenza tenga conto di una serie di altri fattori rilevanti (cfr. riquadro 5). A tale riguardo, dopo la pubblicazione del precedente rapporto nel 2010, è entrato in vigore un quadro per la governance economica rafforzata, in conformità con l'articolo 121, paragrafo 6, del Trattato. Esso è inteso a garantire un coordinamento più stretto delle politiche economiche e una convergenza duratura dei risultati economici degli Stati membri dell'UE. Il riquadro 5 richiama brevemente tali disposizioni giuridiche e l'approccio seguito dalla BCE nel vagliare gli altri fattori rilevanti ai fini della valutazione della convergenza.

## Riquadro 5

### ALTRI FATTORI RILEVANTI

#### 1 Disposizioni del Trattato e altre norme giuridiche

In base all'articolo 140, paragrafo 1, del Trattato "le relazioni della Commissione e della Banca centrale europea tengono inoltre conto dei risultati dell'integrazione dei mercati, della situazione e dell'evoluzione delle partite correnti delle bilance dei pagamenti, di un esame dell'evoluzione dei costi unitari del lavoro e di altri indici di prezzo."

In tale contesto la BCE prende in considerazione il pacchetto legislativo sulla governance economica nell'UE entrato in vigore il 13 dicembre 2011. Sulla scorta delle disposizioni del Trattato di cui all'articolo 121, paragrafo 6, il Parlamento europeo e il Consiglio dell'UE hanno adottato regole dettagliate per la procedura di sorveglianza multilaterale menzionata all'articolo 121, paragrafi 3 e 4, del Trattato. Queste regole sono state stabilite "al fine di garantire un più stretto coordinamento

delle politiche economiche e una convergenza duratura dei risultati economici degli Stati membri” (articolo 121, paragrafo 3), tenuto conto che “è necessario trarre insegnamenti dall’esperienza acquisita nel corso dei primi dieci anni di funzionamento dell’Unione economica e monetaria e, in particolare, c’è bisogno di una governance economica rafforzata nell’Unione sulla base di una più forte titolarità nazionale”<sup>1</sup>. Il nuovo pacchetto legislativo contempla un quadro di sorveglianza rafforzata (procedura per gli squilibri macroeconomici), inteso a prevenire squilibri macroeconomici eccessivi e assistere gli Stati membri dell’UE che presentano divergenze dai parametri a definire piani di correzione, prima che tali divergenze possano radicarsi. La procedura, dotata di meccanismi di prevenzione e correzione, si applica a tutti gli Stati membri dell’UE ad eccezione di quelli che, beneficiando di un programma di assistenza finanziaria internazionale, sono già soggetti a un esame più attento e al rispetto di determinate condizioni. La procedura prevede un meccanismo di allerta per la rapida individuazione degli squilibri che si basa su un quadro di valutazione trasparente degli indicatori, con soglie di allerta, per tutti gli Stati membri dell’UE. La valutazione è integrata da un’analisi economica che dovrebbe tenere conto, fra l’altro, della convergenza nominale e reale all’interno e all’esterno dell’area dell’euro<sup>2</sup>. Nell’esaminare gli squilibri macroeconomici, la procedura dovrebbe considerare la loro gravità e le loro potenziali conseguenze negative, sul piano economico e finanziario, che accrescono la vulnerabilità dell’economia dell’UE e costituiscono una minaccia per il buon funzionamento dell’UEM<sup>3</sup>.

## 2 Modalità di applicazione delle disposizioni del Trattato

In linea con la prassi adottata in passato, gli altri fattori di cui all’articolo 140, paragrafo 1, del Trattato sono esaminati per ciascun paese nel capitolo 5, in relazione ai singoli criteri di convergenza illustrati nei riquadri da 1 a 4. Per quanto concerne gli elementi della procedura per gli squilibri macroeconomici, nei rapporti precedenti la maggior parte degli indicatori macroeconomici (alcuni basati su definizioni statistiche diverse) è stata considerata nell’ambito di una vasta gamma di ulteriori misure, sia retrospettive che prospettive, ritenute utili per un esame più approfondito della sostenibilità della convergenza, come sancisce l’articolo 140 del Trattato. Per completezza, il capitolo 3 presenta gli indicatori del quadro di valutazione (in relazione alle soglie di allerta) per i paesi in rassegna, in modo da fornire tutte le informazioni disponibili rilevanti al fine di individuare gli squilibri macroeconomici suscettibili di ostacolare il raggiungimento di un elevato grado di convergenza sostenibile, come stabilito dall’articolo 140, paragrafo 1, del Trattato. In particolare, per quanto riguarda gli Stati membri dell’UE con deroga oggetto di una procedura per i disavanzi eccessivi, difficilmente si potrà ritenere che abbiano conseguito un alto grado di convergenza sostenibile come enunciato nell’articolo 140, paragrafo 1, del Trattato.

1 Cfr. Regolamento (UE) n. 1176/2011 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 novembre 2011, sulla prevenzione e la correzione degli squilibri macroeconomici (considerando 2).

2 Cfr. Regolamento (UE) n. 1176/2011, articolo 4, paragrafo 4.

3 Cfr. Regolamento (UE) n. 1176/2011, considerando 17.

## 2.2 COMPATIBILITÀ DELLA LEGISLAZIONE NAZIONALE CON I TRATTATI

### 2.2.1 INTRODUZIONE

L'articolo 140, paragrafo 1, del Trattato prevede che, almeno una volta ogni due anni o su richiesta di uno Stato membro con deroga, la BCE (e la Commissione europea) riferisca al Consiglio sui progressi compiuti dagli Stati membri con deroga nell'adempimento degli obblighi relativi alla realizzazione dell'Unione economica e monetaria. Ciascun rapporto deve comprendere un esame della compatibilità tra la legislazione nazionale di ciascuno Stato membro con deroga, incluso lo statuto della sua BCN, e gli articoli 130 e 131 del Trattato e dello Statuto. L'obbligo di compatibilità imposto dal Trattato agli Stati membri con deroga viene anche definito "convergenza legale". Nel valutare la convergenza legale, la BCE non si limita ad una valutazione formale della lettera della legislazione nazionale, ma può anche considerare se l'attuazione delle disposizioni pertinenti è conforme allo spirito del Trattato e dello Statuto. La BCE è particolarmente preoccupata di eventuali segni di pressione sugli organi decisionali delle BCN degli Stati membri, che sarebbero contrari allo spirito del Trattato con riguardo all'indipendenza della banca centrale. La BCE vede altresì la necessità che gli organi decisionali delle BCN operino in maniera regolare e continuativa. A tale proposito, le autorità pertinenti degli Stati membri hanno in particolare il dovere di adottare le misure necessarie per garantire la tempestività della nomina del successore, quando la carica di membro di un organo decisionale di una BCN divenga vacante<sup>2</sup>. La BCE monitorerà da vicino ogni sviluppo prima di effettuare una valutazione definitiva positiva da cui concludere che la legislazione è compatibile con il Trattato e con lo Statuto.

#### Stati membri con deroga e convergenza legale

Bulgaria, Repubblica Ceca, Lettonia, Lituania, Ungheria, Polonia, Romania e Svezia, la cui legislazione nazionale è esaminata nel presente rapporto, hanno lo status di Stati membri con deroga, vale a dire che non hanno ancora adottato l'euro. Alla Svezia è stato conferito lo status di Stato membro con deroga con una decisione del Consiglio dell'UE del maggio 1998<sup>3</sup>. Per quanto concerne gli altri Stati membri, gli articoli 4<sup>4</sup> e 5<sup>5</sup> dell'Atto contenente le condizioni di adesione prevedono che "ciascun nuovo Stato membro partecipa all'Unione economica e monetaria a decorrere dalla data di adesione quale Stato membro con deroga ai sensi dell'articolo 139 del Trattato".

La BCE ha esaminato il livello di convergenza legale in Bulgaria, Repubblica Ceca, Lettonia, Lituania, Ungheria, Polonia, Romania e Svezia ed anche le misure legislative che sono state o necessitano di essere adottate da tali paesi ai fini del raggiungimento di tale obiettivo. Il presente rapporto non prende in esame le posizioni di Danimarca o del Regno Unito, poiché questi Stati membri, che non hanno ancora adottato l'euro, godono di uno status speciale.

2 Pareri CON/2010/37 e CON/2010/91.

3 Decisione del Consiglio 98/317/CE del 3 maggio 1998 in conformità dell'articolo 109 J, paragrafo 4, del Trattato (GU L 139 dell'11.5.1998, pag. 30). Nota: il titolo della Decisione 98/317/CE fa riferimento al Trattato che istituisce la Comunità europea (prima della rinumerazione degli articoli di tale Trattato, in conformità dell'articolo 12 del Trattato di Amsterdam); tale disposizione è stata abrogata dal Trattato di Lisbona.

4 Atto contenente le condizioni di adesione della Repubblica Ceca, della Repubblica di Estonia, della Repubblica di Cipro, della Repubblica di Lettonia, della Repubblica di Lituania, della Repubblica di Ungheria, della Repubblica di Malta, della Repubblica di Polonia, della Repubblica di Slovenia e della Repubblica Slovacca e le modifiche ai trattati sui quali si fonda l'Unione europea (GU L 236 del 23.9.2003, pag. 33).

5 Per la Bulgaria e la Romania, si veda l'articolo 5 dell'Atto relativo alle condizioni di adesione della Repubblica di Bulgaria e della Romania e alle modifiche ai trattati sui quali si fonda l'Unione europea (GU L 157 del 21.6.2005, pag. 203).

Il Protocollo (n. 16) su talune disposizioni relative alla Danimarca, allegato ai trattati, prevede che, tenuto conto della notifica trasmessa al Consiglio dal governo danese il 3 novembre 1993, la Danimarca usufruisca di un'esenzione e che la procedura per l'abrogazione della deroga sarà avviata soltanto a richiesta della Danimarca. Poiché l'articolo 130 del Trattato si applica alla Danimarca, la Danmarks Nationalbank è tenuta ad adempiere agli obblighi relativi all'indipendenza della banca centrale. Il Rapporto sulla convergenza dell'IME del 1998 ha concluso che tale obbligo sia stato adempiuto. In considerazione dello status speciale della Danimarca, non vi è stata alcuna ulteriore valutazione relativa alla convergenza di questo Stato dal 1998. Fino al momento in cui la Danimarca non informerà il Consiglio di volere adottare l'euro, la Danmarks Nationalbank non è tenuta a integrarsi, sotto il profilo legale, nell'Eurosistema e nessuna norma danese necessita di essere adattata.

Conformemente al Protocollo (n. 15) su talune disposizioni relative al Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del Nord, allegato ai trattati, il Regno Unito non ha nessun obbligo di adottare l'euro, a meno che non notifichi al Consiglio la sua intenzione in tal senso. Il 30 ottobre 1997 il Regno Unito ha informato il Consiglio che non intendeva adottare l'euro il 1° gennaio 1999 e tale situazione è a tutt'oggi invariata. A seguito di tale notifica, alcune disposizioni del Trattato (compresi gli articoli 130 e 131) e dello Statuto non si applicano al Regno Unito. Di conseguenza, al momento non vige alcun obbligo giuridico di assicurare che la legislazione nazionale (compreso lo statuto della Bank of England) sia compatibile con il Trattato e con lo Statuto.

L'obiettivo della valutazione della convergenza legale è di facilitare la decisione del Consiglio su quali Stati membri adempiano agli "obblighi relativi alla realizzazione dell'Unione economica e monetaria" (articolo 140, paragrafo 1, del Trattato). Nella sfera giuridica, queste condizioni attengono in particolare all'indipendenza della banca centrale e all'integrazione legale delle BCN nell'Eurosistema.

## **STRUTTURA DELLA VALUTAZIONE GIURIDICA**

La valutazione giuridica segue nelle grandi linee lo schema applicato in materia nei precedenti rapporti della BCE e dell'IME in merito alla convergenza legale<sup>6</sup>.

La compatibilità della legislazione nazionale è considerata alla luce della legislazione adottata entro il 12 marzo 2012.

### **2.2.2 PORTATA DELL'ADEGUAMENTO**

#### **2.2.2.1 AREE DELL'ADEGUAMENTO**

Allo scopo di identificare le aree in cui si rende necessario l'adeguamento della legislazione nazionale, sono esaminate le questioni seguenti:

- compatibilità con le disposizioni relative all'indipendenza delle BCN nel Trattato (articolo 130) e nello Statuto (articoli 7 e 14.2), nonché con le disposizioni sull'obbligo di riservatezza (articolo 37 dello Statuto);

<sup>6</sup> In particolare i rapporti sulla convergenza della BCE del maggio 2010 (relativo a Bulgaria, Repubblica Ceca, Estonia, Lettonia, Lituania, Ungheria, Polonia, Romania, Slovacchia e Svezia), del maggio 2008 (relativo a Bulgaria, Repubblica Ceca, Estonia, Lettonia, Lituania, Ungheria, Polonia, Romania, Slovacchia e Svezia), del maggio 2007 (relativo a Cipro e Malta), del dicembre 2006 (relativo a Repubblica Ceca, Estonia, Cipro, Lettonia, Ungheria, Malta, Polonia, Slovacchia e Svezia), del maggio 2006 (relativo a Lituania e Slovenia), dell'ottobre 2004 (relativo a Repubblica Ceca, Estonia, Cipro, Lettonia, Lituania, Ungheria, Malta, Polonia, Slovenia, Slovacchia e Svezia), del maggio 2002 (relativo alla Svezia) e dell'aprile 2000 (relativo a Grecia e Svezia) e in quello prodotto dall'IME nel marzo 1998.

- compatibilità con le disposizioni relative al divieto di finanziamento monetario (articolo 123 del Trattato) e all'accesso privilegiato (articolo 124 del Trattato) e compatibilità con l'ortografia comune dell'euro richiesto dal diritto dell'UE; e
- integrazione legale delle BCN nell'Eurosistema (in particolare per ciò che concerne gli articoli 12.1 e 14.3 dello Statuto).

#### 2.2.2.2 “COMPATIBILITÀ” PIUTTOSTO CHE “ARMONIZZAZIONE”

L'articolo 131 del Trattato prevede che la legislazione nazionale sia “compatibile” con i trattati e con lo Statuto; qualunque eventuale incompatibilità deve pertanto essere eliminata. Né la preminenza del Trattato e dello Statuto sulla legislazione nazionale, né la natura dell'incompatibilità fanno venir meno tale obbligo.

Il requisito di “compatibilità” cui la legislazione nazionale deve rispondere non significa che il Trattato richieda l’“armonizzazione” degli statuti delle BCN, né tra di loro né rispetto allo Statuto. Le peculiarità nazionali possono continuare ad esistere nei limiti in cui esse non intacchino la competenza esclusiva dell'UE in materia monetaria. In effetti, l'articolo 14.4 dello Statuto consente alle BCN di svolgere funzioni diverse da quelle specificate nello Statuto, nella misura in cui esse non interferiscono con gli obiettivi e i compiti del SEBC. L'esistenza di disposizioni negli statuti delle BCN atte ad autorizzare l'espletamento di tali funzioni supplementari dimostrano chiaramente che le differenze possono continuare a esistere. Il termine “compatibile” indica, piuttosto, che la legislazione nazionale e gli statuti delle BCN devono essere adeguati in modo da eliminare le incoerenze con i trattati e con lo Statuto e da assicurare il necessario grado di integrazione delle BCN nel SEBC. In particolare dovrebbe essere adeguata qualsiasi norma contraria all'indipendenza di una BCN, secondo la definizione data nel Trattato, e al suo ruolo di parte integrante del SEBC. Per conseguire tale obiettivo, pertanto, non è sufficiente fare affidamento semplicemente sul principio della preminenza del diritto dell'UE sulla legislazione nazionale.

L'obbligo contenuto nell'articolo 131 del Trattato ha solo ad oggetto l'incompatibilità con i trattati e lo Statuto. Tuttavia, la normativa nazionale incompatibile con la legislazione secondaria dell'UE dovrebbe essere ad essa allineata. La supremazia del diritto dell'UE non incide sull'esigenza di adeguare la legislazione nazionale. Tale obbligo di carattere generale deriva non solo dall'articolo 131 del Trattato ma anche dalla giurisprudenza della Corte di giustizia dell'Unione europea<sup>7</sup>.

I trattati e lo Statuto non prescrivono le modalità di adeguamento della legislazione nazionale. Tale obiettivo può essere conseguito facendo riferimento alle norme dei trattati e dello Statuto, tramite l'incorporazione di tali disposizioni indicandone l'origine, o tramite la cancellazione dell'incompatibilità ovvero mediante una combinazione di tali metodi.

Inoltre, in funzione strumentale al conseguimento e al mantenimento della compatibilità fra la legislazione nazionale e i trattati e lo Statuto, la BCE deve essere consultata dalle istituzioni dell'UE e dagli Stati membri su progetti di disposizioni legislative che ricadono nel suo ambito di competenza, ai sensi dell'articolo 127, paragrafo 4, e dell'articolo 282, paragrafo 5, del Trattato, nonché dell'articolo 4 dello Statuto. La Decisione 98/415/CE del Consiglio, del 29 giugno 1998, relativa alla consultazione della Banca centrale europea da parte delle autorità nazionali sui progetti di

<sup>7</sup> Si veda, inter alia, la Causa 167/73 *Commissione delle Comunità europee contro Repubblica francese*. Racc. 1974, pag. 359 (“Code du Travail Maritime”).

disposizioni legislative<sup>8</sup> richiede espressamente che gli Stati membri prendano tutte le misure necessarie ad assicurare il rispetto di tale obbligo.

### **2.2.3 INDIPENDENZA DELLE BCN**

Per quanto concerne l'indipendenza della banca centrale e l'obbligo di riservatezza, la legislazione nazionale degli Stati membri che hanno aderito all'UE nel 2004 o nel 2007 ha dovuto essere adeguata in modo tale da renderla conforme alle disposizioni pertinenti del Trattato e dello Statuto, ed essere in vigore rispettivamente il 1° maggio 2004 e il 1° gennaio 2007. La Svezia era tenuta ad effettuare i necessari adeguamenti e a fare in modo che questi fossero in vigore entro la data di istituzione del SEBC, vale a dire il 1° giugno 1998.

#### **INDIPENDENZA DELLA BANCA CENTRALE**

Nel novembre 1995 l'IME aveva predisposto un elenco dei diversi aspetti che compongono il concetto di indipendenza della banca centrale (descritti successivamente in dettaglio nel suo Rapporto sulla convergenza del 1998), che avevano costituito la base per la valutazione della legislazione nazionale degli Stati membri in quel momento, in particolare degli statuti delle BCN. Il concetto di indipendenza della banca centrale include vari tipi di indipendenza che devono essere valutati separatamente, vale a dire: indipendenza funzionale, istituzionale, personale e finanziaria. Negli ultimi anni, nei pareri adottati dalla BCE si è effettuato un ulteriore perfezionamento dell'analisi di tali aspetti dell'indipendenza della banca centrale. Gli aspetti considerati costituiscono la base per la valutazione del livello di convergenza della legislazione nazionale degli Stati membri con deroga rispetto ai trattati e allo Statuto.

#### **INDIPENDENZA FUNZIONALE**

L'indipendenza della banca centrale non è fine a se stessa, ma è strumentale al conseguimento di un obiettivo esplicito e preminente su ogni altro. L'indipendenza funzionale richiede che l'obiettivo primario di ogni BCN sia fissato in maniera chiara e certa dal punto di vista giuridico e sia pienamente in linea con l'obiettivo primario della stabilità dei prezzi stabilito dal Trattato. Essa è raggiungibile mettendo a disposizione delle BCN i mezzi e gli strumenti necessari per il perseguimento di tale obiettivo, indipendentemente da ogni altra autorità. Il requisito dell'indipendenza della banca centrale sancito dal Trattato rispecchia l'opinione generale secondo cui l'obiettivo primario della stabilità dei prezzi è garantito al meglio da un'istituzione pienamente indipendente e il cui mandato è definito in maniera precisa. L'indipendenza della banca centrale è pienamente compatibile con la responsabilità delle BCN per le proprie decisioni, aspetto rilevante per rafforzare la fiducia nello status di indipendenza dell'istituzione stessa. Ciò comporta il rispetto di criteri di trasparenza e il dialogo con i terzi.

Con riferimento all'orizzonte temporale, il Trattato non si è espresso chiaramente in merito a quando le BCN degli Stati membri con deroga debbano conformarsi all'obiettivo primario della stabilità dei prezzi previsto nell'articolo 127, paragrafo 1, e nell'articolo 282, paragrafo 2, del Trattato e nell'articolo 2 dello Statuto. Nel caso della Svezia, era in dubbio se tale obbligo dovesse decorrere dal momento dell'istituzione del SEBC o da quello dell'adozione dell'euro. Per gli Stati membri che hanno aderito all'UE il 1° maggio 2004 o il 1° gennaio 2007, era in dubbio se tale obbligo dovesse decorrere dalla data dell'adesione o da quella dell'adozione dell'euro. In effetti, mentre l'articolo 127, paragrafo 1, del Trattato non ha effetto riguardo agli Stati membri con deroga (si

<sup>8</sup> GU L 189 del 3.7.1998, pag. 42.



veda l'articolo 139, paragrafo 2, lettera c), del Trattato), ad essi si applica l'articolo 2 dello Statuto (si veda l'articolo 42.1 dello Statuto). La BCE è dell'avviso che l'obbligo del mantenimento della stabilità dei prezzi come obiettivo primario delle BCN decorra dal 1° giugno 1998 nel caso della Svezia e dal 1° maggio 2004 e dal 1° gennaio 2007 per gli Stati membri che hanno aderito all'UE in tali date. Ciò sulla base del fatto che uno dei principi guida dell'UE, vale a dire la stabilità dei prezzi (articolo 119 del Trattato), si applica anche nei confronti degli Stati membri con deroga. Inoltre, è in ottemperanza alle finalità del Trattato che tutti gli Stati membri devono adoperarsi per conseguire una convergenza macroeconomica, anche in materia di stabilità dei prezzi, che rappresenta la ragione per la quale vengono preparati regolarmente i rapporti della BCE e della Commissione europea. Tale conclusione trova anche fondamento sulla ratio sottostante l'indipendenza della banca centrale, che è giustificata solo se viene data preminenza all'obiettivo generale della stabilità dei prezzi.

Le valutazioni dei singoli paesi contenute in questo rapporto sono effettuate sulla base di tali conclusioni con riguardo ai termini relativi all'obbligo delle BCN degli Stati membri con deroga di avere come proprio obiettivo principale il mantenimento della stabilità dei prezzi.

### **INDIPENDENZA ISTITUZIONALE**

Il principio dell'indipendenza istituzionale è espressamente Trattato all'articolo 130 del Trattato e all'articolo 7 dello Statuto. Sulla base di tali articoli è fatto divieto alle BCN e ai membri dei rispettivi organi decisionali di sollecitare o accettare istruzioni dalle istituzioni, dagli organi o dagli organismi dell'UE, dai governi degli Stati membri o da qualsiasi altro organismo. Tali disposizioni vietano inoltre alle istituzioni, agli organismi e agli organi dell'UE, nonché ai governi degli Stati membri di cercare di influenzare i membri degli organi decisionali delle BCN, le cui decisioni possono avere un impatto sull'assolvimento dei compiti delle BCN svolti nell'ambito del SEBC. Qualora la legislazione nazionale rispecchi l'articolo 130 del Trattato e l'articolo 7 dello Statuto, essa dovrebbe al contempo rifletterne i divieti e non restringere la portata applicativa degli stessi<sup>9</sup>.

Indipendentemente dalla forma giuridica assunta dalla BCN, sia essa un ente statale, un organismo di diritto pubblico o sia semplicemente costituita in forma societaria, vi è il rischio che i proprietari, in virtù dei diritti derivanti da tale posizione, possano influenzarne gli organi decisionali in ordine ai compiti svolti nell'ambito del SEBC. Tale influenza, sia essa esercitata tramite i diritti degli azionisti o in altro modo, potrebbe incidere negativamente sull'indipendenza di una BCN e deve pertanto essere limitata dalla legislazione.

### **Divieto di impartire istruzioni**

I diritti dei terzi di dare istruzioni alle BCN, ai loro organi decisionali o ai loro membri sono incompatibili con il Trattato e con lo Statuto, laddove riguardino compiti propri del SEBC.

Qualunque coinvolgimento di una BCN nell'attuazione di misure di rafforzamento della stabilità finanziaria deve avvenire nell'osservanza del Trattato, vale a dire che le BCN devono svolgere le proprie funzioni in maniera pienamente compatibile con la propria indipendenza istituzionale e finanziaria in modo tale da salvaguardare l'accurato svolgimento dei propri compiti ai sensi del Trattato e dello Statuto<sup>10</sup>. Nei limiti in cui la legislazione nazionale preveda un ruolo per la BCN

<sup>9</sup> Parere CON/2011/104. I pareri della BCE sono disponibili sul sito Internet della BCE all'indirizzo [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu).

<sup>10</sup> Parere CON/2010/31.



che vada oltre le funzioni consultive e richieda che essa assuma compiti aggiuntivi, si deve assicurare che tali funzioni non incidano sulla capacità della BCN di svolgere i propri compiti connessi al SEBC dal punto di vista operativo e finanziario<sup>11</sup>. Inoltre, ai fini dell'inclusione di rappresentanti della BCN in organi decisionali collegiali o altre autorità, dovrebbe essere dato debito conto alle garanzie della indipendenza personale dei membri degli organi decisionali della BCN<sup>12</sup>.

#### **Divieto di approvare, sospendere, annullare o differire decisioni**

I diritti dei terzi di approvare, sospendere, annullare o differire decisioni di una BCN sono incompatibili con il Trattato e con lo Statuto, laddove riguardino compiti propri del SEBC.

#### **Divieto di sindacare decisioni delle BCN per motivi di legittimità**

Il diritto degli organi diversi da tribunali indipendenti di sindacare per motivi di legittimità decisioni relative alle funzioni assolte nell'ambito del SEBC, è incompatibile con il Trattato e con lo Statuto, in quanto l'espletamento di tali funzioni non può essere posto in discussione a livello politico. Il diritto del governatore di una BCN di sospendere, per motivi di legittimità, l'attuazione delle deliberazioni assunte dal SEBC o dagli organi decisionali di una BCN sottoponendole di seguito a una decisione finale da parte delle autorità politiche equivarrebbe a chiedere istruzioni a soggetti terzi.

#### **Divieto di prendere parte alle riunioni degli organi decisionali di una BCN con diritto di voto**

La partecipazione alle riunioni degli organi decisionali di una BCN di rappresentanti di soggetti terzi con diritto di voto su materie concernenti l'assolvimento da parte delle BCN dei compiti del SEBC è incompatibile con il Trattato e lo Statuto, anche se tale voto non è decisivo.

#### **Divieto di consultazione preventiva per le decisioni di una BCN**

Un obbligo statutario che imponga espressamente a una BCN di consultare preventivamente soggetti terzi fornisce a questi ultimi un meccanismo formale per influire sulle decisioni finali, risultando quindi incompatibile con il Trattato e con lo Statuto.

Tuttavia, anche se basato sull'obbligo statutario di fornire informazioni e scambiare opinioni, il dialogo fra una BCN e i soggetti terzi è compatibile con l'indipendenza della banca centrale, purché:

- ciò non interferisca con l'indipendenza dei membri degli organi decisionali delle BCN;
- lo status particolare dei governatori nel loro ruolo di membri del Consiglio generale della BCE sia pienamente rispettato; e
- siano osservati gli obblighi di riservatezza derivanti dallo Statuto.

#### **Esercizio di funzioni proprie dei membri degli organi decisionali delle BCN**

Le disposizioni statutarie concernenti l'adempimento da parte di terzi (ad esempio i governi) di funzioni di pertinenza dei membri degli organi decisionali delle BCN (ad esempio in relazione ai conti finanziari) devono essere integrate da opportune clausole di salvaguardia, affinché tale potere non leda la capacità del singolo membro della BCN di adottare in maniera indipendente decisioni

<sup>11</sup> Parere CON/2009/93.

<sup>12</sup> Parere CON/2010/94.

riguardanti i compiti del SEBC (ovvero di attuare decisioni adottate nell'ambito del SEBC). Si raccomanda quindi di includere negli statuti delle BCN un'espressa disposizione in questo senso.

### **INDIPENDENZA PERSONALE**

La disposizione dello Statuto relativa alla garanzia di permanenza in carica dei membri degli organi decisionali della BCN rafforza ulteriormente l'indipendenza di quest'ultima. I governatori delle BCN sono membri del Consiglio generale della BCE. L'articolo 14.2 dello Statuto stabilisce che gli statuti delle BCN debbano prevedere, in particolare, un termine minimo di cinque anni di permanenza in carica per i governatori. Tale disposizione fornisce altresì una tutela contro la revoca arbitraria del governatore, sancendo che questi può essere sollevato dall'incarico solo qualora non soddisfi più le condizioni necessarie per l'espletamento delle proprie funzioni o qualora si sia reso colpevole di gravi mancanze, fatta salva la possibilità di adire la Corte di giustizia dell'Unione europea. Gli statuti delle BCN devono essere conformi a tale disposizione, come illustrato nel seguito.

L'articolo 130 del Trattato vieta ai governi nazionali e a ogni altro organo di influenzare i membri degli organi decisionali delle BCN nell'assolvimento dei loro compiti. In particolare, gli Stati membri non possono tentare di influenzare i membri degli organi decisionali di una BCN apportando modifiche alla legislazione nazionale che incidano sulla loro remunerazione, e che, in via di principio, dovrebbero applicarsi solo alle nomine future<sup>13</sup>.

### **Termine minimo di permanenza in carica del governatore**

Conformemente all'articolo 14.2 dello Statuto, gli statuti delle BCN devono prevedere per il governatore un termine minimo di permanenza in carica pari a cinque anni. Ciò non preclude che la durata del mandato possa essere più lunga; nel caso in cui fosse a tempo indeterminato, non sarebbe necessario un adeguamento dello statuto se i motivi in base ai quali un governatore può essere sollevato dall'incarico sono in linea con quelli previsti dall'articolo 14.2 dello Statuto. Qualora gli statuti delle BCN fossero modificati, la legge di modifica dovrebbe garantire la continuità del mandato del governatore e degli altri membri degli organi decisionali che possono dover fare le veci del governatore.

### **Condizioni per la revoca dall'incarico dei governatori**

Gli statuti delle BCN devono assicurare che un governatore non può essere sollevato dall'incarico per motivi diversi da quelli previsti dall'articolo 14.2 dello Statuto. La finalità di tale prescrizione è evitare che le autorità coinvolte nella nomina del governatore, in particolare il governo o il parlamento, esercitino in modo discrezionale il loro potere di revoca. Gli statuti delle BCN dovrebbero contenere motivi di revoca compatibili con quelli indicati nell'articolo 14.2 dello Statuto, ovvero omettere ogni loro menzione (dal momento che l'articolo suddetto è direttamente applicabile). Una volta eletti o nominati, i governatori non possono essere revocati a condizioni diverse da quelle menzionate all'articolo 14.2 dello Statuto, anche se i governatori non erano ancora entrati in servizio.

### **Garanzie di permanenza in carica e ragioni per la revoca dei membri degli organi decisionali delle BCN, diversi dai governatori, coinvolti nell'espletamento di funzioni proprie del SEBC**

Il principio dell'indipendenza personale sarebbe compromesso se le regole relative alla stabilità del mandato e le ragioni per la revoca dei governatori non si applicassero anche agli altri membri degli organi decisionali delle BCN coinvolti nell'espletamento delle funzioni proprie del SEBC<sup>14</sup>.

<sup>13</sup> Si vedano ad esempio i Pareri CON/2010/56, CON/2010/80, CON/2011/104 e CON/2011/106.

<sup>14</sup> Si vedano il paragrafo 8 del Parere CON/2004/35, il paragrafo 8 del Parere CON/2005/26, il paragrafo 3.3 del Parere CON/2006/44, il paragrafo 2.6 del Parere CON/2006/32, nonché i paragrafi 2.3 e 2.4 del Parere CON/2007/6.

Diverse disposizioni del Trattato e dello Statuto richiedono che il mandato abbia un grado di stabilità comparabile. L'articolo 14.2 dello Statuto non limita la garanzia di permanenza in carica ai soli governatori, mentre negli articoli 130 del Trattato e 7 dello Statuto non si fa menzione specifica dei governatori ma si fa riferimento ai "membri degli organi decisionali" delle BCN. Ciò vale in particolare ove un governatore sia "primus inter pares" rispetto ai colleghi con pari diritto di voto oppure ove tali altri membri siano chiamati a fare le veci del governatore.

### **Controllo giurisdizionale**

I membri degli organi decisionali delle BCN devono avere il diritto di sottoporre la decisione di revoca a un tribunale indipendente, al fine di limitare il potere discrezionale delle autorità politiche nella valutazione dei motivi di revoca dell'incarico.

L'articolo 14.2 dello Statuto stabilisce che i governatori delle BCN che siano stati sollevati dall'incarico possono portare la relativa decisione dinanzi alla Corte di giustizia dell'Unione europea. La legislazione nazionale dovrebbe rimandare allo Statuto, ovvero omettere ogni riferimento al diritto di adire la Corte di giustizia dell'Unione europea (posto che l'articolo 14.2 dello Statuto è direttamente applicabile).

La legislazione nazionale deve altresì prevedere il diritto di sottoporre alla verifica dei tribunali nazionali le decisioni di revocare i membri degli organi decisionali della BCN coinvolti nell'assolvimento dei compiti propri del SEBC. Tale diritto può costituire o una regola di diritto generale ovvero assumere la forma di una disposizione specifica. Anche qualora si potesse affermare che i principi generali di diritto già contengono il diritto al controllo giurisdizionale, per esigenze di certezza del diritto potrebbe essere opportuno prevederlo specificamente.

### **Tutele contro ipotesi di conflitto di interesse**

L'indipendenza personale comporta anche l'esigenza di assicurare che non sorgano conflitti di interessi tra i compiti dei membri degli organi decisionali delle BCN in relazione alle rispettive BCN (nonché quelli dei governatori in relazione alla BCE) e le eventuali altre funzioni che tali membri coinvolti nell'espletamento dei compiti del SEBC sono chiamati a svolgere e che potrebbero comprometterne l'indipendenza personale. In linea di principio, l'appartenenza a un organo decisionale coinvolto nell'espletamento di funzioni proprie del SEBC è incompatibile con l'esercizio di altre funzioni che potrebbero creare un conflitto di interessi. In particolare, i membri di tali organi non possono ricoprire una carica o avere interessi che potrebbero influenzare le attività da essi svolte, mediante cariche nel ramo esecutivo o legislativo dello stato, o in altre amministrazioni pubbliche a livello regionale o locale, o ancora tramite cariche in imprese private. Particolare cura andrebbe inoltre rivolta alla prevenzione di potenziali conflitti di interesse da parte di membri degli organi decisionali con funzioni non esecutive.

### **INDIPENDENZA FINANZIARIA**

Anche se la BCN è pienamente indipendente sul piano funzionale, istituzionale e personale (ossia il suo statuto contiene garanzie in questo senso), la sua indipendenza complessiva potrebbe essere messa a repentaglio se essa non potesse reperire autonomamente le risorse finanziarie sufficienti ad espletare il proprio mandato (ossia ad assolvere i compiti relativi al SEBC cui è tenuta in virtù del Trattato e dello Statuto).

Gli Stati membri non possono mettere le rispettive BCN nella posizione di disporre di risorse finanziarie insufficienti per espletare i compiti connessi al SEBC o, a seconda del caso, all'Eurosistema. Si noti che gli articoli 28.1 e 30.4 dello Statuto prevedono la possibilità che la BCE richieda

alle BCN di contribuire ulteriormente al capitale della BCE e di effettuare ulteriori trasferimenti di riserve in valuta<sup>15</sup>. Inoltre, l'articolo 33.2 dello Statuto dispone<sup>16</sup> che, qualora la BCE subisca una perdita che non possa essere coperta dal fondo di riserva generale, il Consiglio direttivo della BCE può decidere di ricorrere per la copertura al reddito monetario dell'esercizio finanziario pertinente in proporzione e nei limiti degli importi ripartiti tra le BCN. Secondo il principio dell'indipendenza finanziaria, il rispetto di tali disposizioni richiede che la capacità di una BCN di adempiere alle proprie funzioni non sia pregiudicata.

Tale principio prevede inoltre che una BCN abbia i mezzi sufficienti ad assolvere non solo i compiti connessi al SEBC ma anche quelli previsti nel proprio ambito nazionale, (ad esempio il finanziamento della propria gestione e delle proprie operazioni).

Per tutte le ragioni suesposte, l'indipendenza finanziaria implica altresì che una BCN sia sempre sufficientemente capitalizzata. In particolare, si dovrebbero evitare situazioni in cui il capitale netto di una BCN sia, per un periodo di tempo prolungato, al di sotto del proprio livello di capitale sociale o sia addirittura negativo, incluso laddove le perdite rispetto al livello di capitale e le riserve siano soggette a riporto. Una tale situazione potrebbe avere un impatto negativo sulla capacità della BCE di adempiere ai propri compiti connessi al SEBC nonché a quelli in ambito nazionale. Inoltre, una tale situazione potrebbe incidere sulla credibilità della politica monetaria dell'Eurosistema. Pertanto, l'eventualità che il capitale netto di una BCN sia inferiore al proprio capitale sociale, o sia addirittura negativo, richiederebbe che il rispettivo Stato membro metta a disposizione della BCN una quantità di capitale appropriata almeno fino al livello del capitale sociale entro un periodo di tempo ragionevole, in modo da rispettare il principio dell'indipendenza finanziaria. Per quanto riguarda la BCE, l'importanza di tale questione è stata già riconosciuta dal Consiglio mediante l'adozione del Regolamento (CE) n. 1009/2000 del Consiglio, dell'8 maggio 2000, relativo agli aumenti di capitale della Banca centrale europea<sup>17</sup>. Esso mette il Consiglio direttivo della BCE in grado di decidere un aumento effettivo in una fase futura al fine di mantenere l'adeguatezza della base di capitale necessaria per sostenere le operazioni della BCE<sup>18</sup>; le BCN dovrebbero essere finanziariamente capaci di rispondere a una simile decisione della BCE.

Nel valutare l'indipendenza finanziaria è necessario considerare se un soggetto terzo abbia modo di esercitare un'influenza diretta o indiretta non solo sulle funzioni della BCN, ma anche sulla sua capacità ad assolvere il proprio mandato, intesa sia come capacità operativa, in termini di risorse umane, che finanziaria, in termini di adeguati mezzi economici. Gli aspetti dell'indipendenza finanziaria di cui sotto sono particolarmente pertinenti a questo riguardo, e alcuni di essi sono stati perfezionati solo di recente<sup>19</sup>. Essi costituiscono le caratteristiche dell'indipendenza finanziaria nelle quali le BCN sono più vulnerabili all'influenza esterna.

### **Determinazione del bilancio**

La facoltà di un soggetto terzo di determinare o di influire sul bilancio di una BCN è incompatibile con il principio di indipendenza finanziaria, a meno che non vi sia una disposizione legislativa

15 L'articolo 30.4 si applica solo all'interno dell'Eurosistema.

16 L'articolo 33.2 si applica solo all'interno dell'Eurosistema.

17 GU L 115 del 16.5.2000, pag. 1.

18 Decisione BCE/2010/26, del 13 dicembre 2010, relativa all'aumento di capitale della BCE (GU L 11 del 15.1.2011, pag. 53).

19 I pareri della BCN in proposito più istruttivi in questo settore sono: CON/2002/16, CON/2003/22, CON/2003/27, CON/2004/1, CON/2006/38, CON/2006/47, CON/2007/8, CON/2008/13, CON/2008/68 e CON/2009/32.

che stabilisca che tale facoltà non pregiudica i mezzi finanziari necessari alla BCN per svolgere i compiti del SEBC.

### **Principi contabili**

I conti devono essere redatti conformemente ai principi contabili generali o in base a criteri specifici individuati dagli organi decisionali delle BCN. Qualora, invece, tali principi siano fissati da soggetti terzi, allora essi dovrebbero quantomeno tenere in considerazione le proposte degli organi decisionali delle BCN.

I conti annuali dovrebbero essere adottati dagli organi decisionali delle BCN, assistiti da esperti contabili indipendenti, e possono essere sottoposti all'approvazione ex post di soggetti terzi (ad esempio il governo o il parlamento). Gli organi decisionali della BCN dovrebbero essere in grado di decidere i criteri di calcolo degli utili in maniera indipendente e professionale.

Qualora le operazioni di una BCN siano sottoposte al controllo dell'ente statale di revisione o di un organo analogo preposto alla verifica dell'impiego delle finanze pubbliche, la portata di tale verifica dovrebbe essere chiaramente definita dall'assetto giuridico, non dovrebbe essere di pregiudizio all'attività svolta dai revisori esterni indipendenti della BCN<sup>20</sup> e inoltre, in linea con il principio di indipendenza istituzionale, dovrebbe ottemperare al divieto di impartire istruzioni a una BCN e ai suoi organi decisionali e non dovrebbe interferire con le funzioni della BCN connesse alla partecipazione al SEBC<sup>21</sup>. La revisione statale è effettuata su base non politica, indipendente e puramente professionale.

### **Distribuzione degli utili, capitale della BCN e accantonamenti**

Per quanto attiene alla distribuzione degli utili, lo statuto della BCN può stabilire le relative modalità. In mancanza di disposizioni a riguardo, le decisioni relative alla distribuzione degli utili dovrebbero essere assunte dagli organi decisionali della BCN in base alle regole correnti in materia, e non dovrebbero essere soggette alla discrezionalità di soggetti terzi, a meno che non vi sia una clausola di salvaguardia espressa che garantisca che ciò non pregiudica i mezzi finanziari necessari a espletare le funzioni del SEBC.

I profitti possono essere distribuiti al bilancio dello Stato solo dopo che le eventuali perdite accumulate dagli esercizi precedenti siano state coperte<sup>22</sup> e siano stati costituiti gli accantonamenti finanziari ritenuti necessari a salvaguardare il valore reale del capitale e le attività della BCN. Provvedimenti legislative ad hoc e provvisori che contengano istruzioni alle BCN in relazione alla distribuzione dei rispettivi profitti non sono ammissibili<sup>23</sup>. Similmente, anche una tassa sulle plusvalenze non realizzate comporterebbe un pregiudizio all'indipendenza finanziaria<sup>24</sup>.

Uno Stato membro non può imporre riduzioni di capitale alla BCN senza il previo consenso dei suoi organi decisionali, che deve essere diretto a garantire che vengano preservate le risorse finanziarie necessarie ad espletare il proprio mandato in qualità di membro del SEBC, conformemente all'articolo 127, paragrafo 2, del Trattato e allo Statuto. Per la stessa ragione, qualunque modifica alle norme sulla distribuzione dei profitti di una BCN dovrebbe essere avviata e decisa in coope-

20 Per le attività dei revisori esterni indipendenti delle BCN si veda l'articolo 27.1 dello Statuto.

21 Pareri CON/2011/9 e CON/2011/53.

22 Parere CON/2009/85.

23 Parere CON/2009/26.

24 Pareri CON/2009/63 e CON/2009/59.

razione con la BCN, che è posta nella migliore condizione possibile per valutare il livello richiesto del proprio capitale di riserva<sup>25</sup>. Per quanto riguarda gli accantonamenti finanziari o le riserve, le BCN devono essere libere di costituire liberamente accantonamenti finanziari per salvaguardare il valore reale del proprio capitale e attività. Gli Stati membri non possono ostacolare le BCN nella costituzione del loro capitale di riserva al livello necessario a un membro dell'Eurosistema ad adempiere i propri compiti<sup>26</sup>.

### **Responsabilità finanziaria delle autorità di vigilanza**

In alcuni Stati membri l'autorità preposta alla vigilanza finanziaria è stata istituita in seno alla BCN. Ciò non crea alcun problema se tale autorità è sottoposta al processo decisionale della BCN. Tuttavia, se la legge stabilisce che essa operi attraverso un processo decisionale distinto, è importante assicurare che le sue deliberazioni non mettano a repentaglio le finanze della BCN nel suo complesso. In questi casi la legislazione nazionale dovrebbe attribuire alle BCN la facoltà di esaminare in ultima istanza le decisioni dell'autorità di vigilanza suscettibili di incidere sulla propria indipendenza, in particolare sul piano finanziario.

### **Autonomia in materia di personale**

Gli Stati membri non possono pregiudicare la capacità di una BCN di assumere e mantenere il personale qualificato necessario alla BCN per svolgere in maniera autonoma le funzioni ad essa conferite dal Trattato e dallo Statuto. Inoltre, una BCN non può essere posta nella condizione di avere un controllo limitato o nullo sul proprio personale o di venire influenzata dal governo di uno Stato membro rispetto alla propria politica in materia di personale<sup>27</sup>. Ogni modifica alle disposizioni legislative in merito alla remunerazione dei membri degli organismi decisionali di una BCN e dei suoi impiegati dovrebbe essere decisa in stretta ed efficace cooperazione con la BCN, tenendo debito conto del suo parere, al fine di assicurare in modo continuativo la capacità della BCN di espletare le sue funzioni in maniera indipendente<sup>28</sup>. L'autonomia in materia di personale si estende alle questioni relative alle pensioni del personale.

### **Proprietà e diritti proprietari**

I diritti dei terzi di intervenire o emettere istruzioni nei confronti di una BCN in relazione alla proprietà detenuta da una BCN sono incompatibili con il principio dell'indipendenza finanziaria.

## **2.2.4 RISERVATEZZA**

L'obbligo del segreto professionale cui è tenuto il personale della BCE e delle BCN sancito dall'articolo 37 dello Statuto potrebbe dare luogo a disposizioni analoghe negli statuti delle BCN o nelle legislazioni degli Stati membri. La preminenza del diritto dell'UE e delle normative adottate nel suo ambito implica altresì che le leggi nazionali relative all'accesso a documenti da parte di terzi non può condurre a violazioni del regime di riservatezza del SEBC. L'accesso da parte di un ufficio di revisione statale, o di un organismo simile, ad informazioni e documenti di una BCN deve essere limitato e deve aver luogo senza pregiudicare il regime di riservatezza del SEBC a cui sono soggetti i membri degli organi decisionali e il personale delle BCN. Le BCN devono assicurare che

25 Pareri CON/2009/83 e CON/2009/53.

26 Parere CON/2009/26.

27 Pareri CON/2008/9 e CON/2008/10.

28 I pareri più importanti della BCN in proposito sono: CON/2010/42, CON/2010/51, CON/2010/56, CON/2010/69, CON/2010/80, CON/2011/104, CON/2011/106 e CON/2012/6.

tali soggetti proteggano la riservatezza delle informazioni e dei documenti divulgati ad un livello corrispondente a quello proprio delle BCN.

## **2.2.5 DIVIETO DI FINANZIAMENTO MONETARIO E ACCESSO PRIVILEGIATO**

Con riguardo al divieto di finanziamento monetario e di accesso privilegiato, la legislazione nazionale degli Stati membri che hanno aderito all'UE nel 2004 o nel 2007 ha dovuto essere adeguata in modo tale da renderla conforme alle disposizioni pertinenti del Trattato e dello Statuto e ha dovuto essere in vigore rispettivamente il 1° maggio 2004 e il 1° gennaio 2007. La Svezia era tenuta a effettuare i necessari adeguamenti entro il 1° gennaio 1995.

### **2.2.5.1 DIVIETO DI FINANZIAMENTO MONETARIO**

Il divieto di finanziamento monetario è stabilito nell'articolo 123, paragrafo 1, del Trattato, che proibisce la concessione di scoperti di conto o qualsiasi altra forma di facilitazione creditizia da parte della BCE o da parte delle BCN degli Stati membri a istituzioni, organi o organismi dell'UE, alle amministrazioni statali, agli enti regionali, locali o altri enti pubblici, ad altri organismi di diritto pubblico o a imprese pubbliche degli Stati membri; così come l'acquisto diretto presso di essi di titoli di debito da parte della BCE o delle BCN. Il Trattato contiene un'esenzione a tale divieto; esso non si applica agli enti creditizi di proprietà pubblica che, nel contesto dell'offerta di liquidità da parte delle banche centrali, devono ricevere lo stesso trattamento degli enti creditizi privati (articolo 123, paragrafo 2, del Trattato). Inoltre, la BCE e le BCN possono operare come agenti finanziari per gli organismi di cui sopra (articolo 21.2 dello Statuto). Il preciso campo di applicazione del divieto di finanziamento monetario è chiarito ulteriormente dal Regolamento (CE) n. 3603/93 del Consiglio, del 13 dicembre 1993, che precisa le definizioni necessarie all'applicazione dei divieti enunciati agli articoli 104 e 104B del Trattato che istituisce la Comunità europea<sup>29</sup>, il quale chiarisce il fatto che il divieto include qualunque finanziamento degli impegni assunti dal settore pubblico nei confronti dei terzi.

Il divieto di finanziamento monetario è fondamentale per assicurare che il raggiungimento dell'obiettivo primario della politica monetaria (cioè il mantenimento della stabilità dei prezzi) non sia ostacolato. Inoltre, il finanziamento del settore pubblico da parte delle banche centrali attenua gli incentivi per una disciplina di politica fiscale. Tale divieto deve pertanto essere interpretato estensivamente in modo da assicurare una sua rigorosa applicazione ed è soggetto solo ad alcune esenzioni limitate contenute nell'articolo 123, paragrafo 2, del Trattato e nel Regolamento (CE) n. 3603/93. Così, se anche l'articolo 123, paragrafo 1, fa riferimento specificamente alla "facilitazione creditizia", vale a dire prevedendo l'obbligo di ripagare i fondi, il divieto può essere applicato a maggior ragione ad altre forme di finanziamento, vale a dire senza tale obbligo di rimborso.

La BCE ha sviluppato la propria posizione generale sulla compatibilità della legislazione nazionale con il divieto in questione principalmente nel contesto dei pareri resi agli Stati membri su progetti di disposizioni legislative, ex articolo 127, paragrafo 4, e articolo 282, paragrafo 5, del Trattato<sup>30</sup>.

<sup>29</sup> GU L 332 del 31.12.1993, pag. 1. Gli articoli 104 e 104B, paragrafo 1, del Trattato che istituisce la Comunità europea sono ora gli articoli 123 e 125, paragrafo 1, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea.

<sup>30</sup> Si veda il Rapporto sulla convergenza del 2008, pagina 23, nota 13, che contiene una lista di pareri istruttivi IME/BCE in tale campo adottati tra maggio 1995 e marzo 2008. Altri pareri istruttivi della BCE in questo ambito sono: CON/2008/46, CON/2008/80, CON/2009/59 e CON/2010/4.



**LEGISLAZIONE NAZIONALE DI RECEPIMENTO DEL DIVIETO DEL FINANZIAMENTO MONETARIO**

In linea generale, non è necessario recepire nella legislazione nazionale l'articolo 123 del Trattato, integrato dal Regolamento (CE) n. 3603/93, in quanto entrambi direttamente applicabili. Qualora, tuttavia, le disposizioni legislative nazionali rispecchiassero tali disposizioni dell'UE direttamente applicabili, esse non potrebbero restringere la portata applicativa del divieto di finanziamento monetario o estendere le esenzioni a disposizione ai sensi del diritto dell'UE. Ad esempio, la legislazione nazionale che prevedesse il finanziamento da parte della BCN di impegni finanziari di uno Stato membro nei confronti di istituzioni internazionali finanziarie (diverse dall'FMI, come previsto nel Regolamento (CE) n. 3603/93) o di paesi terzi, sarebbe incompatibile con il divieto di finanziamento monetario.

**FINANZIAMENTO DEL SETTORE PUBBLICO O DI IMPEGNI ASSUNTI DAL SETTORE PUBBLICO NEI CONFRONTI DI TERZI**

La legislazione nazionale non può richiedere ad una BCN di finanziare lo svolgimento di funzioni da parte di organismi del settore pubblico o gli impegni assunti dal settore pubblico nei confronti dei terzi. Ad esempio, una legge nazionale che autorizzasse o richiedesse a una BCN di finanziare organi giudiziari o quasi giudiziari, indipendenti rispetto alla BCN e che operano quale estensione dello Stato, sarebbe incompatibile con il divieto di finanziamento monetario. Inoltre, in linea con il divieto di finanziamento monetario, una BCN non può finanziare alcun fondo di risoluzione<sup>31</sup>. Tuttavia, la messa a disposizione di risorse da parte di una BCN ad una autorità di vigilanza non dà luogo a preoccupazioni connesse al finanziamento monetario nei limiti in cui la BCN finanzia l'adempimento di compiti di vigilanza finanziaria legittimi ai sensi del diritto nazionale come parte del proprio mandato, o fintanto che la BCN possa contribuire al processo decisionale delle autorità di vigilanza, e possa influenzarlo<sup>32</sup>. Ancora, la distribuzione dei profitti della banca centrale che non sono stati ancora pienamente realizzati, contabilizzati e sottoposti a revisione non è compatibile col divieto di finanziamento monetario. Per rispettare il divieto di finanziamento monetario, l'importo distribuito al bilancio dello Stato ai sensi delle norme sulla distribuzione dei profitti applicabili non può essere pagato, neppure parzialmente, a valere sul capitale di riserva della BCN. Pertanto, le norme sulla distribuzione dei profitti non dovrebbero incidere sul capitale di riserva della BCN. Inoltre, quando le attività di una BCN sono trasferite allo Stato, devono essere remunerate al valore di mercato e il trasferimento deve avere luogo allo stesso momento della remunerazione.<sup>33</sup>

**ASSUNZIONE DELLE PASSIVITÀ DEL SETTORE PUBBLICO**

La legislazione nazionale che richiedesse a una BCN di assumere le passività di un organo pubblico precedentemente pubblico come risultato di una riorganizzazione nazionale di taluni compiti e doveri (ad esempio, nel contesto del trasferimento alla BCN di taluni compiti di vigilanza precedentemente propri dello Stato o di autorità o organi pubblici indipendenti), senza isolare la BCN dagli obblighi di natura finanziaria risultanti dalle attività precedenti di tali soggetti, sarebbe incompatibile con il divieto di finanziamento monetario.

**SOSTEGNO FINANZIARIO PER GLI ENTI CREDITIZI E/O FINANZIARI**

La legislazione che prevedesse il finanziamento da parte di una BCN, concesso indipendentemente e a sua completa discrezione, di enti creditizi al di fuori del contesto dei compiti di banca

31 Parere CON/2011/103.

32 Parere CON/2010/4.

33 Pareri CON/2011/91 e CON/2011/99.



centrale (quali politica monetaria, sistemi di pagamento o operazioni temporanee di sostegno alla liquidità), in particolare il sostegno di enti creditizi e/o altre istituzioni finanziarie insolventi, sarebbe incompatibile con il divieto di finanziamento monetario. A tal fine, si potrebbe considerare di inserire riferimenti all'articolo 123 del Trattato.

#### **SOSTEGNO FINANZIARIO AI SISTEMI DI GARANZIA DEI DEPOSITI E DI INDENNIZZO DEGLI INVESTITORI**

La direttiva relativa ai sistemi di garanzia dei depositi<sup>34</sup> e la direttiva relativa ai sistemi di indennizzo degli investitori<sup>35</sup> stabiliscono che i costi del finanziamento di tali sistemi devono essere sostenuti rispettivamente dagli stessi enti creditizi e imprese di investimento. La legislazione nazionale che prevedesse il finanziamento da parte delle BCN di un sistema nazionale di garanzia dei depositi per gli enti creditizi o di un sistema nazionale di indennizzo degli investitori per le imprese di investimento, sarebbe compatibile con il divieto di finanziamento monetario, solo se fosse a breve termine, affrontasse situazioni d'urgenza, fossero in gioco aspetti di stabilità sistemica e le decisioni fossero lasciate alla discrezionalità della BCN. A tal fine, si potrebbe considerare di inserire riferimenti all'articolo 123 del Trattato. Quando, facendo uso della propria discrezionalità, la BCN conceda un prestito, deve assicurare che non stia di fatto assumendo un compito dello Stato<sup>36</sup>. In particolare, il sostegno, da parte della banca centrale, dei sistemi di garanzia dei depositi non dovrebbe consistere in un'operazione sistematica di finanziamento anticipato<sup>37</sup>.

#### **FUNZIONE DI AGENZIA FINANZIARIA**

L'articolo 21.2 dello Statuto stabilisce che la "BCE e le banche centrali nazionali possono operare come agenti finanziari" per istituzioni, organi o organismi dell'Unione, amministrazioni statali, enti regionali, locali o altri enti pubblici, altri organismi del settore pubblico o imprese pubbliche degli Stati membri. La finalità dell'articolo 21.2 dello Statuto è quella di consentire alle BCN, in seguito al trasferimento della funzione di politica monetaria all'Eurosistema, di continuare a svolgere il servizio di agente finanziario tradizionalmente fornito dalle banche centrali ai governi e ad altri enti pubblici, senza violare automaticamente il divieto di finanziamento monetario. Il Regolamento (CE) n. 3603/93 stabilisce un numero di esenzioni esplicite e circoscritte dal rispetto del divieto di finanziamento monetario in relazione alla funzione di agenzia finanziaria come segue: 1) i crediti infragiornalieri sono concessi al settore pubblico purché restino limitati alla giornata e non sia possibile alcuna proroga<sup>38</sup>; 2) è permesso l'accredito del conto del settore pubblico con assegni emessi da terzi prima che siano stati addebitati alla banca trattaria, qualora sia trascorso un intervallo di tempo prefissato corrispondente al termine normale di riscossione degli assegni da parte della BCN interessata, a condizione che l'eventuale saldo che ne derivi sia eccezionale, sia limitato ad un importo modesto e si annulli a breve termine<sup>39</sup>; 3) è permessa la detenzione di monete metalliche emesse dal settore pubblico e accreditate al suo conto, se l'importo di tale credito rimane inferiore al 10 per cento delle monete metalliche in circolazione<sup>40</sup>.

La legislazione nazionale relativa alla funzione di agenzia finanziaria dovrebbe essere compatibile con il diritto dell'UE in generale e con il divieto di finanziamento monetario in particolare.

34 Considerando 23 della Direttiva 94/19/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 30 maggio 1994, relativa ai sistemi di garanzia dei depositi (GU L 135 del 31.5.1994, pag. 5).

35 Considerando 23 della Direttiva 97/9/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 3 marzo 1994, relativa ai sistemi di indennizzo degli investitori (GU L 84 del 26.3.1997, pag. 22).

36 Parere CON/2011/83.

37 Parere CON/2011/84.

38 Si veda l'articolo 4 del Regolamento (CE) n. 3603/93.

39 Si veda l'articolo 5 del Regolamento (CE) n. 3603/93.

40 Si veda l'articolo 6 del Regolamento (CE) n. 3603/93.

Tenendo in considerazione l'espresso riconoscimento da parte dell'articolo 21.2 dello Statuto dello svolgimento dei servizi di agenzia finanziaria quale funzione legittima tradizionalmente espletata dalle BCN, lo svolgimento dei servizi di agenzia finanziaria ottempera al divieto di finanziamento monetario, purché tali servizi non eccedano la portata della funzione di agenzia finanziaria e non costituiscano finanziamento, da parte della banca centrale, di obbligazioni del settore pubblico nei confronti di terzi o credito della banca centrale al settore pubblico, al di fuori delle ristrette eccezioni previste dal Regolamento (CE) n. 3603/93<sup>41</sup>. Una legislazione nazionale che permetta ad una BCN di detenere depositi governativi e di servire i conti governativi non solleva dubbi dal punto di vista del rispetto del divieto di finanziamento monetario, purché tali disposizioni non consentano un'estensione di credito, inclusi scoperti sul conto *overnight*. Tuttavia, sorgerebbe un dubbio sulla compatibilità con il divieto di finanziamento monetario, ad esempio, qualora la legislazione nazionale consenta una remunerazione dei depositi o dei saldi di conto corrente superiore ai tassi di mercato, piuttosto che pari ad essi o al di sotto di essi. Un margine di remunerazione al di sopra dei tassi di mercato costituisce un credito de facto, contrario al fine perseguito dal divieto di finanziamento monetario e potrebbe pertanto pregiudicare le finalità di tale divieto. È essenziale che qualsiasi remunerazione di un conto rifletta parametri di mercato ed è di particolare importanza che il tasso di remunerazione dei depositi sia connesso alla loro scadenza<sup>42</sup>. Inoltre, lo svolgimento da parte di una BCN dei servizi di agenzia finanziaria senza remunerazione non solleva dubbi dal punto di vista del finanziamento monetario, purché si tratti di servizi fondamentali di agenzia finanziaria<sup>43</sup>.

### 2.2.5.2 DIVIETO DI ACCESSO PRIVILEGIATO

In quanto autorità pubbliche, le BCN non possono adottare misure che concedano l'accesso privilegiato da parte del settore pubblico alle istituzioni finanziarie, se tali misure non sono fondate su considerazioni prudenziali. Inoltre, le norme relative alla mobilitazione o alla costituzione in cauzione di strumenti di debito emesse dalle BCN non devono servire ad aggirare il divieto di accesso privilegiato<sup>44</sup>. La legislazione degli Stati membri in tale settore non può disporre un tale accesso privilegiato.

Il presente rapporto concentra l'attenzione sulla compatibilità sia della legislazione nazionale o delle norme adottate dalle BCN sia degli statuti delle BCN con il divieto, contenuto nel Trattato, di accesso privilegiato. Tuttavia, il presente rapporto non preclude una valutazione del fatto se le leggi, i regolamenti, le norme o gli atti amministrativi negli Stati membri siano utilizzati quali strumenti per aggirare il divieto di accesso privilegiato, con l'espedito di considerazioni di natura prudenziale. Tale valutazione esula dalla portata del presente rapporto.

### 2.2.6 ORTOGRAFIA COMUNE DELL'EURO

L'articolo 3, paragrafo 4, del Trattato sull'Unione europea stabilisce che "l'Unione istituisce un'unione economica e monetaria la cui moneta è l'euro". Nei testi dei trattati in tutte le lingue facenti fede che usano nella forma scritta l'alfabeto latino, l'euro è coerentemente identificato al nominativo singolare come "euro". Nell'alfabeto greco l'ortografia del termine euro è "ευρώ"

41 Pareri CON/2009/23, CON/2009/67 e CON/2012/9.

42 Si vedano, tra gli altri, i pareri CON/2010/54 e CON/2010/55.

43 Parere CON/2012/9.

44 Si veda l'articolo 3, paragrafo 2, e il considerando 10 del Regolamento (CE) n. 3604/93 del Consiglio, del 13 dicembre 1993, che precisa le definizioni ai fini dell'applicazione del divieto di accesso privilegiato di cui all'articolo 104 A [ora articolo 124] del Trattato (GU L 332 del 31.12.1993, pag. 4).

e nell'alfabeto cirillico è “евро”<sup>45</sup>. Coerentemente, il Regolamento (CE) n. 974/98 del Consiglio, del 3 maggio 1998, sull'introduzione dell'euro<sup>46</sup> chiarisce che la denominazione della moneta unica deve essere la stessa in tutte le lingue ufficiali dell'Unione, tenendo conto dell'esistenza dei diversi alfabeti. I trattati richiedono pertanto un'ortografia comune della parola “euro” nel caso nominativo singolare in tutte le disposizioni legislative dell'UE e nazionali, tenendo conto dell'esistenza di alfabeti diversi.

Alla luce della competenza esclusiva dell'UE nel determinare il nome della moneta unica, qualunque deviazione da tale regola è incompatibile con i trattati e deve essere eliminata. Mentre tale principio si applica a tutti i tipi di legislazione nazionale, le valutazioni contenute nei capitoli relativi ai singoli paesi si concentrano sugli statuti delle BCN e sulla legislazione relativa alla transizione all'euro.

### **2.2.7 INTEGRAZIONE LEGALE DELLE BCN NELL'EUROSISTEMA**

Le norme nazionali (in particolare lo statuto di una BCN, ma anche altre leggi) che dovessero impedire l'espletamento dei compiti connessi all'Eurosistema o il rispetto delle decisioni della BCE sono incompatibili con l'efficace funzionamento dell'Eurosistema, una volta che lo Stato membro interessato abbia adottato l'euro. Pertanto, la legislazione nazionale, dovrebbe essere opportunamente adeguata al fine di garantire la compatibilità con il Trattato e lo Statuto. Per ottemperare a quanto stabilito dall'articolo 131 del Trattato, è stato necessario adeguare la legislazione nazionale in modo tale da assicurarne la compatibilità alla data di istituzione del SEBC (per ciò che attiene la Svezia) e al 1° maggio 2004 e al 1° gennaio 2007 (per ciò che attiene gli Stati membri che hanno aderito all'UE in tali date). Ciononostante, gli obblighi legali relativi alla piena integrazione legale di una BCN nell'Eurosistema devono essere rispettati solo a partire dal momento in cui l'integrazione diventa effettiva, vale a dire, al momento dell'adozione dell'euro da parte dello Stato membro con deroga.

In questo rapporto, particolare attenzione viene rivolta alle aree in cui le disposizioni statutarie possono impedire il rispetto da parte di una BCN degli obblighi imposti dall'Eurosistema. Si tratta, ad esempio, di disposizioni suscettibili di impedire alla BCN di partecipare all'attuazione della politica monetaria definita dagli organi decisionali della BCE, oppure di ostacolare l'adempimento da parte di un governatore dei propri doveri in qualità di membro del Consiglio direttivo della BCE, o, ancora, di disposizioni che non rispettano le prerogative della BCE. Si effettuano distinzioni tra obiettivi di politica economica, compiti, disposizioni finanziarie, politica dei cambi e cooperazione internazionale. Infine, sono citate altre aree per le quali lo statuto di una BCN potrebbe necessitare modifiche.

#### **2.2.7.1 OBIETTIVI DI POLITICA ECONOMICA**

La piena integrazione di una BCN nell'Eurosistema richiede che i propri obiettivi statutari siano compatibili con quelli del SEBC, enunciati all'articolo 2 dello Statuto. Fra le altre cose, ciò comporta, tra l'altro, la necessità di provvedere all'adeguamento degli obiettivi statutari “di stampo

45 La “Dichiarazione della Repubblica di Lettonia, della Repubblica di Ungheria e della Repubblica di Malta sull'ortografia della denominazione della moneta unica nei Trattati” allegata ai trattati, stabilisce che “senza pregiudizio dell'ortografia unificata della denominazione della moneta unica dell'Unione europea cui si fa riferimento nei trattati e che figura sulle banconote e sulle monete, la Lettonia, l'Ungheria e Malta dichiarano che l'ortografia della denominazione della moneta unica, ivi compreso nelle forme declinate, figurante nelle versioni linguistiche lettone, maltese e ungherese del testo dei trattati non ha alcun effetto sulle vigenti regole delle lingue lettone, maltese e ungherese”.

46 GU L 139 dell'11.5.1998, pag. 1.

nazionale”, quali ad esempio quelli che si riferiscono all’obbligo di condurre la politica monetaria nel quadro della politica economica generale dello Stato membro interessato. Inoltre, gli obiettivi secondari di una BCN devono essere coerenti e non interferire con l’obbligo di sostenere le politiche economiche generali nell’UE al fine di contribuire alla realizzazione degli obiettivi dell’UE definiti nell’articolo 3 del Trattato sull’Unione europea, che è a sua volta definito quale un obiettivo, fatto salvo il mantenimento della stabilità dei prezzi<sup>47</sup>.

#### 2.2.7.2 COMPITI

I compiti di una BCN di uno Stato membro la cui moneta è l’euro sono definite in prevalenza dal Trattato e dallo Statuto, dal momento che la BCN stessa viene considerata come una parte integrante dell’Eurosistema. Al fine di ottemperare a quanto disposto dall’articolo 131 del Trattato, quindi, le disposizioni relative ai compiti contenute nello statuto di una BCN, devono essere confrontate con quelle corrispettive contenute nel Trattato e nello Statuto ed ogni incompatibilità deve essere eliminata<sup>48</sup>. Ciò si applica ad ogni disposizione che, dopo l’adozione dell’euro e l’integrazione nell’Eurosistema, costituisca un impedimento allo svolgimento delle attività collegate al SEBC ed in particolare a quelle disposizioni che non tengono conto dei poteri conferiti al SEBC dal capitolo IV dello Statuto.

Tutte le disposizioni legislative relative alla politica monetaria devono riconoscere che la politica monetaria dell’Unione deve essere condotta attraverso l’Eurosistema<sup>49</sup>. Lo statuto di una BCN può contenere disposizioni sugli strumenti di politica monetaria. Tali disposizioni devono essere comparabili a quelle contenute nel Trattato e nello Statuto e qualsiasi incompatibilità deve essere eliminata, in modo da ottemperare a quanto disposto dall’articolo 131 del Trattato.

Nel contesto di recenti iniziative legislative nazionali dirette a far fronte alla crisi nei mercati finanziari, la BCE ha posto un’enfasi sul fatto che debba essere evitata qualunque distorsione nei segmenti nazionali del mercato monetario dell’area dell’euro, in quanto ciò può pregiudicare l’attuazione della politica monetaria unica. In particolare, ciò vale rispetto all’estensione delle garanzie dello Stato a copertura dei depositi interbancari<sup>50</sup>.

Gli Stati membri devono assicurare che le misure legislative nazionali che affrontano i problemi di liquidità delle imprese o dei professionisti, ad esempio i loro debiti nei confronti delle istituzioni finanziarie, non abbiano effetti negativi sulla liquidità del mercato. In particolare, tali misure non possono essere incompatibili con il principio di un’economia di mercato aperto, come riflesso nell’articolo 3 del Trattato sull’Unione europea, in quanto ciò potrebbe impedire il flusso di crediti, influenzare materialmente la stabilità delle istituzioni finanziarie e dei mercati e di conseguenza incidere negativamente sullo svolgimento dei compiti dell’Eurosistema<sup>51</sup>.

Le disposizioni legislative nazionali che attribuiscono alle BCN il diritto esclusivo di emettere banconote, devono riconoscere che, dopo l’adozione dell’euro, spetta al Consiglio direttivo della BCE il diritto esclusivo di autorizzare l’emissione di banconote in euro, ai sensi dell’articolo 128, paragrafo 1 del Trattato e dell’articolo 16 dello Statuto, mentre il diritto esclusivo di emettere banconote in euro appartiene alla BCE e alle BCN. Le disposizioni legislative nazionali che legitti-

47 Pareri CON/2010/30 e CON/2010/48.

48 Si vedano, in particolare, gli articoli 127 e 128 del Trattato e gli articoli da 3 a 6 e 16 dello Statuto.

49 Primo trattino dell’articolo 127, paragrafo 2, del Trattato.

50 Pareri CON/2009/99 e CON/2011/79.

51 Parere CON/2010/8.

mano interventi governativi su aspetti quali i tagli, la fabbricazione, l'ammontare delle emissioni e il ritiro delle banconote in euro devono essere abrogate ovvero si devono riconoscere i poteri attribuiti alla BCE riguardo alle banconote in euro, ai sensi delle disposizioni del Trattato e dello Statuto. Riguardo alle monete metalliche, indipendentemente dalla ripartizione delle competenze tra governi e BCN, dopo l'adozione dell'euro, le disposizioni in materia devono riconoscere il potere della BCE di approvare l'ammontare delle emissioni di monete metalliche. Uno Stato membro non può considerare la moneta in circolazione come un debito della propria BCN nei confronti del governo di tale Stato membro, in quanto ciò farebbe fallire il concetto della moneta unica e sarebbe incompatibile con gli obblighi di integrazione legale dell'Eurosistema<sup>52</sup>.

Per quanto attiene alla gestione delle riserve in valuta estera<sup>53</sup>, gli Stati membri che hanno adottato l'euro e che non trasferiscono le proprie riserve ufficiali<sup>54</sup> alle rispettive BCN infrangono le disposizioni del Trattato. Inoltre, qualunque diritto di terzi – ad esempio il governo o il parlamento – di influenzare le decisioni di una BCN sulla gestione delle riserve ufficiali non sarebbe coerente con il terzo trattino dell'articolo 127, paragrafo 2, del Trattato. Infine, le BCN devono fornire alla BCE attività di riserva in valuta in misura proporzionale alla loro quota di partecipazione al capitale versato della BCE. Ciò significa che non devono sussistere ostacoli legali al trasferimento delle riserve in valuta dalle BCN alla BCE.

Allo stesso modo, non è permesso l'intervento nell'adempimento degli altri compiti dell'Eurosistema, come la gestione delle riserve in valuta estera, mediante l'introduzione di una tassazione sulle plusvalenze teoriche e non realizzate<sup>55</sup>.

### **2.2.7.3 DISPOSIZIONI IN MATERIA FINANZIARIA**

Le disposizioni in materia finanziaria nello Statuto comprendono norme in materia di conti finanziari<sup>56</sup>, revisione dei conti<sup>57</sup>, sottoscrizione del capitale<sup>58</sup>, trasferimento di attività di riserva<sup>59</sup> e distribuzione del reddito monetario<sup>60</sup>. Le BCN devono essere in grado di ottemperare agli obblighi previsti in tali disposizioni e ogni disposizione nazionale non compatibile deve pertanto essere abrogata.

### **2.2.7.4 POLITICA DEI CAMBI**

Uno Stato membro con deroga può preservare la legislazione nazionale in base alla quale il governo è responsabile della politica dei cambi per tale paese, affidando alla BCN un ruolo consultivo e/o esecutivo. Tuttavia, entro il momento in cui tale Stato membro adotta l'euro, tali disposizioni legislative devono rispecchiare il fatto che la responsabilità per la politica dei cambi dell'area dell'euro è stata trasferita a livello dell'UE conformemente agli articoli 138 e 219 del Trattato.

### **2.2.7.5 COOPERAZIONE INTERNAZIONALE**

Per adottare l'euro, la legislazione nazionale deve essere compatibile con l'articolo 6.1 dello Statuto, il quale stabilisce che nelle aree di cooperazione internazionale concernenti i compiti affidati

52 Parere CON/2008/34.

53 Terzo trattino dell'articolo 127, paragrafo 2, del Trattato.

54 Ad eccezione delle attività in valuta estera dei saldi operativi, che i governi degli Stati membri possono mantenere in virtù dell'articolo 127, paragrafo 3, del Trattato.

55 Parere CON/2009/63.

56 Articolo 26 dello Statuto.

57 Articolo 27 dello Statuto.

58 Articolo 28 dello Statuto.

59 Articolo 30 dello Statuto.

60 Articolo 32 dello Statuto.

all'Eurosistema, la BCE decide come il SEBC venga rappresentato. La legislazione nazionale sulla base della quale la BCN sia autorizzata a partecipare a istituzioni monetarie internazionali deve rendere tale partecipazione soggetta all'approvazione della BCE (articolo 6.2 dello statuto).

#### **2.2.7.6 MISCELLANEA**

Oltre a quelli elencati, nel caso di alcuni Stati membri vi sono altri ambiti in cui potrebbe essere necessario un adeguamento delle normative nazionali (ad esempio in materia di sistemi di compensazione e di pagamento o di scambio di informazioni).



### 3 STATO DELLA CONVERGENZA ECONOMICA

Dall'ultimo Rapporto sulla convergenza di maggio 2010, l'attività economica si è ripresa nella media del 2011 in tutti i paesi analizzati<sup>61</sup>. In alcuni casi il recupero ha fatto seguito a un rigoroso processo di aggiustamento. Se si escludono Svezia, Polonia e in misura minore Repubblica Ceca, nel 2011 il prodotto è rimasto ovunque su livelli inferiori a quelli del periodo antecedente la crisi. Nella seconda metà dell'anno le condizioni macroeconomiche e finanziarie si sono deteriorate, poiché gli effetti di propagazione avversi provenienti dall'area dell'euro attraverso il canale commerciale e quello finanziario hanno esacerbato l'impatto di determinati squilibri e di altre debolezze nelle economie nazionali. In gran parte dei paesi tali debolezze pongono in rilievo la necessità di proseguire l'azione di risanamento dei conti pubblici e le riforme strutturali che favoriscono un contesto propizio alla crescita sostenibile del prodotto e dell'occupazione a medio termine. L'aumento delle tensioni e della volatilità nei mercati finanziari si è generalmente tradotto in un calo dei corsi azionari, oltre che in un incremento dei tassi sui *credit default swap* e dei differenziali di interesse, a indicare che la crisi del debito sovrano nell'area dell'euro ha inciso in diversa misura sui paesi considerati. Le pressioni sono state particolarmente forti nei mercati finanziari delle economie con vulnerabilità significative, quali un'elevata incidenza del debito e/o del disavanzo sul PIL, un alto livello di debito estero e del settore privato, disallineamenti nella composizione per valuta o per scadenza del bilancio nazionale, rigidità del mercato del lavoro, scarsa qualità dei prestiti bancari in essere e fragilità delle istituzioni.

Per quanto concerne il criterio della stabilità dei prezzi, tre dei paesi analizzati in questo rapporto, ossia Bulgaria, Repubblica Ceca e Svezia, presentano una media dei tassi di inflazione inferiore – nel caso della Svezia ben inferiore – al valore di riferimento negli ultimi 12 mesi. Negli altri cinque tale parametro risulta ampiamente superato, malgrado la relativa debolezza del contesto economico osservata in gran parte dei casi.

La situazione di fondo delle finanze pubbliche è migliorata rispetto al 2010 nella maggioranza dei paesi, con la rilevante eccezione dell'Ungheria, riflettendo in prevalenza l'azione strutturale di risanamento del bilancio oltre che alcuni andamenti ciclici positivi (in base ai dati della Commissione europea). Ciò nonostante, alla data del presente rapporto tutti gli Stati membri in esame tranne la Svezia sono oggetto di una decisione del Consiglio dell'UE sull'esistenza di disavanzi eccessivi. Nel 2011 l'incidenza del debito pubblico sul PIL è aumentata in tutti i paesi considerati ad eccezione di Bulgaria, Lettonia, Ungheria e Svezia. Tuttavia, per quanto concerne l'Ungheria, tale risultato va ricondotto all'effetto *una tantum* connesso al trasferimento di attivi dal pilastro pensionistico privato obbligatorio a quello statale. In tutti i paesi in rassegna salvo l'Ungheria il rapporto debito pubblico/PIL è inferiore al valore di riferimento del 60 per cento. Nel 2011 è salito su livelli prossimi al 56 per cento in Polonia e si è collocato al di sopra del 40 per cento in Lettonia e Repubblica Ceca, mentre si è mantenuto al di sotto del 40 per cento in Lituania, Romania e Svezia e al di sotto del 20 per cento in Bulgaria.

Con riferimento al criterio del tasso di cambio, due dei paesi analizzati in questa sede, vale a dire Lettonia e Lituania, partecipano agli AEC II. Nessuno degli altri Stati membri considerati ha aderito agli AEC II dalla precedente valutazione della convergenza nel 2010. Nel periodo di riferimento, le condizioni dei mercati finanziari nei due paesi si sono complessivamente stabilizzate. Al tempo stesso i tassi di cambio delle divise non partecipanti agli AEC II hanno evidenziato fluttuazioni piuttosto ampie, fatta eccezione per la moneta bulgara, che opera in regime di *currency board* nei confronti dell'euro.

61 Dei nove paesi esaminati nel 2010, l'Estonia ha frattanto adottato l'euro: nel raffrontare le risultanze del presente rapporto con quelle del precedente è importante tenere conto della diversa composizione del gruppo considerato.



Sul fronte della convergenza dei tassi di interesse a lungo termine, sei degli otto paesi esaminati, ossia Bulgaria, Repubblica Ceca, Lettonia, Lituania, Polonia e Svezia, si collocano in corrispondenza o al di sotto – nel caso di Repubblica Ceca e Svezia ben al di sotto – del valore di riferimento del 5,8 per cento. Nel 2010 appena due paesi (su nove) registravano tassi di interesse inferiori a quello di riferimento.

Nel valutare il soddisfacimento dei criteri di convergenza l'aspetto della sostenibilità riveste un'importanza cruciale, poiché la convergenza deve essere durevole e non transitoria. Il primo decennio dell'UEM ha mostrato come la debolezza delle variabili economiche fondamentali, un orientamento macroeconomico eccessivamente accomodante a livello di singoli Stati membri e aspettative esageratamente ottimistiche circa la convergenza dei redditi reali pongano dei rischi non soltanto per i paesi interessati, ma anche per l'ordinato funzionamento dell'area dell'euro nel suo insieme. Squilibri macroeconomici ampi e persistenti, ad esempio sotto forma di perdite durevoli di competitività, crescita dell'indebitamento o formazione di bolle nel mercato immobiliare, si sono accumulati nel decennio scorso in molti Stati membri dell'UE, inclusi paesi aderenti all'area dell'euro, e costituiscono una delle principali ragioni dell'attuale crisi economica e finanziaria.

Nell'insieme, è stata riconosciuta la necessità di migliorare la governance economica all'interno dell'UE. In particolare, il 13 dicembre 2011 è entrato in vigore un nuovo pacchetto legislativo che rafforza in misura significativa la sorveglianza delle politiche di bilancio e introduce una nuova procedura di sorveglianza per la prevenzione e la correzione degli squilibri macroeconomici.

In molti dei paesi considerati sono necessari aggiustamenti durevoli sul piano delle politiche economiche in ragione della compresenza di diversi fattori rilevanti per l'integrazione e la convergenza economica.

- a) Livelli elevati di indebitamento del settore pubblico o privato, specie se connessi a un debito estero relativamente ampio, rendono le economie vulnerabili al contagio in caso di tensioni nei mercati finanziari. Essi possono altresì ostacolare la crescita sostenibile del prodotto, tenuto conto del loro impatto potenzialmente negativo sul finanziamento bancario o sugli afflussi finanziari, nonché del necessario processo di riduzione della leva finanziaria.
- b) Il contenimento della dinamica salariale e la promozione della produttività restano indispensabili per sostenere la competitività in molti paesi.
- c) Per favorire una crescita più vigorosa, equilibrata e sostenibile, molti paesi devono affrontare gli squilibri tra qualifiche richieste e offerte, nonché promuovere la partecipazione al mercato del lavoro, prestando particolare attenzione ai beni e servizi ad alto valore aggiunto commerciabili a livello internazionale. Ciò concorrerebbe a ridurre le esistenti carenze di manodopera e a favorire un maggiore contributo del settore delle esportazioni alla crescita negli anni a venire.
- d) In gran parte dei paesi occorre migliorare il contesto economico e le misure intese a rafforzare la governance, oltre che innalzare la qualità delle istituzioni per agevolare una maggiore espansione sostenibile del prodotto e accrescere la tenuta dell'economia agli shock specifici dei singoli paesi.
- e) Per quanto concerne il settore finanziario, è essenziale tenere sotto la più stretta osservazione possibile il settore bancario e in particolare i rischi connessi alla sua esposizione agli altri paesi

e al livello relativamente elevato dei prestiti in valuta. È altresì necessario sviluppare i mercati dei finanziamenti in moneta locale, soprattutto per le scadenze più lunghe.

- f) L'ulteriore convergenza dei livelli di reddito nella maggior parte degli Stati membri in esame eserciterà probabilmente maggiori pressioni al rialzo sui prezzi o sui tassi di cambio nominali (se non su entrambi). Per la valutazione di una convergenza economica sostenibile resta pertanto essenziale la capacità comprovata di conseguire e mantenere la stabilità dei prezzi su base duratura in condizioni di tassi di cambio stabili nei confronti dell'euro.
- g) Sono necessari aggiustamenti durevoli sul piano delle politiche economiche per evitare l'accumulo di nuovi squilibri macroeconomici. Questo rischio esiste, in particolare, se il processo di convergenza dei redditi è accompagnato da un rinnovato vigore della crescita del credito e dei prezzi delle attività, alimentato ad esempio da tassi di interesse reali modesti o negativi.
- h) I cambiamenti demografici, che si prospettano rapidi e di notevole portata, devono essere affrontati ricorrendo ad esempio a politiche di bilancio responsabili e lungimiranti.

### CRITERIO DELLA STABILITÀ DEI PREZZI

Nel periodo di 12 mesi, compreso fra aprile 2011 e marzo 2012, il valore di riferimento fissato per il criterio della stabilità dei prezzi è stato pari al 3,1 per cento, risultato ottenuto aggiungendo 1,5 punti percentuali alla media aritmetica semplice dei tassi di inflazione misurati sullo IAPC di Svezia (1,3 per cento), Irlanda (1,4 per cento) e Slovenia (2,1 per cento) per i 12 mesi in questione. Riassumendo gli andamenti dei singoli Stati membri in tale periodo, tre su otto (Bulgaria, Repubblica Ceca e Svezia) hanno registrato tassi medi di inflazione armonizzata inferiori – nel caso della Svezia ben inferiori – al valore di riferimento. I rimanenti paesi si sono collocati su livelli ampiamente superiori, con lo scostamento più ampio osservato in Romania (cfr. tavola 1).

Negli ultimi dieci anni l'inflazione è stata volatile nella maggioranza dei paesi dell'Europa centrale e orientale, passando dai livelli relativamente elevati del 2001-2002 a valori più moderati nel 2003, per poi iniziare a salire in gran parte degli Stati membri esaminati. Nella seconda metà del decennio è aumentata in diversi paesi, portandosi in alcuni casi su livelli a due cifre. I tassi medi annui hanno toccato un massimo nel 2008 e sono poi scesi notevolmente nel 2009 a seguito dello shock negativo sui prezzi delle materie prime a livello mondiale e del rallentamento significativo dell'attività economica nella maggioranza dei paesi. Nel 2010 l'inflazione è aumentata in gran parte degli Stati membri considerati, nonostante la perdurante debolezza della domanda interna e l'esistenza di un margine ancora ampio di capacità produttiva inutilizzata. Nel 2011 ha per lo più registrato un ulteriore incremento, riflettendo una combinazione di fattori interni ed esterni.

Sebbene questo profilo generale si applichi alla maggioranza delle economie per l'ultimo decennio, l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC ha continuato a evidenziare differenze significative tra paesi. In particolare, i tassi sono stati molto volatili in Lettonia e in misura minore in Bulgaria e Lituania. In tali paesi l'inflazione è salita fino al 2008, portandosi su livelli a due cifre come conseguenza del surriscaldamento dell'economia nazionale, ed è poi calata in misura significativa fino al 2010. In Romania è rimasta ostinatamente elevata fino al 2011, nonostante la marcata tendenza discendente osservata fino al 2007, soprattutto per effetto di una serie di shock dal lato dell'offerta e dell'andamento del cambio. Nella Repubblica Ceca, in Ungheria, in Polonia e in Svezia è stata meno volatile che negli altri paesi analizzati, portandosi in media d'anno al 5,1 per cento in Ungheria, al 2,7 in Polonia, al 2,1 nella Repubblica Ceca e all'1,8 in Svezia nell'ultimo decennio.

**Tavola I Sintesi degli indicatori economici di convergenza**

		Stabilità dei prezzi	Condizioni di finanza pubblica			Tasso di cambio		Tasso di interesse a lungo termine
		Inflazione misurata sullo IAPC <sup>1)</sup>	Paese con disavanzo eccessivo <sup>2) 3)</sup>	Avanzo (+) o disavanzo (-) delle amministrazioni pubbliche <sup>4)</sup>	Debito lordo delle amministrazioni pubbliche <sup>4)</sup>	Paese partecipante agli AEC II <sup>3)</sup>	Tasso di cambio nei confronti dell'euro <sup>5)</sup>	Tasso di interesse a lungo termine <sup>6)</sup>
Bulgaria	2010	3,0	no	-3,1	16,3	no	0,0	6,0
	2011	3,4	si	-2,1	16,3	no	0,0	5,4
	2012	2,7 <sup>1)</sup>	si <sup>3)</sup>	-1,9	17,6	no <sup>3)</sup>	0,0 <sup>3)</sup>	5,3 <sup>6)</sup>
Repubblica Ceca	2010	1,2	si	-4,8	38,1	no	4,4	3,9
	2011	2,1	si	-3,1	41,2	no	2,7	3,7
	2012	2,7 <sup>1)</sup>	si <sup>3)</sup>	-2,9	43,9	no <sup>3)</sup>	-1,8 <sup>3)</sup>	3,5 <sup>6)</sup>
Lettonia	2010	-1,2	si	-8,2	44,7	si	-0,4	10,3
	2011	4,2	si	-3,5	42,6	si	0,3	5,9
	2012	4,1 <sup>1)</sup>	si <sup>3)</sup>	-2,1	43,5	si <sup>3)</sup>	1,1 <sup>3)</sup>	5,8 <sup>6)</sup>
Lituania	2010	1,2	si	-7,2	38,0	si	0,0	5,6
	2011	4,1	si	-5,5	38,5	si	0,0	5,2
	2012	4,2 <sup>1)</sup>	si <sup>3)</sup>	-3,2	40,4	si <sup>3)</sup>	0,0 <sup>3)</sup>	5,2 <sup>6)</sup>
Ungheria	2010	4,7	si	-4,2	81,4	no	1,7	7,3
	2011	3,9	si	4,3	80,6	no	-1,4	7,6
	2012	4,3 <sup>1)</sup>	si <sup>3)</sup>	-2,5	78,5	no <sup>3)</sup>	-6,1 <sup>3)</sup>	8,0 <sup>6)</sup>
Polonia	2010	2,7	si	-7,8	54,8	no	7,7	5,8
	2011	3,9	si	-5,1	56,3	no	-3,2	6,0
	2012	4,0 <sup>1)</sup>	si <sup>3)</sup>	-3,0	55,0	no <sup>3)</sup>	-2,4 <sup>3)</sup>	5,8 <sup>6)</sup>
Romania	2010	6,1	si	-6,8	30,5	no	0,7	7,3
	2011	5,8	si	-5,2	33,3	no	-0,6	7,3
	2012	4,6 <sup>1)</sup>	si <sup>3)</sup>	-2,8	34,6	no <sup>3)</sup>	-2,8 <sup>3)</sup>	7,3 <sup>6)</sup>
Svezia	2010	1,9	no	0,3	39,4	no	10,2	2,9
	2011	1,4	no	0,3	38,4	no	5,3	2,6
	2012	1,3 <sup>1)</sup>	no <sup>3)</sup>	-0,3	35,6	no <sup>3)</sup>	1,9 <sup>3)</sup>	2,2 <sup>6)</sup>
Valore di riferimento <sup>7)</sup>		3,1 %		-3,0 %	60,0 %			5,8 %

Fonti: Commissione europea (Eurostat) e BCE.

1) Variazione percentuale media annua. I dati per il 2012 si riferiscono al periodo aprile 2011 - marzo 2012.

2) Viene indicato se un paese sia stato oggetto di una decisione del Consiglio dell'UE sull'esistenza di un disavanzo eccessivo per almeno parte dell'anno.

3) Le informazioni per il 2012 si riferiscono al periodo fino al 30 aprile, data di chiusura delle statistiche del presente rapporto.

4) In percentuale del PIL. I dati relativi al 2012 sono tratti dalle previsioni della Commissione europea della primavera 2012.

5) Variazione percentuale media annua. I dati per il 2012 sono calcolati come variazione percentuale della media sul periodo 1° gennaio - 23 aprile 2012 rispetto alla media del 2011. Un valore positivo indica un apprezzamento nei confronti dell'euro, mentre un valore negativo un deprezzamento.

6) Tasso di interesse medio annuo. I dati per il 2012 si riferiscono al periodo aprile 2011 - marzo 2012.

7) Il valore di riferimento è relativo al periodo aprile 2011 - marzo 2012 per l'inflazione misurata sullo IAPC e i tassi di interesse a lungo termine, al 2011 per il saldo di bilancio e il debito delle amministrazioni pubbliche.

La dinamica dell'inflazione ha rispecchiato le condizioni macroeconomiche complessive dei paesi esaminati. La vigorosa crescita del periodo fino al 2008, che aveva dato origine all'accumulo di significativi squilibri macroeconomici in alcuni paesi, si è arrestata con lo scoppio della crisi finanziaria ed economica mondiale. Un rallentamento repentino dell'attività ha favorito la correzione, in varia misura, di alcuni di questi squilibri nei paesi interessati. Anche le economie relativamente più solide hanno registrato un peggioramento improvviso delle condizioni macroeconomiche,

soprattutto a cavallo fra il 2008 e il 2009. Più di recente l'attività ha accelerato, pur mantenendosi su livelli inferiori rispetto al periodo antecedente la crisi in gran parte degli Stati membri analizzati. Benché il contributo della domanda interna alla crescita economica sia aumentato nella maggior parte dei paesi, la ripresa è ancora frenata dalla relativa debolezza del mercato del lavoro e dalle esigenze di riequilibrio delle finanze pubbliche. In diversi paesi l'inflazione negli ultimi anni ha risentito anche di alcune delle misure adottate per risanare i conti pubblici, afferenti fra l'altro imposte indirette, prezzi amministrati e accise. Al tempo stesso, tra le principali determinanti esterne, le variazioni dei prezzi dei beni energetici e alimentari hanno concorso alla volatilità dell'inflazione, soprattutto nell'Europa centrale e orientale. Ciò riflette la sensibilità relativamente elevata di tali economie agli andamenti dei corsi delle materie prime. In gran parte degli Stati membri esaminati, anche l'evoluzione dei tassi di cambio (per i paesi con obiettivo di inflazione) e le condizioni di politica monetaria (per quelli con obiettivo di cambio) hanno contribuito alla volatilità dell'inflazione.

In base alle previsioni elaborate dalle principali istituzioni internazionali, è probabile che nella maggioranza dei paesi considerati l'inflazione in media d'anno rimanga sostanzialmente stabile oppure diminuisca nel 2012 e nel 2013. La principale eccezione è costituita dall'Ungheria, dove nel 2012 è previsto un aumento di riflesso a una serie di shock temporanei dal lato dei costi, a variazioni dell'imposizione fiscale e all'effetto ritardato dell'indebolimento del tasso di cambio. La fragilità del contesto internazionale, assieme alle prospettive ancora modeste per la domanda interna e all'esistenza di un certo eccesso di capacità produttiva, dovrebbe favorire il contenimento delle pressioni inflazionistiche nella maggioranza dei paesi. Gli andamenti dell'inflazione sono tuttavia soggetti a rischi sia verso l'alto sia verso il basso. Tra i primi figurano le variazioni dei prezzi mondiali delle materie prime (soprattutto energetiche). Ulteriori incrementi dell'imposizione indiretta e dei prezzi amministrati, determinati dall'esigenza di risanare i conti pubblici, potrebbero intensificare le spinte inflazionistiche negli anni a venire. Un altro rischio verso l'alto è costituito dagli andamenti del mercato del lavoro, soprattutto nei paesi con livelli elevati di disoccupazione strutturale e nei quali hanno iniziato a emergere strozzature nei settori in più rapida crescita. D'altro canto, contribuirebbe a moderare le spinte inflazionistiche un indebolimento economico più forte del previsto, che riflette fra l'altro le influenze negative derivanti dalla fiducia e dal canale commerciale, gli effetti di contagio del settore finanziario e/o la potenziale riduzione della leva finanziaria nel settore privato. Nei paesi dell'Europa centrale e orientale analizzati il processo di recupero del divario nello sviluppo economico attualmente in corso potrebbe comportare a più lungo termine rinnovate pressioni al rialzo sui prezzi e/o sul tasso di cambio nominale, benché sia difficile valutare con esattezza l'entità di tale effetto. Il rischio che queste pressioni si materializzino sarà particolarmente elevato se la prossima fase espansiva sarà di nuovo accompagnata da una crescita vigorosa del credito e da rincari delle attività alimentati da un basso livello dei tassi di interesse reali.

Occorrerà una politica monetaria orientata alla stabilità per creare un contesto che favorisca la stabilità dei prezzi su base sostenibile nei paesi in esame. Per conseguire, preservare o consolidare un tale contesto saranno indispensabili anche ulteriori sforzi sul fronte delle politiche di bilancio, in particolare la realizzazione di percorsi di risanamento credibili. La crescita dei salari non dovrebbe superare quella della produttività del lavoro e dovrebbe tenere conto delle condizioni nel mercato del lavoro nonché degli andamenti nei paesi concorrenti. È inoltre necessario continuare a impegnarsi nella riforma dei mercati del lavoro e dei beni e servizi per accrescerne ulteriormente la flessibilità e per mantenere condizioni favorevoli all'espansione dell'economia e dell'occupazione. A questo scopo sono essenziali anche misure che promuovano il rafforzamento della governance e ulteriori miglioramenti della qualità delle istituzioni. Sul fronte della stabilità finanziaria, le politiche regolamentari, macroprudenziali e di vigilanza dovrebbero mirare a scongiurare i rischi

per la stessa, ad esempio prevenendo episodi di eccessiva espansione del credito e l'accumulo di vulnerabilità finanziarie. Dati i potenziali rischi per la stabilità finanziaria connessi a un'elevata incidenza dei prestiti in valuta sul totale, soprattutto in alcuni dei paesi analizzati, occorre considerare adeguatamente le raccomandazioni formulate al riguardo dal Comitato europeo per il rischio sistemico nel 2011. Una stretta cooperazione fra le autorità di vigilanza degli Stati membri dell'UE è importante per garantire l'efficace attuazione delle misure. Nei paesi che aderiscono agli AEC II, dato il limitato margine di manovra consentito dagli attuali regimi unilaterali di ancoraggio rigido della moneta nazionale, è imperativo che le politiche attuate in altri settori sostengano la capacità dell'economia di affrontare gli shock specifici e di prevenire il riemergere di squilibri macroeconomici.

### **CRITERIO DELLE CONDIZIONI DI FINANZA PUBBLICA**

Alla data del presente rapporto tutti gli Stati membri in esame tranne la Svezia sono oggetto di una decisione del Consiglio dell'UE sull'esistenza di un disavanzo eccessivo. I termini per la correzione dei disavanzi sono stati fissati come segue: 2011 per Ungheria e Bulgaria; 2012 per Lettonia, Lituania, Polonia e Romania; 2013 per la Repubblica Ceca. Nel 2011 tutti i paesi ad eccezione di Svezia, Bulgaria e, temporaneamente, Ungheria hanno indicato un rapporto disavanzo pubblico/PIL superiore al valore di riferimento del 3 per cento, seppur in calo rispetto all'anno precedente. La Svezia ha registrato un avanzo (pari allo 0,3 per cento del PIL), mentre la Bulgaria ha segnalato un disavanzo inferiore al valore di riferimento (2,1 per cento del PIL). L'Ungheria ha invece evidenziato un avanzo (4,3 per cento del PIL) riconducibile a misure *una tantum* e temporanee dal lato delle entrate corrispondenti a circa il 10 per cento del PIL e principalmente connesse al trasferimento di attivi dai regimi pensionistici privati al pilastro pubblico. La situazione di fondo delle finanze pubbliche è complessivamente migliorata nel 2011 rispetto all'anno precedente nella maggioranza dei paesi, con la rilevante eccezione dell'Ungheria, riflettendo in prevalenza l'azione strutturale di risanamento dei bilanci oltre che alcuni andamenti ciclici positivi (in base ai dati della Commissione europea). Il rispetto formale del valore di riferimento del 3 per cento del PIL nel 2011 in Ungheria è ascrivibile a misure *una tantum* e non a una correzione strutturale e sostenibile. Nel gennaio 2012 il Consiglio dell'UE ha adottato una decisione in cui rilevava che l'Ungheria non aveva adottato provvedimenti efficaci in risposta alla raccomandazione del Consiglio del 7 luglio 2009. Di conseguenza, il 13 marzo 2012 il Consiglio ha adottato sia una decisione che ha sospeso parte degli impegni del Fondo di coesione dell'UE a favore dell'Ungheria per il 2013, sia una quinta raccomandazione rivista in cui invitava le autorità ungheresi a porre fine alla situazione di disavanzo eccessivo entro il 2012. A questo riguardo ha raccomandato all'Ungheria l'adozione delle misure, anche di ulteriore riequilibrio dei conti pubblici, necessarie per soddisfare gli obiettivi definiti nell'aggiornamento del programma di convergenza del 2011. Lettonia e Romania, che nel 2011 beneficiavano ancora dei programmi di assistenza finanziaria concertati dall'UE e dall'FMI, hanno proseguito con rigore il risanamento delle finanze pubbliche. Bulgaria e Lituania hanno continuato ad attuare politiche di bilancio prudenti basate sul contenimento della spesa, favorite da andamenti ciclici positivi, soprattutto in Lituania. Anche Repubblica Ceca e Polonia, che avevano lasciato operare gli stabilizzatori automatici agli inizi della crisi finanziaria ed economica mondiale, hanno avviato un processo di riequilibrio dei conti pubblici. Nel 2011 la Repubblica Ceca ha proseguito gli interventi di restrizione di bilancio iniziati nel 2010, consistenti soprattutto in una riduzione generalizzata della spesa. L'azione di risanamento perseguita dalla Polonia nel 2011 rispetto all'anno precedente, in cui la posizione di bilancio aveva continuato a deteriorarsi, si è basata per lo più sulle entrate ed è stata in parte di natura temporanea. In Svezia l'avanzo di bilancio è rimasto invariato nel 2011, poiché l'allentamento in termini strutturali, stimato dalla Commissione europea, è stato compensato da fattori ciclici positivi, sulla scia del perdurante vigore della crescita.

Per il 2012 la Commissione europea prevede che il rapporto disavanzo pubblico/PIL resti al di sopra del valore di riferimento del 3 per cento solo in Lituania (al 3,2 per cento). Per la Polonia si prospetta un rapporto disavanzo/PIL pari al valore di riferimento, mentre tutti gli altri paesi dovrebbero collocarsi al di sotto di tale parametro.

Nel 2011 l'incidenza del debito pubblico sul PIL è aumentata in tutti gli Stati membri considerati ad eccezione di Bulgaria – dove è rimasta allo stesso livello del 2010 – Lettonia, Svezia e Ungheria, che hanno registrato un calo del debito. Per quanto concerne l'Ungheria, tale risultato va ricondotto all'effetto *una tantum* connesso al trasferimento di attivi dal pilastro pensionistico privato a quello pubblico. Negli altri quattro paesi analizzati l'aumento, ancorché inferiore all'anno precedente, ha riflesso l'esistenza di disavanzi di bilancio ancora ampi. Il raccordo disavanzo-debito e il differenziale crescita/tasso di interesse hanno invece esercitato in generale un effetto di contenimento. Nel 2011 il rapporto debito pubblico/PIL è stato superiore al valore di riferimento del 60 per cento solo in Ungheria, mentre si è mantenuto al di sotto del 40 per cento in Bulgaria, Lituania, Romania e Svezia.

Fra il 2002 e il 2011 il rapporto debito pubblico/PIL è notevolmente cresciuto in Lettonia (29,0 punti percentuali) e Ungheria (24,7), seguite da Lituania (16,3), Repubblica Ceca e Polonia (entrambe 14,1) e Romania (8,4). In Bulgaria e Svezia è invece chiaramente diminuito. Per il 2012 la Commissione europea ne prospetta un incremento in tutti gli Stati membri esaminati ad eccezione di Ungheria, Polonia e Svezia e segnala inoltre che rimarrà al di sotto del valore di riferimento del 60 per cento in tutti i paesi esclusa l'Ungheria.

Su orizzonti temporali più lunghi, è della massima importanza che gli Stati membri analizzati conseguano e preservino posizioni di bilancio solide e sostenibili. Quelli interessati da una decisione del Consiglio dell'UE riguardo all'esistenza di un disavanzo eccessivo devono onorare gli impegni assunti nel quadro della relativa procedura in modo credibile e tempestivo, per ricondurre i rispettivi disavanzi al di sotto del valore di riferimento nei tempi concordati. Maggiori progressi sul piano del risanamento sono necessari anche negli Stati membri che devono ancora raggiungere gli obiettivi di bilancio a medio termine. In tale contesto, è opportuno prestare particolare attenzione a mantenere il tasso di incremento della spesa al di sotto di quello della crescita potenziale a medio termine, in linea con la regola del parametro di spesa contenuta nel Patto di stabilità e crescita rivisto. In aggiunta, dopo il periodo di transizione stabilito per legge, i paesi aventi un rapporto debito pubblico/PIL superiore al valore di riferimento devono garantirne una riduzione sufficiente in conformità con quanto disposto nel Patto rafforzato. L'ulteriore riequilibrio dei conti pubblici consentirebbe altresì di affrontare i problemi di bilancio connessi all'invecchiamento demografico. Solidi assetti di bilancio dovrebbero sostenere il risanamento delle finanze pubbliche e arginare gli sconfinamenti di spesa, aiutando nel contempo a prevenire il riemergere di squilibri macroeconomici. Nell'insieme, tali strategie dovrebbero inserirsi in un quadro articolato di riforme strutturali finalizzate a contribuire alla crescita potenziale.

### CRITERIO DEL TASSO DI CAMBIO

Fra gli Stati membri in esame, Lettonia e Lituania partecipano attualmente agli AEC II e, come stabilito dall'articolo 140 del Trattato, vi hanno aderito da oltre due anni prima dell'esame della convergenza. Gli accordi per la partecipazione agli AEC II sono basati su una serie di impegni assunti dalle rispettive autorità nazionali, concernenti fra l'altro il perseguimento di politiche di bilancio solide, la promozione della moderazione salariale, il contenimento della crescita del credito e l'attuazione di ulteriori riforme strutturali. I due paesi in questione si sono impegnati unilateralmente a mantenere bande di oscillazione più ristrette. Questi impegni unilaterali non determinano



obblighi aggiuntivi per la BCE. In particolare, è stata accettata la possibilità per la Lituania di aderire agli AEC II preservando il regime di *currency board* preesistente. Anche le autorità lettoni si sono impegnate unilateralmente a mantenere il tasso di cambio del lit sulla parità centrale con l'euro adottando una banda di oscillazione del  $\pm 1$  per cento. Nello stesso periodo gli altri sei paesi hanno invece lasciato le rispettive valute al di fuori del meccanismo di cambio.

Nel quadro degli AEC II, nessuna delle parità centrali delle monete in esame è stata svalutata nell'arco di tempo considerato (dal 1° maggio 2010 al 30 aprile 2012). Il litas lituano ha continuato a essere scambiato alla sua parità centrale. La volatilità del tasso di cambio del lit lettone con l'euro entro la banda di oscillazione del  $\pm 1$  per cento fissata unilateralmente si è mantenuta su livelli molto bassi nel 2010 e ha successivamente registrato un lieve incremento, pur restando relativamente contenuta, anche nel resto del periodo in rassegna. Le condizioni di mercato in Lettonia e Lituania, che hanno riflesso il mutare dell'avversione al rischio a livello mondiale in presenza di tensioni in alcuni mercati del debito sovrano dell'area dell'euro, si sono generalmente stabilizzate nel corso dell'intero periodo sullo sfondo di un miglioramento sia del clima di fiducia sia delle valutazioni del merito di credito e di un restringimento dei differenziali del mercato monetario. In Lettonia il programma di assistenza finanziaria internazionale, concertato dall'UE e dall'FMI, si è concluso il 19 gennaio 2012 e il paese è attualmente soggetto alla sorveglianza post-programma. Nel periodo di riferimento la Lettonia ha ricevuto fondi a titolo di assistenza solo nel 2010. Poiché il programma ha contribuito a ridurre le vulnerabilità finanziarie, potrebbe avere anche favorito un allentamento delle pressioni sul cambio. Verso la fine del 2011 le condizioni nel mercato finanziario hanno evidenziato un certo deterioramento temporaneo, riconducibile alle incertezze connesse ad alcuni segmenti dei mercati finanziari internazionali e al dissesto di due banche nazionali in Lettonia e Lituania, per poi tornare a migliorare agli inizi del 2012.

La valuta bulgara non partecipava al meccanismo di cambio degli AEC II, ma era ancorata all'euro nel quadro di un regime di *currency board*. Le altre monete al di fuori del meccanismo hanno subito oscillazioni relativamente ampie nel periodo di riferimento, ascrivibili in parte al mutare dell'avversione al rischio su scala internazionale in presenza di tensioni in alcuni mercati del debito sovrano dell'area dell'euro. Tra la metà del 2010 e gli inizi del 2011 queste divise si sono gradualmente rafforzate sull'euro per effetto del miglioramento del clima di fiducia nei mercati finanziari mondiali, della vigorosa fase espansiva e dei differenziali di interesse positivi piuttosto ampi rispetto alle attività finanziarie dell'area dell'euro. L'apprezzamento rispetto ai livelli medi del maggio 2010 è stato massimo per le valute della Svezia e della Repubblica Ceca, riflettendo principalmente il recupero dell'attività in questi paesi dopo la crisi finanziaria ed economica mondiale del 2008-2009. Sullo sfondo delle rinnovate tensioni in alcuni mercati del debito sovrano dell'area dell'euro e di un brusco aumento dell'avversione al rischio a livello internazionale, ma anche a causa del deterioramento delle prospettive economiche nei paesi in esame, tutte le monete di paesi aventi un obiettivo di inflazione, ad eccezione della corona svedese, si sono significativamente indebolite rispetto all'euro nella seconda metà del 2011, per poi recuperare parte delle perdite agli inizi del 2012. Dopo il deprezzamento dello zloty polacco nella seconda metà del 2011, la Narodowy Bank Polski è intervenuta nel mercato valutario in alcune occasioni fra settembre e dicembre 2011. Agli inizi del 2011 l'FMI aveva già prorogato ed esteso il programma di finanziamento a titolo precauzionale nell'ambito della Flexible Credit Line. Avendo favorito la riduzione dei rischi connessi alle vulnerabilità finanziarie, tale programma potrebbe anche avere concorso a mitigare quelli costituiti da pressioni sul cambio. Va osservato che la Polonia non ha fatto ricorso alla Flexible Credit Line dopo la sua istituzione. Nel periodo di riferimento il leu rumeno si è per lo più mantenuto significativamente al di sotto del suo livello medio del maggio 2010. Agli inizi del 2011 il pacchetto di assistenza finanziaria internazionale della durata di due anni concordato



per la Romania ai primi del 2009 è stato sostituito da un analogo programma a titolo precauzionale. Nel periodo in rassegna il fiorino ungherese si è complessivamente indebolito, portandosi su livelli notevolmente inferiori alla media del maggio 2010, di riflesso al declassamento del merito di credito sovrano dell'Ungheria conseguente a politiche pubbliche che hanno eroso la fiducia degli investitori esteri e ai timori per la sostenibilità delle finanze del paese. In Ungheria il programma di assistenza finanziaria internazionale, concepito per ripristinare la fiducia dei mercati e consolidare l'economia riequilibrando nel contempo i conti, è stato operativo tra novembre 2008 e la fine del 2010. I programmi di assistenza finanziaria internazionale per l'Ungheria e la Romania hanno contribuito a ridimensionare le vulnerabilità finanziarie, ma è anche possibile che abbiano aiutato a ridurre le pressioni sul cambio. L'interruzione dei negoziati tra le autorità ungheresi e l'UE-FMI in seguito alla richiesta da parte ungherese di ulteriore assistenza finanziaria alla fine del 2011 ha concorso al deprezzamento del fiorino in chiusura d'anno. Il protrarsi delle trattative successive e le incertezze sulla possibilità di concordare il pacchetto finanziario e sulla sua forma finale hanno probabilmente accentuato da allora la volatilità della valuta ungherese.

#### CRITERIO DEL TASSO DI INTERESSE A LUNGO TERMINE

La generale riconsiderazione dei rischi, connessa in prevalenza alla crisi del debito sovrano nell'area dell'euro e a fattori nazionali specifici, ha generalmente influito sugli andamenti dei mercati dei titoli a lungo termine.

Nel periodo in esame è stato osservato un restringimento dei differenziali di interesse a lungo termine rispetto alla media dell'area dell'euro nella maggioranza degli Stati membri analizzati, riflettendo in parte l'incremento dei premi per il rischio di credito in diversi paesi dell'area e il conseguente aumento di tale media. I mercati finanziari hanno ripetutamente operato una differenziazione fra i diversi paesi, valutandone le vulnerabilità esterne e interne, compresi i risultati di bilancio e le prospettive di convergenza sostenibile.

Per il periodo di 12 mesi compreso fra aprile 2011 e marzo 2012 il valore di riferimento fissato per il tasso di interesse a lungo termine è stato pari al 5,8 per cento, valore ottenuto aggiungendo 2 punti percentuali alla media aritmetica semplice dei tassi di interesse a lungo termine di due dei tre Stati membri che hanno conseguito i migliori risultati in termini di stabilità dei prezzi, vale a dire Svezia (2,2 per cento) e Slovenia (5,4 per cento). L'Irlanda ha avuto un accesso molto limitato ai mercati finanziari nel periodo in rassegna; il suo tasso di interesse a lungo termine ha risentito in misura notevole dei premi per il rischio e si è collocato in media al 9,1 per cento, considerevolmente al di sopra della media dei tassi degli altri due paesi che hanno conseguito i migliori risultati in termini di stabilità dei prezzi e ben al di sopra della media dell'area dell'euro e di quella di tutti gli Stati membri. Di conseguenza, l'Irlanda è stata esclusa dal calcolo del valore di riferimento per tale criterio di convergenza. Nell'arco di tempo considerato il tasso di interesse medio a lungo termine dell'area dell'euro e il rendimento dei titoli a lungo termine dell'area con *rating* AAA, riportati solo a scopo illustrativo, si sono situati rispettivamente al 4,4 e al 2,9 per cento.

Nel periodo considerato i tassi di interesse a lungo termine di sei dei paesi in esame (Bulgaria, Repubblica Ceca, Lettonia, Lituania, Polonia e Svezia) si sono collocati mediamente su un livello pari o inferiore – nel caso di Repubblica Ceca e Svezia ben inferiore – al valore di riferimento del 5,8 per cento fissato per il relativo criterio di convergenza (cfr. tavola 1). In Romania e Ungheria i tassi hanno superato in misura significativa il valore di riferimento nel periodo in rassegna, avendo risentito nel primo caso di andamenti economici sfavorevoli e nel secondo anche della percezione degli investitori circa le politiche pubbliche. In media, nel periodo di riferimento i tassi di interesse a lungo termine dei due paesi si sono situati rispettivamente al 7,3 e all'8,0 per cento. In

Romania i differenziali di interesse rispetto alla media dell'area dell'euro si sono portati intorno a 2,8 punti percentuali, in media, e in Ungheria a 3,6 (rispettivamente a 4,4 e 5,2 punti percentuali nei confronti del rendimento dei titoli a lungo termine dell'area con *rating* AAA).

#### ALTRI FATTORI RILEVANTI

L'articolo 140 del Trattato prevede l'esame di altri fattori rilevanti per l'integrazione e la convergenza economica, ivi compresi l'integrazione dei mercati, la situazione e l'evoluzione della bilancia dei pagamenti e l'andamento dei costi unitari del lavoro e di altri indici di prezzo. Inoltre, al fine di garantire un più stretto coordinamento delle politiche economiche e una convergenza duratura dei risultati economici degli Stati membri dell'UE (articolo 121, paragrafo 3), è stata introdotta una nuova procedura di sorveglianza per la prevenzione e la correzione degli squilibri macroeconomici<sup>62</sup>. Come primo passo della procedura, la Commissione europea redige la Relazione sul meccanismo di allerta per la rilevazione rapida e il monitoraggio dei possibili squilibri macroeconomici. Segue un'analisi approfondita, da parte della Commissione, di ciascuno Stato membro che a suo giudizio può presentare (o rischiare di presentare) degli squilibri. La prima di queste relazioni, pubblicata dalla Commissione il 14 febbraio 2012, contiene una valutazione economica e finanziaria di ordine qualitativo fondata tra l'altro su un quadro di valutazione indicativo e trasparente corredato da una serie di indicatori i cui valori sono stati posti a confronto con le rispettive soglie indicative previste nel suddetto regolamento (cfr. tavola 2)<sup>63</sup>.

L'esame di questi fattori aggiuntivi è importante, poiché offre informazioni utili a valutare la probabilità che l'integrazione di uno Stato membro nell'area dell'euro sia sostenibile nel tempo.

La correzione degli squilibri macroeconomici accumulatisi in gran parte dei paesi considerati negli anni antecedenti la crisi ha seguito ritmi diversi. Per tre degli Stati membri esaminati in questa sede (Bulgaria, Ungheria e Svezia), la Relazione sul meccanismo di allerta ha rilevato l'opportunità di un'analisi approfondita. L'esito di questo esame, che può includere le raccomandazioni della Commissione europea per l'attuazione di misure preventive o correttive oppure prevedere la chiusura formale della procedura senza che siano state formulate raccomandazioni per questi tre paesi, sarà pubblicato prevedibilmente dalla Commissione il 30 maggio 2012<sup>64</sup>. L'esito finale della procedura per gli squilibri macroeconomici del 2012, intesa a prevenire e correggere gli squilibri eccessivi all'interno dell'UE, dipenderà da una decisione del Consiglio attesa per giugno 2012. Un altro paese, la Romania, beneficia attualmente del programma di assistenza a titolo precauzionale dell'UE-FMI e pertanto non è stato trattato nella relazione. La Lettonia, che ha completato nel gennaio 2012 il programma di assistenza finanziaria internazionale concertato dall'UE e dall'FMI, è stata oggetto di esame nell'ambito della relazione ma, come per la Repubblica Ceca, la Lituania e la Polonia, non è stata raccomandata un'analisi approfondita.

Dalla lettura semplice e puramente automatica degli indicatori di squilibri esterni e di competitività contenuti nella Relazione sul meccanismo di allerta emerge la pronunciata correzione degli squilibri di parte corrente negli ultimi anni, specialmente in Bulgaria, Lettonia e Lituania. L'indicatore del quadro di valutazione relativo al saldo delle partite correnti (media a tre anni del saldo delle partite correnti in percentuale del PIL) evidenzia per il 2011 il persistere di disavanzi superiori alla soglia

62 Regolamento (UE) n. 1176/2011 del 16 novembre 2011.

63 Il quadro di valutazione contenuto nella Relazione sul meccanismo di allerta riporta le statistiche per il 2010 (con data limite fissata al 30 gennaio 2012). La tavola 2 presenta invece il quadro di valutazione per il periodo 2009-2011 disponibili alla data di chiusura delle statistiche del presente rapporto, ossia 30 aprile 2012.

64 L'esito dell'esame non era ancora noto quanto è stato portato a termine il presente rapporto.

Tavola 2 Quadro di valutazione per la sorveglianza degli squilibri macroeconomici

		Indicatori di squilibri esterni/competitività					Squilibri interni				
		Saldo delle partite correnti <sup>1)</sup>	Posizione patrimoniale netta sull'estero <sup>2)</sup>	Tasso di cambio reale effettivo deflazionato con lo IAPC <sup>3)</sup>	Quote del mercato delle esportazioni <sup>4)</sup>	Costo nominale del lavoro per unità di prodotto <sup>5)</sup>	Prezzi delle abitazioni deflazionati con i consumi <sup>6)</sup>	Flussi di credito al settore privato <sup>2)</sup>	Debito del settore privato <sup>2)</sup>	Debito pubblico <sup>2)</sup>	Tasso di disoccupazione <sup>7)</sup>
Bulgaria	2009	-19,1	-101,8	18,6	18,3	38,5	-	19,0	175	15	6,4
	2010	-11,0	-94,7	10,4	15,8	33,9	-11,1	-0,2	169	16	7,6
	2011	-3,0	-85,3	2,8	18,2	20,3	-	-	-	16	9,4
Repubblica Ceca	2009	-2,9	-46,2	13,6	10,1	8,7	-4,6	0,7	76	34	5,5
	2010	-2,8	-48,5	12,7	10,2	5,1	-3,4	1,7	77	38	6,1
	2011	-3,0	-49,7	-0,1	9,3	1,8	-	-	-	41	6,9
Lettonia	2009	-9,0	-82,7	23,7	31,8	42,0	-42,4	-6,1	147	37	10,2
	2010	-0,5	-80,2	8,5	14,0	0,4	-3,9	-8,8	141	45	14,4
	2011	3,5	-72,5	-0,6	24,7	-15,1	-	-	-	43	17,1
Lituania	2009	-7,6	-58,6	16,9	22,7	16,0	-33,5	-11,5	88	29	8,0
	2010	-2,3	-55,9	9,1	13,9	0,8	-8,7	-5,3	81	38	12,5
	2011	1,5	-52,2	3,5	26,4	-9,0	-	-	-	39	15,6
Ungheria	2009	-4,9	-117,9	7,8	6,6	14,1	-	5,2	170	80	8,4
	2010	-2,1	-112,7	-0,5	1,4	3,9	-6,7	-18,7	155	81	9,7
	2011	0,8	-105,2	-3,7	-0,2	3,9	-	-	-	81	10,7
Polonia	2009	-5,5	-58,8	-4,0	27,9	12,8	-4,7	3,9	72	51	8,3
	2010	-5,0	-64,0	-0,5	20,1	12,4	-6,1	3,8	74	55	8,3
	2011	-4,3	-63,5	-10,9	12,8	5,4	-	-	-	56	9,2
Romania	2009	-9,7	-62,2	-4,8	32,7	45,9	-	7,9	123	24	6,4
	2010	-6,7	-63,8	-10,4	21,3	36,6	-12,1	1,7	78	31	6,6
	2011	-4,3	-61,6	-2,8	24,0	13,0	-	-	-	33	7,2
Svezia	2009	8,4	-11,4	-8,4	-14,8	12,1	-0,1	4,8	248	43	6,9
	2010	7,6	-8,5	-2,5	-11,3	5,6	6,3	2,5	235	39	7,6
	2011	7,0	-6,8	4,3	-10,8	1,5	-	6,3	233	38	8,1
Soglia		-4,0/+6,0%	-35,0%	±11,0%	-6,0%	+12,0%	+6,0%	+15,0%	+160%	+60%	+10,0%

Fonti: Commissione europea (Eurostat, Direzione generale Affari economici e finanziari) e BCE.

1) In percentuale del PIL, media a tre anni.

2) In percentuale del PIL.

3) Indice: 1999=100, variazione percentuale su tre anni rispetto ad altri 35 paesi industriali. Un valore positivo indica una perdita di competitività.

4) Variazione percentuale su cinque anni.

5) Variazione percentuale su tre anni.

6) Variazione percentuale su base annua.

7) Media a tre anni.

indicativa del 4 per cento del PIL in Polonia e Romania. Negli ultimi anni la Svezia ha continuato a registrare ampi avanzi di conto corrente, superiori alla soglia indicativa del 6 per cento del PIL.

La posizione patrimoniale netta sull'estero in percentuale del PIL si è mantenuta su livelli fortemente negativi e superiori alla soglia indicativa del -35 per cento in tutti i paesi considerati tranne la Svezia. Tali valori, di oltre il -80 per cento in Bulgaria e Ungheria nel 2011, riflettono persistenti disavanzi di parte corrente, livelli elevati di investimenti diretti esteri nell'economia e altri investimenti più volatili (in particolare sotto forma di prestiti e depositi) che si sono accumulati soprattutto prima della crisi finanziaria ed economica mondiale.

In termini di competitività di prezzo, la crisi ha arrestato la generale tendenza calante della competitività in diversi dei paesi analizzati. In base alla definizione del quadro di valutazione, tra il 2008

e il 2011 il tasso di cambio effettivo reale si è deprezzato in Ungheria, Polonia e Romania, nonché in misura minore nella Repubblica Ceca e in Lettonia. Per la Polonia il deprezzamento osservato è stato prossimo alla soglia indicativa dell'11 per cento. In Bulgaria, Lituania e Svezia il tasso di cambio effettivo reale ha invece registrato un apprezzamento. Inoltre, nel 2011 la crescita cumulata su tre anni del costo del lavoro per unità di prodotto, molto elevata negli anni antecedenti la crisi in tutti i paesi considerati ad eccezione della Repubblica Ceca, è rimasta superiore alla soglia indicativa del 12 per cento in Bulgaria e Romania. Tuttavia, in Lettonia il costo unitario del lavoro è sceso notevolmente negli ultimi anni. Nonostante il calo della competitività di prezzo osservato in diversi paesi, nel 2011 la quota del mercato delle esportazioni è aumentata (in valore, sui cinque anni precedenti) in tutti gli Stati membri esaminati, tranne l'Ungheria e la Svezia, dove ha registrato una flessione, pari per la Svezia al 10,8 per cento (in misura cioè superiore alla soglia indicativa del 6 per cento). L'aumento della quota relativa ai paesi dell'Europa centrale e orientale riflette probabilmente il processo di recupero del divario nello sviluppo economico, che si manifesta con miglioramenti qualitativi dei beni e dei servizi e una maggiore integrazione con i mercati esteri.

Con riferimento agli indicatori di possibili squilibri interni, nel periodo relativamente lungo di espansione del credito antecedente la crisi finanziaria ed economica mondiale gli operatori di mercato hanno accumulato ingenti debiti. Livelli elevati di indebitamento, soprattutto nel settore privato, costituiscono una fonte importante di vulnerabilità per gran parte dei paesi in esame. Nel 2010 il debito del settore privato è stato superiore alla soglia indicativa del 160 per cento del PIL in Bulgaria (dove rappresenta soprattutto prestiti intersocietari) e in Svezia. Nel periodo successivo alla crisi, anche il rapporto debito pubblico/PIL ha registrato un forte incremento in diversi paesi esaminati, pur partendo da livelli relativamente bassi. Un elevato indebitamento, specie se in connessione con un debito estero relativamente ampio, rende le economie vulnerabili al contagio in caso di tensioni nei mercati finanziari. Esso può altresì ostacolare la crescita sostenibile del prodotto, dato l'impatto potenzialmente negativo sulla provvista bancaria o sugli afflussi di capitali e il necessario processo di riduzione della leva finanziaria. Inoltre, la diffusione dei prestiti in valuta estera in diversi Stati membri analizzati rappresenta un rischio macroeconomico e finanziario, poiché espone i prenditori privi di copertura anche al rischio di cambio. I rischi derivanti dai disallineamenti valutari sono elevati in Ungheria, Polonia e Romania. Vi sono esposte in particolare le famiglie e, nel caso dell'Ungheria, anche le amministrazioni locali. In Bulgaria, Lettonia e Lituania, dove la componente in divisa estera del portafoglio prestiti totale delle banche è ancora più cospicua e la valuta di denominazione è soprattutto l'euro, la banca centrale è fermamente impegnata a mantenere un ancoraggio rigido (Lettonia) o un regime di *currency board* nei confronti dell'euro (Bulgaria e Lituania).

Gli andamenti del mercato immobiliare vanno tenuti sotto attenta osservazione in Svezia, dove nel 2010 i prezzi delle abitazioni hanno registrato un rapido aumento in termini reali, al 6,3 per cento su base annua (livello lievemente superiore alla soglia indicativa del 6 per cento). Negli altri paesi considerati le quotazioni immobiliari sono diminuite negli ultimi anni, a volte in misura notevole. In gran parte dei paesi le famiglie e gli istituti bancari restano vulnerabili a ulteriori correzioni/riduzioni dei prezzi degli alloggi, soprattutto se le banche hanno mostrato acquiescenza riguardo ai prestiti potenzialmente non più *in bonis*.

Nel mercato del lavoro il processo di aggiustamento si è tradotto in livelli di disoccupazione relativamente elevati, che nel 2011 erano superiori alla soglia indicativa del 10 per cento (media a tre anni) in Lettonia (17,1 per cento), Lituania (15,6 per cento) e Ungheria (10,7 per cento). Negli ultimi anni la disoccupazione è salita nonostante i significativi deflussi di manodopera da alcuni paesi, specialmente Lettonia e Lituania. L'aumento è stato accompagnato da un'accentuazione degli

squilibri tra la domanda e l'offerta di lavoro in termini sia di qualifiche sia di distribuzione geografica, oltre che da andamenti demografici sfavorevoli.

Le indicazioni preliminari che emergono da una lettura automatica del quadro di valutazione non andrebbero interpretate come dimostrazione dell'esistenza di squilibri. Una lettura meccanica potrebbe, ad esempio, celare l'esistenza di squilibri e vulnerabilità nel periodo più recente, poiché le medie a tre o a cinque anni sono fortemente influenzate dal pronunciato aggiustamento a seguito della crisi, il quale potrebbe non perdurare in futuro. Non da ultimo, per questo motivo nella Relazione sul meccanismo di allerta si tiene già conto di fattori aggiuntivi quali l'evoluzione nel tempo degli indicatori, gli andamenti e le prospettive più recenti, gli effetti del processo di recupero del divario nello sviluppo economico e una serie addizionale di indicatori la cui particolare rilevanza è stata sottolineata dal Consiglio dell'UE e dal Parlamento europeo. Nei successivi approfondimenti è previsto un esame dettagliato delle circostanze nazionali specifiche, oltre che di una gamma ancora più ampia di variabili, strumenti analitici e informazioni di natura qualitativa.

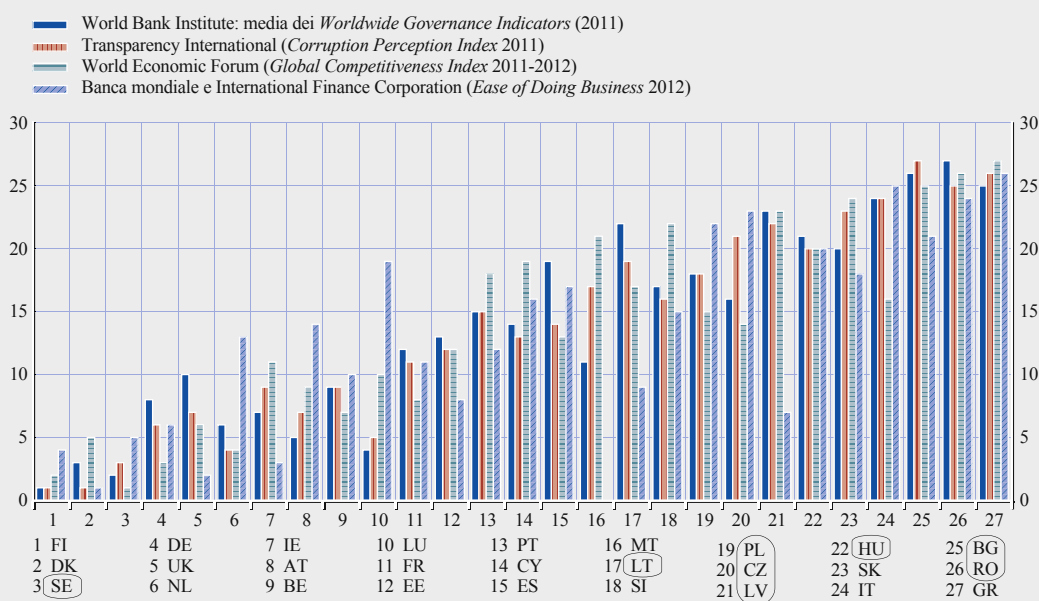
La solidità del quadro istituzionale, anche in materia di statistiche, costituisce un'ulteriore variabile complementare importante da esaminare come fattore aggiuntivo rilevante per la sostenibilità dell'integrazione e della convergenza economica. In alcuni paesi dell'Europa centrale e orientale considerati, eliminare le rigidità e gli ostacoli all'utilizzo e all'allocazione efficiente dei fattori di produzione contribuirebbe ad accrescerne il potenziale economico. Tali rigidità e ostacoli riflettono le debolezze del contesto economico, la qualità relativamente scarsa delle istituzioni, la governance carente e la corruzione. Ostacolando la crescita del prodotto potenziale, il quadro istituzionale può anche minare la capacità di un paese di assicurare il servizio del proprio debito e rendere più difficile il processo di aggiustamento economico. Alcune ricerche hanno di fatto dimostrato come la qualità della governance abbia influito in senso positivo sulla tenuta delle economie durante la recessione del 2008-2009<sup>65</sup>. Gli indicatori relativi alla governance si sono altresì rivelati una variabile esplicativa importante delle differenze di crescita tra le regioni all'interno dell'UE<sup>66</sup>.

La figura 2 mostra le attuali graduatorie dei 27 Stati membri dell'UE riportate nei rapporti di varie organizzazioni internazionali: *Worldwide Governance Indicators* (World Bank Institute), *Global Competitiveness Index* (World Economic Forum), *Corruption Perception Index* (Transparency International) e *Ease of Doing Business Report* (International Finance Corporation e Banca mondiale). Questi indicatori forniscono prevalentemente informazioni qualitative e, in alcuni casi, riflettono percezioni, anziché elementi fattuali osservati. Nondimeno, nel complesso sintetizzano un ampio insieme di informazioni di estrema rilevanza sulla qualità del contesto istituzionale. Per completezza, nella figura 3 sono riportate anche le medie delle graduatorie relative al 2011 e a cinque anni prima in base a elaborazioni della BCE.

65 Giannone *et al.*, "Market Freedom and the Global Recession", *IMF Economic Review*, n. 59, 2011, pagg. 111-135.

66 Arbia *et al.*, "Institutions and geography: Empirical test of spatial growth models for European regions", *Economic Modelling*, n. 27, 2010, pagg. 12-21.

**Figura 2** Graduatoria degli Stati membri dell'UE



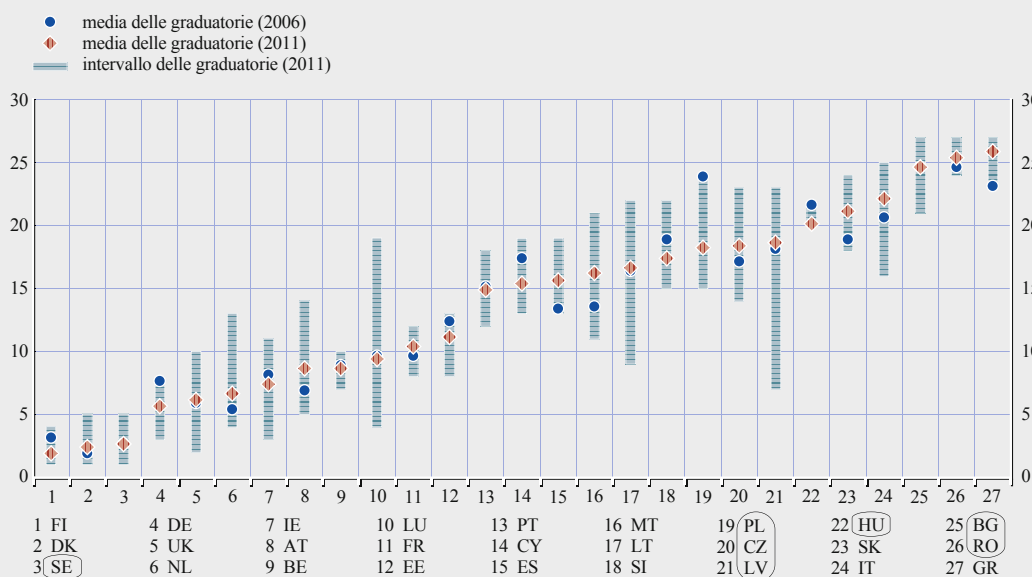
Fonti: World Bank Institute (*Worldwide Governance Indicators* 2011), World Economic Forum (*Global Competitiveness Index* 2011-2012), Transparency International (*Corruption Perception Index* 2011), Banca mondiale e International Finance Corporation (*Ease of Doing Business* 2012).

Note: nel rapporto Ease of Doing Business non è compresa Malta. I paesi sono classificati da uno (posizione migliore nell'UE) a 27 (posizione peggiore nell'UE) e ordinati in base alla collocazione media nelle classifiche.

Se ne ricava che, con la notevole eccezione della Svezia (al 3° posto tra gli Stati membri), in tutti i paesi esaminati nel presente rapporto, malgrado differenze significative tra gli stessi, la qualità delle istituzioni e della governance è considerata in media relativamente carente nel confronto con gran parte dei paesi dell'area dell'euro. Tra gli Stati membri analizzati, nel 2011 la posizione media più elevata dopo la Svezia è occupata dalla Lituania (al 17° posto tra i paesi dell'UE). La Bulgaria e la Romania, rispettivamente al 25° e al 26° posto, si collocano quasi in fondo alla graduatoria. Inoltre, con la principale eccezione della Polonia, che tra il 2006 e il 2011 è salita dal 25° al 19° posto, negli ultimi cinque anni non sono stati nel complesso introdotti miglioramenti istituzionali, quantomeno in termini relativi, ossia rispetto agli sviluppi negli altri Stati membri (cfr. figura 3).

Il quadro generale risulta sostanzialmente confermato da un esame più approfondito di indicatori istituzionali specifici (cfr. figura 3). Benché la collocazione dei singoli paesi all'interno delle graduatorie dipenda dalla fonte utilizzata per misurare la qualità del contesto economico e istituzionale, sussiste indubbiamente un margine di miglioramento significativo in gran parte dei paesi considerati in questa sede. Il contesto economico è ritenuto particolarmente positivo in Lettonia e Lituania, che nel 2011 occupavano rispettivamente il 7° e il 9° posto tra gli Stati membri dell'UE analizzati nell'*Ease of Doing Business Report* (International Finance Corporation e Banca mondiale). I risultati relativamente scarsi in termini di governance conseguiti nel complesso da questi due paesi, che si collocano rispettivamente al 23° e al 22° posto nella graduatoria dei *Worldwide Governance Indicators* (World Bank Institute), indicano tuttavia l'auspicabilità di un quadro istituzionale più solido.

Figura 3 Intervalli delle graduatorie degli Stati membri dell'UE



Fonti: World Bank Institute (*Worldwide Governance Indicators* 2011, 2006), World Economic Forum (*Global Competitiveness Index* 2011-2012 e 2007-2006), Transparency International (*Corruption Perception Index* 2011, 2006), Banca mondiale e International Finance Corporation (*Ease of Doing Business* 2012, 2007).

Note: nel rapporto *Ease of Doing Business* non è compresa Malta. Il periodo iniziale si riferisce per il Lussemburgo al rapporto del 2008 e per Cipro al rapporto del 2009. I paesi sono classificati da uno (posizione migliore nell'UE) a 27 (posizione peggiore nell'UE) e ordinati in base alla collocazione media nelle graduatorie del 2011.

Il miglioramento delle istituzioni, della governance e del contesto economico a livello locale, assieme agli ulteriori progressi nella privatizzazione delle imprese statali e all'intensificazione degli sforzi volti ad accrescere l'assorbimento dei fondi dell'UE, contribuirebbe a incrementare i guadagni di produttività, aumentando fra l'altro la concorrenza in importanti settori regolamentati (quali l'energia e i trasporti), abbassando le barriere all'ingresso e incoraggiando i necessari investimenti privati.

Infine, per favorire un ordinato processo di convergenza, sono altresì essenziali caratteristiche istituzionali relative alla qualità delle statistiche. Ciò si applica tra l'altro all'autorità statistica nazionale per quanto attiene agli aspetti di indipendenza giuridica, vigilanza amministrativa e autonomia di bilancio, mandato legale per la rilevazione dei dati e norme sulla riservatezza delle statistiche (per maggiori informazioni cfr. la sezione 9 del capitolo 5).





## 4 SINTESI PER PAESE

### 4.1 BULGARIA

Nel periodo di riferimento, compreso fra aprile 2011 e marzo 2012, la Bulgaria ha registrato un tasso medio di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC del 2,7 per cento, collocandosi al di sotto del valore di riferimento del 3,1 per cento fissato per il criterio della stabilità dei prezzi.

Un esame retrospettivo su un arco di tempo più lungo rivela in Bulgaria un andamento variabile dell'inflazione al consumo, che si è situata tra il 2,3 e il 12,0 per cento su base annua nell'ultimo decennio. Dopo un calo nel 2003, l'inflazione è aumentata significativamente al 12,0 per cento nel 2008, per poi tornare a scendere al 2,5 per cento nel 2009. Le oscillazioni dell'inflazione sono riconducibili agli aggiustamenti dei prezzi amministrati e delle accise, all'evoluzione delle quotazioni delle materie prime e ad altri shock dal lato dell'offerta, nonché all'impatto della domanda interna. L'inflazione è salita gradualmente al 3,0 per cento nel 2010 e al 3,4 per cento nel 2011, riflettendo in larga misura i prezzi più elevati delle materie prime e gli incrementi delle accise sui tabacchi. La dinamica dell'inflazione negli ultimi dieci anni va considerata nel contesto della vigorosa espansione economica registrata fino al 2008, che è stata seguita da una pronunciata contrazione del PIL nel 2009 e poi da una progressiva ripresa. Sino al 2008 ampi afflussi di capitali verso la Bulgaria hanno contribuito a una forte crescita della domanda interna e, in particolare, degli investimenti che ha determinato un surriscaldamento dell'economia. In seguito, la correzione innescata dalla crisi mondiale del 2008 è stata sorretta da una riduzione delle importazioni e da una decelerazione degli afflussi di capitali. La crescita dei redditi per occupato è diminuita dal 16,3 per cento del 2008, rimanendo tuttavia all'11,2 per cento nel 2010 malgrado un blocco dei salari nel settore pubblico in tale anno, per poi collocarsi al 7,3 per cento nel 2011, riflettendo anche gli effetti connessi alla composizione del mercato del lavoro. Per quanto riguarda la recente evoluzione, il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC ha evidenziato un andamento sostanzialmente discendente dopo il massimo del 4,6 per cento registrato nel marzo 2011, portandosi all'1,7 per cento nel marzo 2012. La diminuzione dell'inflazione è stata favorita dal calo dei prezzi dei beni alimentari ed energetici, ma ha rispecchiato anche l'effetto base degli incrementi delle accise sui tabacchi all'inizio del 2010.

Le ultime previsioni disponibili delle principali istituzioni internazionali indicano che nel 2012-2013 l'inflazione dovrebbe aumentare, collocandosi in un intervallo del 2,1-3,1 per cento nel 2012 e del 2,3-3,3 per cento nel 2013. Il maggiore rischio al rialzo per le prospettive di inflazione è connesso a rincari delle materie prime superiori alle attese, ma anche il possibile impatto dei recenti incrementi salariali andrebbe tenuto sotto attenta osservazione. D'altro canto, il deterioramento del contesto esterno e le più difficili condizioni di finanziamento esterno, insieme all'aggiustamento dei bilanci nel settore privato, rappresentano una fonte di rischi al ribasso nel breve e medio termine. Su un orizzonte temporale più lungo, preservare costantemente tassi di inflazione contenuti in Bulgaria potrebbe risultare impegnativo nel medio periodo, dato il limitato margine di manovra della politica monetaria consentito dal regime vigente di *currency board*. Il processo di recupero del divario nello sviluppo economico potrebbe verosimilmente incidere sull'inflazione a medio termine, poiché il PIL pro capite e il livello dei prezzi in Bulgaria seguitano a essere significativamente inferiori a quelli dell'area dell'euro. Tuttavia, è difficile valutare con esattezza l'entità degli effetti di tale processo sull'inflazione. Una volta che la ripresa economica acquisirà slancio, in presenza di un regime di cambio fisso è probabile che la tendenza di fondo ad apprezzarsi del cambio in termini reali si manifesti con un incremento dell'inflazione. Tenuto conto del regime vigente di *currency board* e dei limiti dei dispositivi alternativi per un'azione anticiclica, potrebbe risultare difficoltoso prevenire il riemergere di squilibri macroeconomici, fra cui un'elevata inflazione.

In sintesi, sebbene in Bulgaria il tasso medio di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC si collochi attualmente al di sotto del valore di riferimento, desta timori la sostenibilità della convergenza sotto questo aspetto.

La Bulgaria è attualmente oggetto di una decisione del Consiglio dell'UE sull'esistenza di un disavanzo eccessivo. Nel 2011, anno di riferimento, il bilancio delle amministrazioni pubbliche ha registrato un disavanzo del 2,1 per cento del PIL, un livello inferiore al valore di riferimento del 3 per cento. Il rapporto fra debito pubblico lordo e PIL si è collocato al 16,3 per cento, ampiamente al di sotto del valore di riferimento del 60 per cento. Per il 2012 la Commissione europea prevede un calo del rapporto disavanzo/PIL all'1,9 per cento e un aumento del rapporto debito/PIL al 17,6 per cento. Riguardo ad altri aspetti di finanza pubblica, nel 2011 l'incidenza del disavanzo sul PIL non è stata superiore a quella della spesa pubblica per investimenti. La Bulgaria deve assicurare che il disavanzo sia mantenuto al di sotto del valore di riferimento del 3 per cento in maniera durevole, in linea con gli obblighi previsti dalla procedura per i disavanzi eccessivi.

Nel periodo di riferimento di due anni la Bulgaria non ha partecipato agli AEC II, ma il lev è stato ancorato all'euro nel quadro del regime di *currency board* adottato nel luglio 1997. La valuta bulgara non ha mostrato scostamenti rispetto al tasso di 1,95583 lev per euro. Il differenziale fra i tassi di interesse a breve termine e l'Euribor a tre mesi si è gradualmente ridotto da un valore elevato pari a 3,5 punti percentuali nel periodo di tre mesi terminato nel giugno 2010, ma è rimasto su livelli apprezzabili per tutto il periodo di riferimento, collocandosi a 2,1 punti percentuali nei tre mesi fino al marzo 2012. Su un orizzonte temporale più lungo, nel marzo 2012 il tasso di cambio reale del lev bulgaro si è situato, sia in termini effettivi sia bilateralmente rispetto all'euro, al di sopra delle relative medie storiche a dieci anni. Il disavanzo complessivo della Bulgaria registrato dal conto corrente e dal conto capitale della bilancia dei pagamenti si è andato progressivamente ampliando, dal 2,4 per cento del PIL nel 2002 fino a livelli molto alti di oltre il 20 per cento nel 2007 e 2008. In seguito a una forte flessione della domanda interna che ha determinato un calo delle importazioni, il disavanzo si è notevolmente ridotto e il saldo complessivo del conto corrente e del conto capitale ha raggiunto una situazione di equilibrio nel 2010, passando a un avanzo nel 2011. Questa variazione del saldo del conto corrente è da ricondurre principalmente sia a una notevole flessione del disavanzo del conto dei beni, ascrivibile alla ripresa trainata dalle esportazioni e alla contenuta domanda interna a seguito della pronunciata contrazione dell'attività, sia a un calo del disavanzo dei redditi. La posizione patrimoniale netta sull'estero della Bulgaria ha registrato un pronunciato deterioramento, passando dal -25,3 per cento del PIL nel 2002 al -101,8 per cento nel 2009, ma è poi migliorata portandosi al -94,7 per cento nel 2010 e al -85,3 per cento nel 2011. Il fatto che le passività nette sull'estero del paese, derivanti per lo più dai cospicui investimenti diretti esteri, siano tuttora molto elevate mette in luce l'importanza delle politiche strutturali e di bilancio a favore della sostenibilità del debito estero.

Nel periodo di riferimento (aprile 2011 - marzo 2012) i tassi di interesse a lungo termine sono stati in media del 5,3 per cento, collocandosi al di sotto del valore di riferimento del 5,8 per cento fissato per il relativo criterio di convergenza. Negli ultimi anni i tassi di interesse a lungo termine della Bulgaria hanno mostrato una tendenza calante, raggiungendo un minimo del 5,1 per cento alla fine del periodo di riferimento; tuttavia, continuano a situarsi su livelli in certa misura superiori a quelli antecedenti la crisi. Il differenziale con i rendimenti obbligazionari dell'area dell'euro si è ristretto significativamente per tutto il periodo considerato, poiché nel frattempo il tasso di interesse medio a lungo termine dell'area dell'euro è aumentato. Alla fine del periodo di riferimento il differenziale rispetto alla media dell'area dell'euro si è portato ad appena 1,0 punti percentuali (2,5 rispetto al rendimento dei titoli dell'area con *rating* AAA).

La realizzazione di un contesto atto a favorire una convergenza durevole in Bulgaria richiede, tra l'altro, la conduzione di politiche tese ad assicurare condizioni macroeconomiche complessivamente stabili, come pure una stabilità sostenibile dei prezzi. Dato il limitato margine di manovra della politica monetaria consentito dal regime vigente di *currency board*, è imperativo che le politiche attuate in altri settori forniscano all'economia i mezzi per affrontare gli shock specifici del paese e per prevenire il riemergere di squilibri macroeconomici. Fra le altre cose, le autorità bulgare dovrebbero proseguire il risanamento di bilancio basato su riduzioni della spesa pubblica e riforme del sistema tributario. Occorre inoltre che la Bulgaria raccolga le sfide più ampie che si presentano sul piano delle politiche economiche (per una descrizione approfondita cfr. il capitolo 5).

La legislazione bulgara non soddisfa tutti i requisiti concernenti l'indipendenza della banca centrale, il divieto di finanziamento monetario e l'integrazione nell'Eurosistema sul piano giuridico. La Bulgaria è uno Stato membro dell'UE con deroga ed è pertanto tenuta ad adempiere tutti gli obblighi di adeguamento legale previsti all'articolo 131 del Trattato.

## 4.2 REPUBBLICA CECA

Nel periodo di riferimento, compreso fra aprile 2011 e marzo 2012, il tasso medio di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC si è collocato nella Repubblica Ceca al 2,7 per cento, un livello inferiore al valore di riferimento del 3,1 per cento fissato per il criterio della stabilità dei prezzi.

Un esame retrospettivo su un arco di tempo più lungo rivela che nella Repubblica Ceca l'inflazione al consumo sui dodici mesi ha mostrato una generale tendenza decrescente fino al 2003. In seguito ha per lo più oscillato fra l'1,6 e il 3 per cento sino alla fine del 2007, quando ha ripreso ad aumentare. Dopo aver raggiunto un massimo nel 2008, ha evidenziato una marcata diminuzione nel 2009 e da allora è salita gradualmente portandosi al 2,1 per cento nel 2011.

La dinamica dell'inflazione va considerata alla luce delle fasi cicliche attraversate dall'economia nell'ultimo decennio. In seguito a un prolungato periodo di vigorosa crescita del PIL in termini reali, l'economia ha iniziato a registrare un marcato rallentamento nel 2008 ed è entrata in recessione nel 2009 sulla scia della crisi finanziaria ed economica mondiale. Da allora si è avviata su un percorso di ripresa piuttosto contenuta, principalmente trainata dalle esportazioni. Per la maggior parte dello scorso decennio l'incremento dei redditi per occupato è rimasto superiore a quello della produttività del lavoro. La crescita del costo del lavoro per unità di prodotto è calata sensibilmente nel periodo 2002-2005, ma è poi risalita nei tre anni successivi per effetto delle condizioni più tese nel mercato del lavoro. Tuttavia, a seguito della crisi mondiale, è diminuita nel 2009, portandosi in territorio negativo nel 2010, in particolare a causa dell'aumento della disoccupazione. La flessione dei prezzi all'importazione registrata per la maggior parte del periodo considerato è soprattutto una conseguenza dell'apprezzamento del tasso di cambio effettivo. Per quanto riguarda gli andamenti recenti, dopo essersi attestata attorno al 2 per cento per gran parte del 2011, l'inflazione ha iniziato a salire nell'ultimo trimestre del 2011, collocandosi al 4,2 per cento nel marzo 2012, sospinta principalmente dalle quotazioni di alimentari, combustibili ed energia, nonché da incrementi relativamente significativi dei prezzi amministrati. Il principale fattore all'origine dell'aumento dei corsi degli alimentari e dei prezzi amministrati è stato l'innalzamento dell'IVA, entrato in vigore nel gennaio 2012. Un temporaneo indebolimento del tasso di cambio effettivo nominale ha altresì contribuito al recente rialzo dell'inflazione, a cui si è invece contrapposta la debole domanda interna. Nel contempo, i miglioramenti piuttosto gradualmente delle condizioni nel mercato del lavoro si sono riflessi in un aumento relativamente moderato dei redditi per occupato e in tassi di incremento del costo del lavoro contenuti ma crescenti.

Le ultime previsioni disponibili delle principali istituzioni internazionali indicano che nel 2012-2013 l'inflazione dovrebbe diminuire dagli attuali alti livelli, collocandosi in un intervallo del 3,1-3,5 per cento nel 2012 e dell'1,9-2,2 per cento nel 2013. I rischi al rialzo per le prospettive di inflazione sono connessi a rincari delle materie prime superiori alle attese, in particolare del petrolio e degli alimentari su scala mondiale. Per contro, incrementi dei prezzi amministrati inferiori al previsto dovuti all'andamento delle quotazioni mondiali del gas naturale e a un ulteriore peggioramento della domanda interna rappresentano una fonte di rischi al ribasso. Su un orizzonte temporale più lungo, il processo di recupero del divario nello sviluppo economico potrebbe continuare a incidere sull'inflazione e/o sul tasso di cambio nominale nei prossimi anni, poiché il PIL pro capite e il livello dei prezzi nella Repubblica Ceca risultano ancora inferiori a quelli dell'area dell'euro. Tuttavia, è difficile valutare con esattezza l'entità degli effetti di tale processo.

La Repubblica Ceca è attualmente oggetto di una decisione del Consiglio dell'UE sull'esistenza di un disavanzo eccessivo. Nel 2011, anno di riferimento, il bilancio delle amministrazioni

pubbliche ha registrato un disavanzo pari al 3,1 per cento del PIL, al di sopra del valore di riferimento del 3 per cento. Il rapporto fra debito pubblico lordo e PIL si è collocato al 41,2 per cento, al di sotto del valore di riferimento del 60 per cento. Per il 2012 la Commissione europea prevede un calo del rapporto disavanzo/PIL al 2,9 per cento e un aumento del rapporto debito/PIL al 43,9 per cento. Riguardo ad altri aspetti di finanza pubblica, nel 2011 l'incidenza del disavanzo sul PIL non è stata superiore a quella della spesa pubblica per investimenti. La Repubblica Ceca deve assicurare una riduzione durevole del disavanzo al di sotto del valore di riferimento del 3 per cento nel 2013 e negli anni seguenti, in linea con gli obblighi previsti dalla procedura per i disavanzi eccessivi.

Nel periodo di riferimento di due anni la Repubblica Ceca non ha partecipato agli AEC II, ma ha mantenuto un regime di cambio flessibile. Nel 2010 la corona ceca si è gradualmente apprezzata e nel corso del 2011 si è stabilizzata, per poi deprezzarsi in certa misura verso la fine dell'anno. Il tasso di cambio della corona rispetto all'euro ha per lo più evidenziato un grado di volatilità relativamente elevato, mentre il differenziale fra i tassi di interesse a breve termine e l'Euribor a tre mesi è stato contenuto nel 2010 ed è diventato negativo nella seconda metà del 2011, portandosi a 0,2 punti percentuali nel periodo di tre mesi terminato nel marzo 2012. Su un orizzonte temporale più lungo, nel marzo 2012 il tasso di cambio reale della corona si è collocato, sia in termini effettivi sia bilateralmente rispetto all'euro, moderatamente al di sopra delle relative medie storiche a dieci anni. Tra il 2002 e il 2007 la Repubblica Ceca ha per lo più registrato ampi disavanzi complessivi del conto corrente e del conto capitale della bilancia dei pagamenti, per poi segnare una correzione nel 2008 e 2009 per effetto di una forte contrazione della domanda interna, che ha determinato un calo delle importazioni. A seguito della ripresa economica, il disavanzo complessivo è aumentato al 3,0 per cento del PIL nel 2010 e al 2,5 per cento nel 2011, a causa di una diminuzione dell'avanzo dell'interscambio dei beni e di crescenti esborsi per le passività sull'estero. La posizione patrimoniale netta sull'estero ha registrato un notevole deterioramento, passando dal -15,5 per cento del PIL nel 2002 al -48,5 per cento nel 2010 e al -49,7 per cento nel 2011.

Nel periodo di riferimento (aprile 2011 - marzo 2012) i tassi di interesse a lungo termine si sono collocati in media al 3,5 per cento, ossia ampiamente al di sotto del valore di riferimento del 5,8 per cento fissato per il relativo criterio di convergenza. Negli ultimi anni i tassi di interesse a lungo termine della Repubblica Ceca hanno evidenziato un moderato seppur discontinuo andamento discendente, dopo un massimo del 5,5 per cento nel giugno 2009; i rendimenti obbligazionari hanno in parte mostrato volatilità, osservata anche in altri paesi nel contesto della crisi del debito sovrano nell'area dell'euro. I tassi di interesse a lungo termine si sono situati al 3,5 per cento anche alla fine del periodo di riferimento. La progressiva tendenza calante dei tassi di interesse a lungo termine della Repubblica Ceca negli ultimi anni e l'aumento di quelli dell'area dell'euro nello stesso periodo hanno portato il differenziale di interesse a lungo termine dapprima a restringersi e in ultimo a diventare negativo. Alla fine del periodo di riferimento i tassi cechi erano inferiori di 0,5 punti percentuali rispetto alla media dell'area dell'euro (e superiori di 1,0 punti percentuali al rendimento dei titoli dell'area con rating AAA).

La realizzazione di un contesto atto a favorire una convergenza sostenibile nella Repubblica Ceca richiede, fra l'altro, il mantenimento di una politica monetaria orientata alla stabilità dei prezzi, il miglioramento dell'assetto nazionale di finanza pubblica e l'attuazione di un percorso di risanamento organico e credibile dei conti pubblici. Per quest'ultimo è necessario introdurre ulteriori misure in aggiunta a quanto già approvato nel bilancio 2012 e proseguire una politica di spesa prudente nel medio termine. Inoltre il paese deve affrontare sfide più ampie sul piano delle politiche economiche (per una descrizione dettagliata cfr. il capitolo 5).

La legislazione ceca non soddisfa tutti i requisiti relativi all'indipendenza della banca centrale, alla riservatezza, al divieto di finanziamento monetario e all'integrazione nell'Eurosistema sul piano giuridico. La Repubblica Ceca è uno Stato membro dell'UE con deroga ed è pertanto tenuta ad adempiere tutti gli obblighi di adeguamento legale previsti all'articolo 131 del Trattato.



### 4.3 LETTONIA

Nel periodo di riferimento, compreso fra aprile 2011 e marzo 2012, la Lettonia ha registrato un tasso medio di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC del 4,1 per cento, collocandosi ampiamente al di sopra del valore di riferimento del 3,1 per cento fissato per il criterio della stabilità dei prezzi.

Un esame retrospettivo su un arco di tempo più lungo rivela in Lettonia un andamento molto variabile dell'inflazione al consumo, che si è portata in media d'anno tra il -1,2 e il 15,3 per cento nell'ultimo decennio. L'inflazione è gradualmente aumentata dai livelli generalmente bassi della prima metà dello scorso decennio e ha oscillato in un intervallo compreso tra il 6 e il 7 per cento per alcuni anni, salendo poi ulteriormente nel 2007 e 2008. In particolare durante gli anni di forte espansione della seconda metà del decennio l'economia lettone ha mostrato crescenti segnali di un grave surriscaldamento e di un aumento degli squilibri macroeconomici. Tali dinamiche si sono tuttavia rivelate insostenibili e a partire dal 2008 l'economia lettone ha attraversato una profonda crisi. Dopo aver raggiunto un massimo del 15,3 per cento nella media del 2008, l'inflazione armonizzata ha registrato una pronunciata diminuzione. Per un certo periodo i prezzi al consumo e il costo del lavoro per unità di prodotto sono calati, contribuendo a far recuperare competitività al paese, ma tale correzione si è interrotta nel corso del 2010. Quanto agli andamenti recenti, il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC è sceso al 3,2 per cento nel marzo 2012, dopo un aumento nella prima metà del 2011 dovuto ai rincari dei beni alimentari ed energetici su scala mondiale e agli incrementi delle imposte indirette. Le spinte inflazionistiche hanno poi ripreso ad attenuarsi nella seconda metà del 2011, poiché le quotazioni mondiali delle materie prime si sono stabilizzate e le pressioni dal lato della domanda sono rimaste modeste.

Le ultime previsioni disponibili delle principali istituzioni internazionali indicano che nel 2012-2013 l'inflazione dovrebbe diminuire, collocandosi in un intervallo del 2,5-2,6 per cento nel 2012 e del 2,1-2,5 per cento nel 2013. I rischi al rialzo osservati per l'inflazione derivano in particolare da rincari delle materie prime e maggiori incrementi salariali; nel contempo, una crescita economica inferiore alle attese rappresenta invece un rischio al ribasso. Su un orizzonte temporale più lungo, preservare costantemente tassi di inflazione contenuti in Lettonia sarà impegnativo nel medio periodo, dato il limitato margine di manovra della politica monetaria consentito dal regime di cambio fisso. Il processo di recupero del divario nello sviluppo economico potrebbe verosimilmente incidere sull'inflazione a medio termine, poiché in Lettonia il PIL pro capite è tuttora significativamente inferiore rispetto a quello dell'area dell'euro e il livello dei prezzi continua a essere più basso, di circa il 30 per cento, nei confronti dell'area. Tuttavia, è difficile valutare con esattezza l'entità degli effetti di tale processo sull'inflazione. Con la ripresa della crescita del credito, in presenza di un regime di cambio fisso è probabile che la tendenza di fondo ad apprezzarsi del cambio in termini reali si manifesti con un incremento dell'inflazione.

La Lettonia è attualmente oggetto di una decisione del Consiglio dell'UE sull'esistenza di un disavanzo eccessivo. Nel 2011, anno di riferimento, il bilancio delle amministrazioni pubbliche ha registrato un disavanzo pari al 3,5 per cento del PIL, un livello superiore al valore di riferimento del 3 per cento. Il rapporto fra debito pubblico lordo e PIL si è collocato al 42,6 per cento, al di sotto del valore di riferimento del 60 per cento. Per il 2012 la Commissione europea prevede un calo del rapporto disavanzo/PIL al 2,1 per cento e un aumento del rapporto debito/PIL al 43,5 per cento. Riguardo ad altri aspetti di finanza pubblica, nel 2011 l'incidenza del disavanzo sul PIL non è stata superiore a quella della spesa pubblica per investimenti. La Lettonia deve assicurare una riduzione durevole del disavanzo al di sotto del valore di riferimento del 3 per cento nel 2012 e negli anni seguenti, in linea con gli obblighi previsti dalla procedura per i disavanzi eccessivi, e deve dare

piena attuazione alla riforma concordata in precedenza nel quadro del programma di assistenza finanziaria concertato dall'UE e dall'FMI.

La Lettonia partecipa agli AEC II dal 2 maggio 2005. Negli ultimi due anni il lat lettone si è mantenuto in prossimità della sua parità centrale. La massima deviazione verso l'alto del tasso di cambio rispetto alla parità centrale degli AEC II è stata dello 0,9 per cento nel periodo di riferimento, mentre la massima deviazione verso il basso è risultata dell'1,0 per cento. Tra la fine del 2008 e gennaio 2012 è stato attuato un programma di assistenza finanziaria internazionale dell'UE-FMI per 7,5 miliardi di euro, che potrebbe avere altresì contribuito a ridurre le pressioni sul cambio. Nel periodo di riferimento, la Lettonia ha ricevuto fondi nel 2010, ma nel 2011 non ha attinto alle restanti risorse, pari a 3,0 miliardi di euro. La volatilità del tasso di cambio del lat rispetto all'euro, misurata dalla deviazione standard annualizzata delle variazioni percentuali giornaliere, si è mantenuta su livelli molto bassi nel 2010 e ha poi segnato un lieve incremento, pur rimanendo relativamente contenuta nella parte restante del periodo considerato. Il differenziale fra i tassi di interesse a breve termine e l'Euribor a tre mesi è diminuito dai livelli relativamente elevati della seconda metà del 2010. Dopo essere temporaneamente diventato negativo a metà del 2011, ha registrato un valore contenuto, pari a 0,4 punti percentuali, nei tre mesi terminati nel marzo 2012. Su un orizzonte temporale più lungo, nel marzo 2012 il tasso di cambio reale del lat si è situato, sia in termini effettivi sia bilateralmente rispetto all'euro, al di sopra delle relative medie storiche a dieci anni. La Lettonia è stata caratterizzata da un notevole ampliamento del disavanzo complessivo del conto corrente e del conto capitale della bilancia dei pagamenti, che si è triplicato passando da un valore elevato, del 6,5 per cento del PIL nel 2002, a livelli molto alti, di oltre il 20 per cento nel 2006 e 2007. Dopo una forte contrazione della domanda interna che ha determinato un calo delle importazioni, oltre che aumenti di competitività e una vigorosa ripresa delle esportazioni, il disavanzo è diminuito notevolmente fino a divenire un avanzo molto ampio, pari all'11,1 per cento del PIL nel 2009. Questa radicale variazione è ascrivibile a una considerevole riduzione del disavanzo del conto dei beni e, in minore misura, a incrementi degli avanzi nei servizi e nei trasferimenti, nonché a un temporaneo miglioramento del saldo dei redditi. Tuttavia, tale avanzo è poi sceso al 4,9 per cento nel 2010 e allo 0,9 per cento nel 2011, di riflesso all'espansione della domanda interna, in particolare degli investimenti, a fronte di una forte crescita delle importazioni che ha sopravanzato l'incremento delle esportazioni. Nel contempo, la posizione patrimoniale netta sull'estero della Lettonia ha registrato un notevole deterioramento, passando dal -41,3 per cento del PIL nel 2002 al -82,7 per cento nel 2009, ma si è poi stabilizzata al -80,2 per cento nel 2010 e in seguito è scesa al -72,5 per cento nel 2011. Il fatto che le passività nette sull'estero del paese siano tuttora molto elevate mette in rilievo l'importanza delle politiche strutturali e di bilancio a favore della sostenibilità del debito estero.

Nel periodo di riferimento (aprile 2011 - marzo 2012) i tassi di interesse a lungo termine si sono collocati in media al 5,8 per cento, un livello pari al valore di riferimento del 5,8 per cento fissato per il relativo criterio di convergenza. Nella prima parte del periodo considerato i tassi di interesse a lungo termine sono diminuiti e il miglioramento delle condizioni di mercato si è riflesso anche nel fatto che la Lettonia ha riconquistato l'accesso ai mercati nazionali e internazionali degli strumenti a lungo termine. Verso la fine del 2011 si sono registrati alcuni temporanei incrementi dei tassi di interesse a lungo termine connessi principalmente agli andamenti nel sistema bancario nazionale, nonché alle tensioni sui mercati internazionali. I tassi lettoni si sono situati al 5,2 per cento alla fine del periodo di riferimento, superando di 1,1 punti percentuali la media dell'area dell'euro (e di 2,6 punti percentuali il rendimento dei titoli dell'area con *rating* AAA).

Per realizzare un contesto che possa favorire una convergenza durevole, la Lettonia deve attuare politiche tese ad assicurare condizioni macroeconomiche complessivamente stabili, come pure

una stabilità dei prezzi sostenibile. Dato il limitato margine di manovra che l'attuale regime di ancoraggio della valuta nazionale consente alla politica monetaria, è imperativo che le politiche attuate in altri settori forniscano all'economia le risorse per affrontare gli shock specifici del paese e per prevenire il riemergere di squilibri macroeconomici. In particolare, è indispensabile che la Lettonia rafforzi ulteriormente la sua posizione di bilancio, promuovendo così la credibilità del regime di cambio. Ciò richiede, tra l'altro, l'attuazione delle misure proposte nel bilancio 2012 e il proseguimento di una politica di spesa prudente nel medio termine. La Lettonia deve inoltre affrontare sfide più ampie sul piano delle politiche economiche (per una descrizione dettagliata cfr. il capitolo 5).

La legislazione lettone non soddisfa tutti i requisiti relativi all'indipendenza della banca centrale, al divieto di finanziamento monetario e alla sua integrazione nell'Eurosistema dal punto di vista giuridico. La Lettonia è uno Stato membro dell'UE con deroga ed è pertanto tenuta ad adempiere tutti gli obblighi di adeguamento legale previsti all'articolo 131 del Trattato.

#### 4.4 LITUANIA

Nel periodo di riferimento, compreso fra aprile 2011 e marzo 2012, il tasso medio di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC si è collocato in Lituania al 4,2 per cento, un livello ampiamente superiore al valore di riferimento del 3,1 per cento fissato per il criterio della stabilità dei prezzi.

Un esame retrospettivo su un arco di tempo più lungo rivela che in Lituania l'inflazione ha mostrato un andamento variabile, portandosi in media d'anno tra il -1,1 e l'11,1 per cento negli ultimi dieci anni. Verso la metà del decennio ha iniziato a salire dopo avere registrato valori negativi nel 2003. Negli anni seguenti l'inflazione misurata sullo IAPC è progressivamente aumentata, raggiungendo un massimo dell'11,1 per cento nel 2008, per poi segnare un calo pronunciato. Tale tendenza al rialzo osservata per la maggior parte del decennio era inizialmente ascrivibile soprattutto alle più elevate imposte indirette, al venir meno dell'impatto sui prezzi all'importazione del precedente apprezzamento della valuta lituana e al rialzo delle quotazioni delle materie prime. L'ulteriore incremento dell'inflazione nella seconda metà del decennio è da ricondurre a un insieme di fattori, fra cui i rincari dell'energia e degli alimentari, nonché le condizioni sempre più tese nel mercato del lavoro e la crescita assai vigorosa della domanda, di riflesso al surriscaldamento dell'economia e all'aumento degli squilibri macroeconomici. Questi andamenti si sono tuttavia dimostrati insostenibili e l'economia della Lituania ha registrato una forte contrazione nel 2009, per poi riprendersi nuovamente negli anni successivi. Per quanto riguarda la recente evoluzione, il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC è gradualmente diminuito nella seconda metà del 2011 e si è collocato al 3,7 per cento nel marzo 2012, dopo aver raggiunto un massimo del 5,0 per cento nel maggio 2011 a seguito dei rincari dei beni alimentari ed energetici su scala mondiale. Benché l'effetto iniziale delle quotazioni degli alimentari sull'inflazione si stia progressivamente attenuando, gli incrementi dei prezzi amministrati dell'energia hanno esercitato un impatto al rialzo sull'inflazione via via che i rincari sono stati trasferiti alle famiglie.

Le ultime previsioni disponibili delle principali istituzioni internazionali indicano che nel 2012-2013 l'inflazione dovrebbe diminuire, collocandosi in un intervallo del 2,7-3,1 per cento nel 2012 e del 2,5-2,9 per cento nel 2013. I rischi per l'inflazione sono orientati al rialzo e sono connessi principalmente ad aumenti superiori alle attese dei prezzi internazionali delle materie prime, nonché a maggiori incrementi salariali, in particolare se la crescita della produttività del lavoro si rivelasse inferiore alle aspettative correnti, esercitando pressioni al rialzo sul costo unitario del lavoro. Su un orizzonte temporale più lungo, preservare tassi di inflazione costantemente bassi in Lituania potrebbe risultare impegnativo nel medio periodo, dato il limitato margine di manovra della politica monetaria consentito dal regime vigente di *currency board*. Il processo di riassorbimento del divario nello sviluppo economico potrebbe verosimilmente incidere sull'inflazione nei prossimi anni, poiché il PIL pro capite e il livello dei prezzi in Lituania continuano a essere inferiori a quelli dell'area dell'euro. Tuttavia, è difficile valutare con esattezza l'entità degli effetti di tale processo sull'inflazione. Con la ripresa della crescita del credito, in presenza di regime di cambio fisso è probabile che la tendenza di fondo ad apprezzarsi del cambio in termini reali si manifesti con un incremento dell'inflazione.

La Lituania è attualmente oggetto di una decisione del Consiglio dell'UE sull'esistenza di un disavanzo eccessivo. Nel 2011, anno di riferimento, il bilancio delle amministrazioni pubbliche ha registrato un disavanzo pari al 5,5 per cento del PIL, ampiamente superiore al valore di riferimento del 3 per cento. Il rapporto fra debito pubblico e PIL si è collocato al 38,5 per cento, ben al di sotto del valore di riferimento del 60 per cento. Per il 2012 la Commissione europea prevede un calo del rapporto disavanzo/PIL, al 3,2 per cento, mentre il rapporto debito/PIL dovrebbe aumentare

al 40,4 per cento. Riguardo ad altri aspetti di finanza pubblica, l'incidenza del disavanzo sul PIL ha superato quella della spesa pubblica per investimenti nel 2011. La Lituania deve portare il suo disavanzo al di sotto del valore di riferimento del 3 per cento entro il 2012, in linea con gli obblighi previsti dalla procedura per i disavanzi eccessivi, e mantenere successivamente politiche di bilancio rigorose.

La Lituania partecipa agli AEC II dal 28 giugno 2004. Nel periodo di riferimento di due anni la valuta lituana si è mantenuta stabile rispetto alla parità centrale di 3,45280 litas per euro. Il differenziale fra i tassi di interesse a breve termine e l'Euribor a tre mesi è gradualmente diminuito per effetto del miglioramento delle prospettive per l'economia lituana, che si è riflesso anche in un innalzamento del merito di credito sovrano da parte delle agenzie di *rating*. Il differenziale è sceso da un livello modesto, pari a 0,9 punti percentuali nel periodo di tre mesi terminato nel giugno 2010, a valori molto contenuti per tutto il 2011, collocandosi a 0,4 punti percentuali nei tre mesi sino al marzo 2012. Su un orizzonte temporale più lungo, nel marzo 2012 il tasso di cambio reale del litas ha segnato, sia in termini effettivi sia bilateralmente rispetto all'euro, valori in certa misura superiori ma prossimi alle relative medie storiche a dieci anni. In Lituania il disavanzo complessivo del conto corrente e del conto capitale della bilancia dei pagamenti si è andato progressivamente ampliando, passando dal 4,7 per cento del PIL nel 2002 a livelli molto alti, di oltre il 10 per cento nel 2007 e 2008. In seguito a una forte diminuzione della domanda interna, che ha comportato un calo delle importazioni, il disavanzo si è notevolmente ridotto fino a divenire un ampio avanzo, pari al 7,8 per cento del PIL nel 2009, che è poi sceso al 4,2 per cento nel 2010 e allo 0,9 per cento nel 2011. Questa repentina inversione è in prevalenza ascrivibile a una pronunciata riduzione del disavanzo del conto dei beni, a un miglioramento del saldo dei redditi, che ha temporaneamente segnato valori in qualche misura positivi, nonché a un incremento dell'avanzo nei servizi; la successiva riduzione del saldo complessivo negli ultimi due anni ha rispecchiato la ripresa della domanda interna. La posizione patrimoniale netta sull'estero si è deteriorata, passando dal -32,6 per cento del PIL nel 2002 al -58,6 per cento nel 2009, ma è poi gradualmente migliorata al -55,9 per cento nel 2010 e al -52,2 per cento nel 2011.

Nel periodo di riferimento (aprile 2011 - marzo 2012) i tassi di interesse a lungo termine si sono collocati in media al 5,2 per cento, ossia al di sotto del valore di riferimento del 5,8 per cento fissato per il relativo criterio di convergenza. La crisi finanziaria internazionale ha esercitato un significativo impatto avverso sui mercati dei capitali della Lituania e i tassi di interesse a lungo termine sono aumentati considerevolmente stabilizzandosi al 14,5 per cento nel 2009, a fronte di un'assenza di contrattazioni nei mercati secondari. Nel 2010 e 2011 si è osservata una limitata ripresa degli scambi, nonché delle attività di emissione sul mercato primario e i tassi di interesse a lungo termine sono scesi al 5 per cento circa in un contesto di andamenti economici più stabili, situandosi al 5,3 per cento alla fine del periodo in rassegna. Dal 2010 il differenziale di interesse con la media dell'area dell'euro si è ridotto, portandosi a 1,2 punti percentuali (2,8 rispetto al rendimento dei titoli dell'area con *rating* AAA) alla fine del periodo di riferimento.

Per realizzare un contesto atto a favorire una convergenza durevole, la Lituania deve condurre politiche tese ad assicurare condizioni macroeconomiche complessivamente stabili, come pure una stabilità dei prezzi sostenibile. Dato il limitato margine di manovra della politica monetaria consentito dal regime vigente di *currency board*, è imperativo che le politiche attuate in altri settori forniscano all'economia i mezzi per affrontare gli shock specifici del paese e per prevenire il riemergere di squilibri macroeconomici. Per la Lituania, in particolare, riveste importanza cruciale proseguire l'attuazione della strategia complessiva di risanamento basata sulla spesa, che promuoverà anche la credibilità del regime di ancoraggio della valuta nazionale. Il paese deve inoltre far

fronte alle sfide più vaste che si presentano sul piano delle politiche economiche (per una descrizione dettagliata cfr. il capitolo 5).

La legislazione lituana non soddisfa tutti i requisiti relativi all'indipendenza della banca centrale. La Lituania è uno Stato membro dell'UE con deroga ed è pertanto tenuta ad adempiere tutti gli obblighi di adeguamento legale previsti all'articolo 131 del Trattato.

#### 4.5 UNGHERIA

Nel periodo di riferimento, compreso fra aprile 2011 e marzo 2012, l'Ungheria ha registrato un tasso medio di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC del 4,3 per cento, collocandosi ampiamente al di sopra del valore di riferimento del 3,1 per cento fissato per il criterio della stabilità dei prezzi.

Un esame retrospettivo su un arco di tempo più lungo rivela che negli ultimi dieci anni l'inflazione al consumo sui dodici mesi ha oscillato tra il 3,5 e il 7,9 per cento in Ungheria. In tale periodo frequenti modifiche delle aliquote delle imposte indirette e dei prezzi amministrati hanno svolto un ruolo fondamentale nella variabilità dell'inflazione a lungo termine. La crescita del costo unitario del lavoro è stata assai notevole agli inizi degli anni 2000, per effetto del forte incremento dei redditi per occupato, ed è diminuita solo lentamente nelle fasi iniziali della decelerazione dell'attività durante il processo di risanamento delle finanze pubbliche in Ungheria. La correzione del mercato del lavoro ha accelerato negli anni successivi, determinando una decisa moderazione della crescita complessiva del costo del lavoro per unità di prodotto. Tuttavia, l'incremento dei redditi per occupato ha superato quello della produttività nel 2011, provocando un maggiore aumento del costo unitario del lavoro. Se si considera l'evoluzione recente, nel 2011 sono emerse pressioni inflazionistiche malgrado le perduranti condizioni di pronunciata debolezza della domanda interna. Tali pressioni sono principalmente ascrivibili all'impatto dei prezzi delle materie prime e al deprezzamento del tasso di cambio nella seconda metà del 2011, unitamente all'effetto inflazionistico sull'insieme dell'anno delle imposte speciali introdotte nel 2010 in vari settori (ad esempio, comparto energetico, catene di commercio al dettaglio e telecomunicazioni), nonché agli incrementi delle imposte indirette agli inizi del 2012.

Le ultime previsioni disponibili delle principali istituzioni internazionali indicano che l'inflazione dovrebbe aumentare al 4,9-5,5 per cento nel 2012, per poi ridiscendere al 2,9-3,9 per cento nel 2013. Quanto ai rischi al rialzo per le prospettive di inflazione, le quotazioni delle materie prime potrebbero segnare aumenti superiori alle attese e i recenti shock sui prezzi potrebbero avere un impatto sulle aspettative di inflazione. Dal lato dei rischi al ribasso, la domanda interna potrebbe recuperare a un ritmo inferiore alle attese (ad esempio nel caso di una riduzione della leva finanziaria più rapida del previsto nel settore bancario). Su un orizzonte temporale più lungo è probabile che il processo di riassorbimento del divario nello sviluppo economico incida sull'inflazione e/o sul tasso di cambio nominale nei prossimi anni, dato che il PIL pro capite e il livello dei prezzi in Ungheria continuano a essere inferiori a quelli dell'area dell'euro. Tuttavia, è difficile quantificare l'impatto di tale processo sull'inflazione.

L'Ungheria è attualmente oggetto di una decisione del Consiglio dell'UE sull'esistenza di un disavanzo eccessivo. Nel 2011, anno di riferimento, il bilancio delle amministrazioni pubbliche ha registrato un temporaneo avanzo, del 4,3 per cento del PIL. Il rapporto fra debito pubblico lordo e PIL è stato pari all'80,6 per cento, un livello ampiamente superiore al valore di riferimento del 60 per cento. Tuttavia, il miglioramento della situazione di finanza pubblica è ascrivibile a misure *una tantum* e temporanee dal lato delle entrate (corrispondenti a circa il 10 per cento del PIL), principalmente connesse al trasferimento di attivi dai regimi pensionistici privati al pilastro pubblico e, quindi, non basate su una correzione strutturale e sostenibile. Di conseguenza, il 13 marzo 2012 il Consiglio dell'UE ha adottato sia una decisione che ha sospeso parte degli impegni del Fondo di coesione dell'UE a favore dell'Ungheria per il 2013, sia una quinta raccomandazione rivista in cui invitava le autorità ungheresi a porre fine alla situazione di disavanzo eccessivo entro il 2012. A questo riguardo ha raccomandato all'Ungheria l'adozione delle misure, anche di ulteriore



riequilibrio dei conti pubblici, necessarie per rispettare l'obiettivo di disavanzo del 2,5 per cento del PIL nel 2012 e per assicurarne un livello ben inferiore al 3 per cento del PIL nel 2013, anche dopo il graduale rientro delle misure *una tantum*. Per il 2012 la Commissione europea prevede un disavanzo pari all'obiettivo del 2,5 per cento e un calo del rapporto debito/PIL al 78,5 per cento. Riguardo ad altri aspetti di finanza pubblica, nel 2012 l'incidenza del disavanzo sul PIL non dovrebbe essere superiore a quella della spesa pubblica per investimenti. L'Ungheria deve portare il suo disavanzo al di sotto del valore di riferimento del 3 per cento in maniera durevole, in linea con gli obblighi previsti dalla procedura per i disavanzi eccessivi, e assicurare che il rapporto debito/PIL sia avviato su un chiaro percorso discendente.

Nel periodo di riferimento di due anni l'Ungheria non ha partecipato agli AEC II. Il fiorino si è apprezzato gradualmente tra la metà del 2010 e luglio 2011, si è poi indebolito notevolmente sino alla fine del 2011, per poi recuperare parte delle perdite registrate rispetto all'euro. Il programma di assistenza finanziaria internazionale concertato dall'UE e dall'FMI, in attuazione tra il novembre 2008 e la fine del 2010, potrebbe altresì avere contribuito a ridurre le pressioni sul cambio. D'altro canto, alla fine del 2011 l'interruzione dei negoziati tra le autorità ungheresi e l'UE-FMI in merito a un possibile nuovo pacchetto finanziario ha concorso al deprezzamento del fiorino in chiusura d'anno e da allora il protrarsi delle trattative successive ne ha verosimilmente accentuato la volatilità.

Nel periodo considerato il tasso di cambio del fiorino rispetto all'euro ha mostrato un alto grado di volatilità e il differenziale fra i tassi di interesse a breve termine e l'Euribor a tre mesi si è mantenuto elevato. Su un orizzonte temporale più lungo, nel marzo 2012 il tasso di cambio reale del fiorino ungherese si è collocato, sia in termini effettivi sia bilateralmente rispetto all'euro, su livelli prossimi alle relative medie storiche a dieci anni. In Ungheria il saldo complessivo del conto corrente e del conto capitale della bilancia dei pagamenti ha evidenziato una pronunciata correzione negli ultimi anni: dopo l'ampio disavanzo, pari in media al 7,1 per cento del PIL tra il 2002 e il 2008, si è registrato un avanzo dell'1,0 per cento nel 2009, poi ampliatisi gradualmente al 3,6 per cento nel 2011, principalmente per effetto della vigorosa crescita delle esportazioni e della perdurante debolezza della domanda interna. La posizione patrimoniale netta sull'estero dell'Ungheria si è deteriorata in misura pronunciata, passando dal -65,2 per cento del PIL nel 2002 al -117,9 per cento nel 2009, ma è poi migliorata al -112,7 per cento nel 2010 e al -105,2 per cento nel 2011. Il fatto che le passività nette sull'estero del paese siano tuttora molto elevate mette in luce l'importanza delle politiche strutturali e di bilancio a favore della sostenibilità del debito estero.

Nel periodo di riferimento (aprile 2011 - marzo 2012) i tassi di interesse a lungo termine si sono collocati in media all'8,0 per cento, ossia ampiamente al di sopra del valore di riferimento del 5,8 per cento fissato per il relativo criterio di convergenza. Per tutto il periodo considerato, le preoccupazioni in merito alla situazione dei conti pubblici e alle politiche del governo che avevano eroso la fiducia degli investitori si sono riflesse in declassamenti del merito di credito, calo della domanda di titoli di Stato ungheresi da parte degli investitori, indebolimento del fiorino e costante aumento dei tassi di interesse a lungo termine. Alla fine del 2011 l'Ungheria ha richiesto di poter ricevere ulteriore assistenza finanziaria dall'UE e dall'FMI. I tassi di interesse a lungo termine sono aumentati notevolmente alla fine del 2011 e all'inizio del 2012. Successivamente sono diminuiti, collocandosi all'8,7 per cento sul finire del periodo di riferimento, mentre il differenziale rispetto alla media dell'area dell'euro si è situato a 4,7 punti percentuali (6,2 rispetto al rendimento dei titoli dell'area con *rating* AAA).

La realizzazione di un contesto atto a favorire una convergenza sostenibile in Ungheria richiede, fra l'altro, una politica monetaria orientata alla stabilità, incluso un contesto istituzionale stabile

che preservi la fiducia dei mercati nella piena indipendenza della banca centrale. Inoltre, sebbene il risanamento strutturale dei conti pubblici sia previsto per il medio termine, dopo due anni di allentamento della politica di bilancio è necessario iniziare già a individuare nuove misure, in particolare a partire dal 2013, oltre che dare piena attuazione alle riforme strutturali approvate nel 2011. L'Ungheria deve altresì far fronte a sfide più ampie sul piano delle politiche economiche (per una descrizione dettagliata cfr. il capitolo 5).

La legislazione ungherese non soddisfa tutti i requisiti concernenti l'indipendenza della banca centrale, l'ortografia comune dell'euro e l'integrazione nell'Eurosistema sul piano giuridico. L'Ungheria è uno Stato membro dell'UE con deroga ed è pertanto tenuta ad adempiere tutti gli obblighi di adeguamento legale previsti all'articolo 131 del Trattato.

#### 4.6 POLONIA

Nel periodo di riferimento, compreso fra aprile 2011 e marzo 2012, il tasso medio di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC si è collocato in Polonia al 4,0 per cento, un livello ampiamente superiore al valore di riferimento del 3,1 per cento fissato per il criterio della stabilità dei prezzi.

Un esame retrospettivo su un arco di tempo più lungo rivela che in Polonia l'inflazione al consumo sui dodici mesi si è portata tra lo 0,7 e il 4,2 per cento nell'ultimo decennio, soprattutto per effetto degli shock esterni sui prezzi e delle oscillazioni del cambio. Più in particolare, l'inflazione misurata sullo IAPC ha evidenziato una pronunciata tendenza al ribasso dai valori a due cifre degli inizi degli anni 2000 ai livelli contenuti del 2003. Nel 2004 si è registrato un temporaneo rialzo, riconducibile agli aumenti dei prezzi amministrati e delle imposte indirette, nonché al rincaro degli alimentari a seguito dell'adesione della Polonia all'UE. Dopo un periodo di bassa inflazione nel 2005 e 2006, le pressioni sui prezzi sono tornate ad aumentare alla fine del 2006. L'inflazione è salita su livelli superiori al 4,0 per cento nel 2008 ed è rimasta elevata nel 2009, per poi scendere gradualmente nel 2010. Nel 2011 l'impennata delle quotazioni internazionali delle materie prime, il deprezzamento del tasso di cambio nominale e l'innalzamento dell'IVA a fronte della vigorosa domanda interna hanno contribuito a un nuovo rialzo dell'inflazione. La dinamica dei prezzi negli ultimi dieci anni va considerata nel contesto di una crescita economica piuttosto sostenuta. Gli andamenti macroeconomici fino a metà del 2008 sono stati caratterizzati da una durevole espansione dell'attività economica, interrotta solo in parte nella prima metà del 2005. Nel 2007-2008 si sono manifestate pressioni sulla capacità produttiva, sotto forma di una notevole accelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto, di crescenti disavanzi correnti e di un tasso di disoccupazione storicamente basso. Tali pressioni si sono repentinamente ridotte con l'inizio della crisi economica e finanziaria mondiale. Un rallentamento economico relativamente transitorio e il calo delle quotazioni internazionali delle materie prime hanno determinato la temporanea diminuzione dell'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC su livelli inferiori al 2 per cento nell'estate del 2010. Per quanto riguarda gli andamenti recenti, l'inflazione armonizzata è rimasta su valori elevati, prossimi al 4 per cento, per la maggior parte del 2011, proseguendo tale tendenza all'inizio del 2012 e portandosi in marzo al 3,9 per cento.

Le ultime previsioni disponibili delle principali istituzioni internazionali indicano che nel 2012-2013 l'inflazione dovrebbe diminuire, collocandosi in un intervallo del 2,5-3,8 per cento nel 2012 e del 2,5-2,9 per cento nel 2013. Le prospettive di inflazione sono soggette a rischi bilanciati, quelli al rialzo derivano principalmente da quotazioni delle materie prime superiori alle attese, mentre quelli al ribasso sono associati in prevalenza a un'attività economica più debole del previsto. Su un orizzonte temporale più lungo, è probabile che il processo di recupero del divario nello sviluppo economico incida sull'inflazione e/o sul tasso di cambio nominale nei prossimi anni, dato che il PIL pro capite e il livello dei prezzi in Polonia continuano a essere inferiori a quelli dell'area dell'euro. Tuttavia, è difficile valutare con esattezza l'entità degli effetti di tale processo.

La Polonia è attualmente oggetto di una decisione del Consiglio dell'UE sull'esistenza di un disavanzo eccessivo. Nel 2011, anno di riferimento, il bilancio delle amministrazioni pubbliche ha registrato un disavanzo pari al 5,1 per cento del PIL, ampiamente superiore al valore di riferimento del 3 per cento. Il rapporto fra debito pubblico lordo e PIL si è collocato al 56,3 per cento, al di sotto del valore di riferimento del 60 per cento. Per il 2012 la Commissione europea prevede un calo sia del rapporto disavanzo/PIL, al 3,0 per cento, sia del rapporto debito/PIL, al 55,0 per cento. Riguardo ad altri aspetti di finanza pubblica, nel 2011 l'incidenza del disavanzo sul PIL non è stata superiore a quella della spesa pubblica per investimenti. La Polonia deve assicurare una riduzione durevole del deficit e correggere il disavanzo eccessivo entro il 2012, in linea con gli obblighi previsti dalla relativa procedura.

Nel periodo di riferimento di due anni la Polonia non ha partecipato agli AEC II, ma ha mantenuto un regime di cambio flessibile. Nella seconda metà del 2010 lo zloty polacco ha registrato un modesto apprezzamento e nella prima metà del 2011 è rimasto sostanzialmente stabile. A seguito del deprezzamento della seconda metà del 2011, la Narodowy Bank Polski è intervenuta nel mercato valutario in alcune occasioni fra settembre e dicembre 2011. In seguito, la valuta polacca ha recuperato parte delle perdite subite rispetto all'euro. Il programma della Flexible Credit Line dell'FMI, introdotto nel marzo 2009 in favore di paesi con determinati requisiti e in vigore nel periodo di riferimento, potrebbe altresì avere contribuito a ridurre il rischio di pressioni sul cambio. Va osservato che la Polonia non ha attinto alla Flexible Credit Line dopo la sua istituzione. Il tasso di cambio dello zloty nei confronti dell'euro ha mostrato un alto grado di volatilità, mentre il differenziale fra i tassi di interesse a breve termine e l'Euribor a tre mesi si è mantenuto relativamente ampio negli ultimi due anni per effetto dei tassi di politica monetaria piuttosto elevati in Polonia. Su un orizzonte temporale più lungo, nel marzo 2012 il tasso di cambio reale dello zloty si è collocato, sia in termini effettivi sia bilateralmente rispetto all'euro, su livelli prossimi alle relative medie storiche a dieci anni. Tra il 2002 e il 2008 la Polonia ha registrato un disavanzo complessivo relativamente ampio del conto corrente e del conto capitale della bilancia dei pagamenti, pari in media al 3,3 per cento del PIL. Dopo un forte deprezzamento dello zloty e una diminuzione della domanda interna, il disavanzo complessivo ha segnato una marcata correzione nel 2009, al 2,2 per cento del PIL, e si è situato al 2,8 per cento nel 2010 e al 2,1 per cento nel 2011, rispecchiando principalmente un ulteriore incremento del disavanzo del conto dei beni ascrivibile al rafforzamento della domanda interna. La posizione patrimoniale netta sull'estero della Polonia ha mostrato un notevole deterioramento, passando dal -34,9 per cento del PIL nel 2002 al -64,0 nel 2010 e al -63,5 nel 2011.

Nel periodo di riferimento (aprile 2011 - marzo 2012) i tassi di interesse a lungo termine si sono collocati in media al 5,8 per cento, in corrispondenza del valore di riferimento fissato per il relativo criterio di convergenza. Durante la crisi finanziaria sono stati nel complesso relativamente volatili, stabilizzandosi nella seconda metà del 2009 e agli inizi del 2010. Durante il 2010 hanno registrato un calo alimentato dalla crescente domanda di titoli di Stato polacchi da parte degli investitori internazionali. A cavallo fra il 2010 e il 2011 i tassi a lungo termine hanno segnato un certo incremento, di riflesso a tensioni più generalizzate nei mercati finanziari. Dalla metà del 2011 hanno evidenziato una tendenza discendente, malgrado qualche temporaneo aumento nella seconda metà del 2011. Alla fine del periodo di riferimento i tassi polacchi si sono collocati al 5,4 per cento, un livello superiore di 1,3 punti percentuali nei confronti della media dell'area dell'euro (e di 2,8 punti percentuali rispetto al rendimento dei titoli dell'area con *rating* AAA).

La realizzazione di un contesto atto a favorire una convergenza sostenibile in Polonia richiede, fra l'altro, il mantenimento di una politica monetaria orientata alla stabilità dei prezzi nel medio termine. Sebbene l'economia polacca abbia dato prova di una tenuta relativamente buona alla crisi mondiale, restano da risolvere diverse questioni strutturali e di bilancio. In particolare, sul fronte del risanamento dei conti pubblici è necessario abbandonare l'attuale approccio basato maggiormente sulle entrate e su effetti temporanei per un'impostazione più articolata fondata sulla spesa, al fine di ridurre l'ampio disavanzo strutturale e contenere l'aumento del rapporto debito/PIL in maniera sostenibile. La Polonia inoltre deve affrontare sfide più ampie sul piano delle politiche economiche (per una descrizione dettagliata cfr. il capitolo 5).

La legislazione polacca non soddisfa tutti i requisiti relativi all'indipendenza della banca centrale, alla riservatezza, al divieto di finanziamento monetario e all'integrazione nell'Eurosistema sul piano giuridico. La Polonia è uno Stato membro dell'UE con deroga ed è pertanto tenuta ad adempiere tutti gli obblighi di adeguamento legale previsti all'articolo 131 del Trattato.

#### 4.7 ROMANIA

Nel periodo di riferimento, compreso fra aprile 2011 e marzo 2012, la Romania ha registrato un tasso medio di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC del 4,6 per cento, collocandosi ampiamente al di sopra del valore di riferimento del 3,1 per cento fissato per il criterio della stabilità dei prezzi.

Un esame retrospettivo su un arco di tempo più lungo rivela che in Romania l'inflazione al consumo sui dodici mesi è diminuita dai valori molto alti degli inizi degli anni 2000 fino al 2007, quando la tendenza al ribasso si è invertita. Nel 2009 l'inflazione è tornata a scendere e si è poi sostanzialmente stabilizzata a circa il 6 per cento. Oltre al costo unitario del lavoro, diversi shock dal lato dell'offerta, gli aggiustamenti dei prezzi amministrati e delle accise, nonché l'evoluzione del tasso di cambio hanno svolto un ruolo importante nel determinare l'andamento dell'inflazione. La dinamica dei prezzi negli ultimi dieci anni va considerata alla luce del surriscaldamento dell'economia tra il 2004 e il 2008, cui ha fatto seguito una pronunciata contrazione dell'attività economica nel 2009 e 2010 e una moderata ripresa nel 2011. Tra il 2004 e il 2008 l'incremento delle retribuzioni ha superato in misura significativa quello della produttività, che a sua volta ha spinto la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto su livelli molto alti. Tuttavia, l'aumento dei salari si è poi attenuato, anche per effetto di una riduzione delle retribuzioni del settore pubblico nel 2010. Nel contempo, il costo unitario del lavoro ha rallentato dal 22,9 per cento nel 2008 all'1,7 per cento nel 2011. Se si considerano gli andamenti recenti, l'inflazione armonizzata ha sostanzialmente rivelato un profilo discendente, passando da un massimo dell'8,5 per cento nel maggio 2011 al 2,5 per cento nel marzo 2012. La marcata diminuzione ha rispecchiato il venir meno dell'impatto dell'innalzamento dell'IVA di 5 punti percentuali operato nel luglio 2010, l'allentamento delle pressioni derivanti dalle quotazioni internazionali dei beni energetici e alimentari, il raccolto molto abbondante e le spinte disinflazionistiche esercitate dall'*output gap* negativo.

Le ultime previsioni disponibili delle principali istituzioni internazionali indicano che nel 2012-2013 l'inflazione dovrebbe aumentare dai livelli storicamente bassi, collocandosi in un intervallo del 2,9-3,1 per cento nel 2012 e del 3,1-3,7 per cento nel 2013. Queste prospettive sono tuttavia soggette a rischi al rialzo, connessi principalmente alla dinamica dei corsi delle materie prime e all'evoluzione più a medio termine dei prezzi amministrati. I rischi derivano inoltre da possibili sconfinamenti dei conti pubblici nel contesto delle elezioni previste per l'autunno del 2012. Un aumento del costo del finanziamento esterno, a seguito di un ulteriore inasprimento della crisi finanziaria, potrebbe altresì intensificare le spinte inflazionistiche. Dal lato dei rischi al ribasso, i fattori principali sono rappresentati dall'indebolimento del contesto esterno e dalle maggiori difficoltà a ottenere finanziamento esterno, insieme all'aggiustamento dei bilanci nel settore privato. Su un orizzonte temporale più lungo, è probabile che il processo di recupero del divario nello sviluppo economico incida sull'inflazione e/o sul tasso di cambio nominale nei prossimi anni, dato che il PIL pro capite e il livello dei prezzi in Romania sono tuttora significativamente inferiori a quelli dell'area dell'euro. Tuttavia, è difficile valutare con esattezza l'entità degli effetti di tale processo.

La Romania è attualmente oggetto di una decisione del Consiglio dell'UE sull'esistenza di un disavanzo eccessivo. Nel 2011, anno di riferimento, il bilancio delle amministrazioni pubbliche ha registrato un disavanzo pari al 5,2 per cento del PIL, ben superiore al valore di riferimento del 3 per cento. Il rapporto fra debito pubblico lordo e PIL si è collocato al 33,3 per cento, ampiamente al di sotto del valore di riferimento del 60 per cento. Per il 2012 la Commissione europea prevede un calo del rapporto disavanzo/PIL al 2,8 per cento e un aumento del rapporto debito/PIL al 34,6 per cento. Riguardo ad altri aspetti di finanza pubblica, nel 2011 l'incidenza del disavanzo

sul PIL non è stata superiore a quella della spesa pubblica per investimenti. La Romania deve assicurare una riduzione durevole del disavanzo al di sotto del valore di riferimento del 3 per cento nel 2012 e negli anni seguenti, in linea con gli obblighi previsti dalla procedura per i disavanzi eccessivi. Inoltre, deve rispettare gli impegni concordati nel quadro del programma di assistenza finanziaria dell'UE-FMI.

Nel periodo di riferimento di due anni la Romania non ha partecipato agli AEC II, ma ha mantenuto un regime di cambio flessibile. Il leu rumeno è rimasto sostanzialmente stabile nel corso del 2010, ha poi registrato un modesto apprezzamento nella prima metà del 2011 e in seguito si è gradualmente deprezzato rispetto all'euro. Il pacchetto di assistenza finanziaria internazionale di due anni, concordato per la Romania nel marzo 2009 e sostituito nel marzo 2011 dal programma di assistenza finanziaria precauzionale, anch'esso dell'UE-FMI, potrebbe altresì aver contribuito a ridurre le pressioni sul cambio. Nel periodo di riferimento il tasso di cambio del leu rispetto all'euro ha mostrato un grado di volatilità relativamente alto, seppur in media notevolmente inferiore rispetto ad altri paesi con obiettivo di inflazione della regione, mentre il differenziale fra i tassi di interesse a breve termine e l'Euribor a tre mesi è rimasto in media elevato negli ultimi due anni. Su un orizzonte temporale più lungo, nel marzo 2012 il tasso di cambio reale del leu si è collocato, sia in termini effettivi sia bilateralmente rispetto all'euro, su livelli prossimi alle relative medie storiche a dieci anni. Negli ultimi anni il saldo del conto corrente e del conto capitale della Romania ha evidenziato una notevole correzione. Dopo un progressivo incremento del disavanzo esterno tra il 2002 e il 2007, il disavanzo complessivo del conto corrente e del conto capitale è diminuito al -3,6 per cento del PIL nel 2009, situandosi al -4,2 per cento nel 2010 e al -4,1 per cento nel 2011. Questa variazione è principalmente riconducibile alla pronunciata riduzione del disavanzo del conto dei beni, sospinta soprattutto dalla vigorosa dinamica delle esportazioni e dalla moderata domanda interna. La posizione patrimoniale netta sull'estero ha registrato un notevole deterioramento, passando dal -21,2 per cento del PIL nel 2002 al -63,8 per cento nel 2010 e al -61,6 per cento nel 2011.

Nel periodo di riferimento (aprile 2011 - marzo 2012) i tassi di interesse a lungo termine della Romania si sono collocati in media al 7,3 per cento, ossia ampiamente al di sopra del valore di riferimento del 5,8 per cento fissato per il relativo criterio di convergenza. Negli ultimi anni hanno tendenzialmente oscillato attorno al 7 per cento con un margine di  $\pm 0,5$  punti percentuali, in quanto la persistenza dell'inflazione ha impedito una durevole tendenza al ribasso dei tassi di interesse nominali. Più di recente l'inflazione è calata notevolmente, consentendo alla banca centrale di ridurre i tassi di politica monetaria più rapidamente di prima. Ciò ha contribuito al lieve restringimento del differenziale di interesse a lungo termine tra la Romania e la media dell'area dell'euro. Alla fine del periodo di riferimento il tasso di interesse a lungo termine rumeno si è collocato al 6,5 per cento, un livello superiore di 2,4 punti percentuali nei confronti della media dell'area dell'euro (e di 4,0 punti percentuali rispetto al rendimento dei titoli dell'area con *rating* AAA).

La realizzazione di un contesto atto a favorire una convergenza sostenibile in Romania richiede, fra l'altro, una politica monetaria orientata alla stabilità e la rigorosa attuazione del programma di risanamento dei conti pubblici. Inoltre, il paese deve raccogliere le sfide più ampie che si presentano sul piano delle politiche economiche (per una descrizione dettagliata cfr. il capitolo 5).

La legislazione rumena non soddisfa tutti i requisiti relativi all'indipendenza della banca centrale, al divieto di finanziamento monetario e all'integrazione nell'Eurosistema sul piano giuridico. La Romania è uno Stato membro dell'UE con deroga ed è pertanto tenuta ad adempiere tutti gli obblighi di adeguamento legale previsti all'articolo 131 del Trattato.



#### 4.8 SVEZIA

Nel periodo di riferimento, compreso fra aprile 2011 e marzo 2012, il tasso medio di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC si è collocato in Svezia all'1,3 per cento, un livello ampiamente inferiore al valore di riferimento del 3,1 per cento fissato per il criterio della stabilità dei prezzi.

Un esame retrospettivo su un arco di tempo più lungo rivela che in Svezia l'inflazione è stata in generale contenuta, collocandosi in media all'1,8 per cento negli ultimi dieci anni, di riflesso alla credibilità della politica monetaria sostenuta dalla moderazione salariale e dalle avanzate condizioni economiche del paese. Nel 2011 l'inflazione si è situata in media d'anno all'1,4 per cento. Il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC ha occasionalmente deviato dal 2,0 per cento, rispecchiando l'evoluzione dei mercati internazionali delle materie prime e dei cambi, nonché un incremento delle retribuzioni discordante dall'andamento della produttività. Tuttavia, i periodi in cui l'inflazione si è allontanata dal 2,0 per cento sono stati sporadici e raramente si sono osservati scostamenti ampi. Per quanto riguarda gli andamenti recenti, nel corso del 2011 è proseguita la moderazione dell'inflazione misurata sullo IAPC, che è scesa a un minimo dello 0,4 per cento nel dicembre 2011, per poi aumentare all'inizio del 2012 e portarsi all'1,1 per cento nel marzo 2012. Sebbene i prezzi dei combustibili abbiano esercitato spinte al rialzo all'inizio del 2012, l'inflazione ha mantenuto una salda tendenza discendente. La reazione dell'inflazione ai forti aumenti dell'attività economica è stata moderata, per effetto di un graduale apprezzamento della corona svedese e dell'impatto ritardato dei passati incrementi del costo del lavoro per unità di prodotto.

Le ultime previsioni disponibili delle principali istituzioni internazionali indicano che nel 2012-2013 l'inflazione dovrebbe aumentare, collocandosi in un intervallo dell'1,1-2,5 per cento nel 2012 e dell'1,4-2,0 per cento nel 2013. I rischi al rialzo per l'inflazione sono connessi a una ripresa della domanda interna più vigorosa delle attese, mentre un possibile ulteriore apprezzamento della corona svedese rappresenta una fonte di rischi al ribasso. Inoltre, una potenziale correzione dei prezzi delle abitazioni potrebbe frenare la domanda interna e l'inflazione misurata sullo IAPC. Il fatto che il livello dei prezzi in Svezia sia ancora relativamente elevato rispetto alla media dell'area dell'euro suggerisce che una maggiore integrazione commerciale e un'accresciuta concorrenza potrebbero esercitare pressioni al ribasso sui prezzi.

La Svezia non è oggetto di una decisione del Consiglio dell'UE sull'esistenza di un disavanzo eccessivo. Nel 2011, anno di riferimento, il bilancio delle amministrazioni pubbliche ha registrato un avanzo pari allo 0,3 per cento del PIL, rispettando abbondantemente il valore di riferimento del 3 per cento stabilito per il disavanzo. Il rapporto fra debito pubblico e PIL si è collocato al 38,4 per cento, ampiamente al di sotto del valore di riferimento del 60 per cento. Per il 2012 la Commissione europea prevede che il saldo di bilancio si porti in territorio negativo, registrando un disavanzo dello 0,3 per cento del PIL, e che il rapporto debito/PIL diminuisca al 35,6 per cento. Negli anni a venire la Svezia dovrebbe continuare ad ancorare la sua strategia di risanamento di bilancio all'assetto per le finanze pubbliche basato su regole, che è stato sinora favorevole ai risultati conseguiti su questo fronte.

Nel periodo di riferimento di due anni la Svezia non ha partecipato agli AEC II, ma ha mantenuto un regime di cambio flessibile. La corona svedese si è apprezzata fortemente rispetto all'euro fino al marzo 2011, ha poi registrato un certo indebolimento e, dalla fine del 2011, ha nuovamente iniziato a rafforzarsi. Il tasso di cambio della corona rispetto all'euro ha evidenziato in media un alto grado di volatilità nel periodo di riferimento, mentre il differenziale fra i tassi di interesse a breve termine e l'Euribor a tre mesi è aumentato gradualmente, da -0,1 punti percentuali nel periodo di



tre mesi terminato nel giugno 2010 a 1,4 punti percentuali nei tre mesi fino al marzo 2012. Su un orizzonte temporale più lungo, nel marzo 2012 il tasso di cambio reale della corona si è collocato, sia in termini effettivi sia bilateralmente rispetto all'euro, su livelli prossimi alle relative medie storiche a dieci anni. Dal 2002 la Svezia ha mostrato un ampio avanzo complessivo del conto corrente e del conto capitale della bilancia dei pagamenti, pari in media al 7 per cento circa del PIL. La posizione patrimoniale netta sull'estero ha registrato un graduale miglioramento, passando dal -22,1 per cento del PIL nel 2002 al -8,5 per cento nel 2010 e al -6,8 per cento nel 2011.

Nel periodo di riferimento (aprile 2011 - marzo 2012) i tassi di interesse a lungo termine si sono collocati in media al 2,2 per cento, ossia ampiamente al di sotto del valore di riferimento del 5,8 per cento fissato per il relativo criterio di convergenza. Nell'arco di tempo considerato hanno raggiunto un livello storicamente basso, situandosi al 2,0 per cento alla fine del periodo di riferimento. Il differenziale fra il tasso di interesse a lungo termine svedese e quello medio dell'area dell'euro era diventato negativo già nel 2005, di riflesso a un calo dell'inflazione. Dalla metà del 2005 al 2007 il differenziale di rendimento rispetto alla media dell'area dell'euro è rimasto leggermente negativo. Più di recente, a partire dal 2008 si è ampliato, portandosi a -2,1 punti percentuali (-0,6 rispetto al rendimento dei titoli dell'area con *rating* AAA) alla fine del periodo di riferimento, in parte per effetto dell'elevato merito di credito percepito riguardo al paese e della forte domanda di attività in corone svedesi.

Preservare un contesto atto a favorire una convergenza sostenibile in Svezia richiede, fra l'altro, il mantenimento di una politica monetaria orientata alla stabilità dei prezzi e politiche di bilancio equilibrate nel medio termine. La Svezia inoltre deve far fronte a sfide più ampie sul piano delle politiche economiche (per una descrizione dettagliata cfr. il capitolo 5).

La legislazione svedese non soddisfa tutti i requisiti relativi all'indipendenza della banca centrale, al divieto di finanziamento monetario e all'integrazione nell'Eurosistema sul piano giuridico. La Svezia è uno Stato membro dell'UE con deroga ed è pertanto tenuta ad adempiere tutti gli obblighi di adeguamento legale previsti all'articolo 131 del Trattato. La BCE osserva inoltre che, ai sensi del Trattato, la Svezia ha l'obbligo fin dal 1° giugno 1998 di adottare disposizioni normative nazionali in vista dell'integrazione nell'Eurosistema. Le autorità svedesi non hanno ancora varato alcun provvedimento legislativo volto a sanare le incompatibilità descritte nel presente rapporto e in quelli pubblicati in precedenza.

