

Modifiche all'assetto operativo dell'Eurosistema per la conduzione della politica monetaria

Nel gennaio del 2003 il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di apportare due modifiche all'assetto operativo dell'Eurosistema per la conduzione della politica monetaria. In primo luogo, il calendario dei periodi di mantenimento della riserva obbligatoria sarà ridefinito in modo da far coincidere l'inizio di ciascun periodo con il giorno di regolamento dell'operazione di rifinanziamento principale (ORP) successiva alla riunione del Consiglio direttivo in cui è programmata la valutazione mensile dell'orientamento di politica monetaria. Le modifiche dei tassi di interesse applicabili alle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti avranno effetto in concomitanza con l'inizio del nuovo periodo di mantenimento. In secondo luogo, la durata delle ORP verrà ridotta da due a una settimana. In considerazione dei tempi necessari per gli adeguamenti d'ordine tecnico e giuridico, le misure adottate diverrebbero effettive da marzo del 2004.

Congiuntamente, queste due modifiche mirano a stabilizzare le condizioni in cui vengono presentate le richieste nelle ORP, neutralizzando gli effetti delle speculazioni degli operatori riguardo alle variazioni dei tassi di interesse all'interno di un periodo di mantenimento. Pertanto, nei periodi caratterizzati da aspettative di una diminuzione dei tassi, le modifiche concordate ridurranno fortemente le probabilità di una carenza di richieste in asta (underbidding). Inoltre, in quelli caratterizzati da attese di rialzo dei tassi, esse eviteranno che i tassi di mercato a brevissimo termine e i tassi d'asta nelle ORP a tasso variabile salgano significativamente al di sopra del tasso minimo di offerta, rimuovendo in questo modo ogni potenziale fonte di disturbo nella segnalazione dell'orientamento della politica monetaria. Esse dovrebbero inoltre evitare, nel caso delle aste a tasso fisso, che le aspettative di rialzo dei tassi inducano un eccesso di offerte (overbidding).

Questo articolo espone le motivazioni che hanno condotto all'adozione di queste modifiche e analizza diversi aspetti di natura più tecnica concernenti la loro attuazione.

I Introduzione

Il 23 gennaio 2003 il Consiglio direttivo della BCE ha deliberato alcune modifiche all'assetto operativo dell'Eurosistema per l'attuazione della politica monetaria. Queste modifiche, che avranno effetto da marzo del 2004, dovrebbero migliorare ulteriormente l'efficienza dell'assetto operativo e, in particolare, contribuire a stabilizzare il contesto in cui le istituzioni creditizie presentano le proprie offerte nelle ORP dell'Eurosistema. La finalità principale delle misure previste è evitare che durante il periodo di mantenimento le speculazioni riguardo alle variazioni dei tassi di interesse influiscano sulle condizioni del mercato monetario a brevissimo termine. In questa prospettiva, i cambiamenti concordati costituiranno un fattore importante per ridurre l'occasionale volatilità dei tassi di interesse a breve termine del mercato monetario evidenziata in passato.

Le modifiche adottate sono le seguenti:

- Il calendario dei periodi di mantenimento della riserva obbligatoria verrà ridefinito in modo

che questi ultimi inizino sempre nel giorno di regolamento della ORP successiva alla riunione del Consiglio direttivo in cui è programmata la valutazione mensile dell'orientamento di politica monetaria. Attualmente, i periodi di mantenimento iniziano il 24 di ogni mese e terminano il 23 di quello successivo, indipendentemente dalle date previste per le riunioni del Consiglio direttivo. Come misura complementare alla ridefinizione di tale calendario, è stato deciso che le variazioni del tasso di interesse applicato alle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti vengano attuate, di norma, in coincidenza con il primo giorno del periodo di mantenimento. Attualmente esse diventano effettive il giorno successivo alla riunione del Consiglio direttivo.

- La durata delle ORP sarà ridotta da due a una settimana. Insieme ai cambiamenti indicati nel punto precedente, questa ulteriore misura farà sì che le ORP non si estendano più su due periodi di mantenimento successivi.

Prima di deliberare l'adozione di questi interventi di modifica, la BCE ha condotto una procedura di consultazione al fine di raccogliere le opinioni delle istituzioni creditizie e dell'associazione bancaria europea riguardo a entrambe le misure menzionate, nonché riguardo alla proposta aggiuntiva concernente la possibile sospensione delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT). Nel corso della consultazione, svoltasi fra ottobre e novembre del 2002, hanno inviato il proprio contributo circa sessanta partecipanti, fra istituzioni creditizie e associazioni¹⁾. Mentre dai contributi trasmessi è emerso un appoggio generalizzato alle prime due misure, non ha ricevuto supporto la proposta aggiuntiva di sospendere le ORLT, contribuendo così alla decisione del Consiglio direttivo di non interrompere tali operazioni.

Scopo di questo articolo è approfondire le motivazioni alla base della revisione dell'assetto operativo della politica monetaria. Nella sezione 2 sono descritti i fattori che sottendono il comportamento in asta delle istituzioni creditizie nell'assetto attuale e come, in certe occasioni, l'instabilità di tale comportamento abbia determinato una eccessiva volatilità dei tassi di interesse a breve termine del mercato monetario, creando una fonte di disturbo nell'attuazione della politica monetaria. La sezione 3 esamina in che modo si prevede che le modifiche adottate contribuiranno a stabilizzare le condizioni in cui vengono presentate le richieste nelle aste delle ORP e analizza una serie di questioni più prettamente tecniche relative all'attuazione dei cambiamenti.

2 Gli episodi di squilibrio dell'andamento delle richieste in asta nell'assetto attuale e i fattori a essi sottostanti

In generale, la valutazione dell'assetto operativo per la conduzione della politica monetaria è positiva. Nell'area dell'euro la volatilità dei tassi a breve termine del mercato monetario è stata in media contenuta, sia rispetto ai mercati monetari nazionali europei prima del gennaio 1999, sia rispetto agli standard internazionali. A questo basso livello di volatilità ha contribuito l'uso del meccanismo di mobilitazione della riserva previsto dal regime di riserva obbligatoria dell'Eurosistema, grazie al quale la necessità di ricorrere alle operazioni di regolazione puntuale da parte della BCE è stata ridotta. Inoltre, le istituzioni creditizie si sono avvalse solo in misura limitata delle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti, il che indica un corretto funzionamento del mercato monetario. Il livello contenuto e pressoché stabile del differenziale fra il tasso delle operazioni di rifinanziamento principali della BCE e i tassi a breve termine del mercato monetario dimostra la capacità della BCE di manovrare i tassi a breve strettamente in linea con le proprie finalità. In ultimo, l'assetto operativo della BCE ha dato prova di robustezza in una serie di eventi di carattere straordinario (come il passaggio all'anno 2000 e gli attacchi terroristici dell'11 settembre 2001), mostrando un notevole grado di flessibilità per affrontare circostanze imprevedute.

L'assetto operativo della politica monetaria dell'Eurosistema ha registrato solo di rado momenti di lieve tensione. Tipicamente, essi sono emersi quando le forti aspettative di una modifica dei tassi d'interesse di riferimento della BCE hanno indotto una certa instabilità nel comportamento in asta delle istituzioni creditizie partecipanti alle ORP dell'Eurosistema. Questa instabilità si è tradotta, alternativamente, in una carenza ovvero in un eccesso di richieste in sede d'asta. Più precisamente, nel primo caso l'ammontare complessivo delle richieste presentate dalle istituzioni creditizie è inferiore al livello necessario per garantire il regolare adempimento dell'obbligo di riserva nell'intervallo fino all'aggiudicazione dell'ORP successiva. Dal 1999 si sono osservati in totale nove di questi episodi. Il fenomeno dell'eccesso di richieste si produce quando nelle ORP (che da gennaio 1999 a maggio 2000 sono state condotte mediante aste a tasso fisso) le istituzioni creditizie richiedono importi elevati, e talvolta in

1) Per informazioni più dettagliate sulla procedura di consultazione e per la decisione del Consiglio direttivo, si vedano il documento Sintesi dei commenti pervenuti sulle misure atte ad accrescere l'efficienza dell'assetto operativo per la conduzione della politica monetaria e il comunicato stampa della BCE Misure atte ad accrescere l'efficienza dell'assetto operativo per la conduzione della politica monetaria, pubblicati entrambi il 23 gennaio 2003 e reperibili sul sito Internet della BCE (www.ecb.int).

continua progressione, così che il rapporto fra l'ammontare aggiudicato e quello richiesto scende a livelli molto bassi. In questa sezione vengono esposti i fattori all'origine di questi squilibri e analizzati alcuni degli episodi più rilevanti.

Gli squilibri degli andamenti delle richieste in asta e i fattori a essi sottostanti

Le ORP della BCE svolgono una funzione chiave per controllare l'evoluzione dei tassi di interesse, regolare le condizioni di liquidità nel mercato e segnalare l'orientamento della politica monetaria. Attualmente, il tasso minimo di offerta nelle aste a tasso variabile ha il ruolo fondamentale di segnalare l'orientamento di politica monetaria, ruolo svolto in precedenza dal tasso applicato alle aste a tasso fisso²⁾. Nelle ORP, il comportamento in asta delle istituzioni creditizie è determinato da due fattori principali: il differenziale fra il tasso del mercato monetario a due settimane e il tasso minimo di offerta annunciato per l'asta a tasso variabile (ovvero il tasso d'asta fisso prima del giugno 2000), e il fabbisogno di liquidità delle istituzioni creditizie³⁾. In effetti, la presentazione delle richieste in asta prende in considerazione due componenti: una componente quantitativa (l'importo richiesto) e una di prezzo (il tasso d'interesse), che dipendono entrambe dal sistema d'asta utilizzato per le ORP. Normalmente il comportamento in asta dovrebbe far prevalere una situazione di equilibrio, che permetta una possibilità di arbitraggio fra il finanziamento diretto presso la banca centrale e quello sul mercato monetario. In caso di forti aspettative di una riduzione dei tassi di riferimento della BCE, il tasso minimo di offerta diverrebbe vincolante e le istituzioni creditizie avrebbero tendenza a rivedere al ribasso l'ammontare delle richieste, anziché ad adeguare i tassi di offerta. Di converso, le attese di un rialzo dei tassi di interesse potrebbero essere all'origine di ingenti richieste di fondi nelle aste a tasso fisso.

In aggiunta al ruolo fondamentale svolto dal tasso minimo di offerta (o dal tasso fisso) nel segnalare l'orientamento di politica monetaria, l'assetto operativo di quest'ultima presenta altre tre caratteristiche che concorrono a spiegare in che modo la sua attuale organizzazione influisce sui

tassi di interesse a breve termine e sul comportamento delle istituzioni creditizie nelle aste delle ORP: i) il regime di riserva obbligatoria, che prevede un meccanismo di mobilitazione della riserva e un periodo di mantenimento della riserva che inizia il 24 di ogni mese e termina il 23 del mese successivo; ii) la possibilità che i tassi di riferimento della BCE vengano modificati nel corso del periodo di mantenimento; iii) la durata di due settimane delle ORP settimanali.

Con riferimento a ciascuna di queste caratteristiche, gli elementi essenziali da considerare sono i seguenti. In primo luogo, il meccanismo di adempimento della riserva basato sulla media mensile implica che le riserve detenute in un dato giorno del periodo di mantenimento possano, in linea di principio, compensare quelle detenute in qualsiasi altro giorno dello stesso periodo. Esso pertanto consente alle istituzioni creditizie una certa flessibilità nella gestione giornaliera delle riserve all'interno del periodo. In secondo luogo, l'assetto attuale implica che una variazione dei tassi di riferimento della BCE possa aver luogo nel corso del periodo di mantenimento. In effetti, di regola, il Consiglio direttivo esamina l'orientamento di politica monetaria durante la prima delle due riunioni mensili che, avendo solitamente luogo il primo o il secondo giovedì del mese⁴⁾, non coincide con l'inizio del periodo di mantenimento. Le aspettative di una variazione dei tassi nel corso del periodo di mantenimento implicano che i tassi di interesse *overnight* possano discostarsi da quelli usati dalla BCE per segnalare l'orientamento di politica monetaria (tasso minimo di offerta o tasso d'asta fisso), anche se per la fine del periodo considerato sono attese condizioni di liquidità

2) *In merito al passaggio dalle aste a tasso fisso a quelle a tasso variabile con un tasso minimo di offerta, si vedano i comunicati stampa della BCE Monetary policy decisions dell'8 giugno 2000 e Switch to variable rate tenders in main refinancing operations: some technical details del 16 giugno 2000. Per ulteriori dettagli si veda l'articolo dal titolo Il passaggio alle aste a tasso variabile nelle operazioni di rifinanziamento principali nel numero di luglio 2000 del Bollettino mensile della BCE.*

3) *Si veda l'articolo dal titolo L'andamento delle richieste delle controparti nelle regolari operazioni di mercato aperto dell'Eurosistema nel numero di ottobre 2001 del Bollettino mensile della BCE.*

4) *L'8 novembre del 2001, il Consiglio direttivo ha annunciato che, come regola generale, avrebbe esaminato l'orientamento della politica monetaria della BCE e modificato i tassi unicamente nella sua prima riunione del mese.*

neutrali. Di fatto, i tassi di interesse *overnight* non dipendono unicamente dalle attese relative alla liquidità cumulata durante il periodo, come menzionato in precedenza, ma anche dalle aspettative sul livello dei tassi di riferimento della BCE. In terzo luogo, la scadenza a due settimane della ORP settimanale implica che almeno l'ultima ORP di ciascun periodo di mantenimento si estenda su quello successivo. Di conseguenza, non si può

escludere che, ove sia atteso un intervento sui tassi nel periodo di mantenimento successivo, ciò possa destabilizzare anche l'andamento delle richieste alla fine del periodo considerato; (il riquadro presenta una dettagliata disamina dell'interazione, nell'ambito dell'attuale assetto operativo, fra i tassi di riferimento della BCE, le condizioni di liquidità del sistema bancario e i tassi di mercato a breve termine).

Riquadro

Il tasso interbancario *overnight* sulle operazioni non garantite nell'area dell'euro

Un qualsiasi differenziale di rilievo fra il tasso fisso o il tasso minimo di offerta in asta e i tassi del mercato con scadenze comparabili influisce in misura sostanziale sul comportamento in asta delle istituzioni creditizie. Per comprendere la natura degli squilibri di tali comportamenti, è pertanto importante analizzare i fattori che spingono i tassi del mercato monetario a breve termine a scostarsi da quelli sulle operazioni di rifinanziamento principali. Il tasso di interesse *overnight*, che essendo quello a più breve scadenza si colloca nel punto iniziale della curva dei rendimenti, è altresì fondamentale, ad esempio, per determinare il livello del tasso a due settimane, che ha particolare rilevanza per l'andamento delle richieste nelle ORP. Scopo del presente riquadro è descrivere come l'assetto operativo dell'Eurosistema e, in particolare, i tassi d'interesse di riferimento e la gestione della liquidità della BCE influiscano sul tasso *overnight*. Al fine di chiarire l'argomentazione teorica, vengono fatte tre ipotesi standard relative al mercato monetario nell'area dell'euro:

1. Gli operatori di mercato sono neutrali nei confronti del rischio; inoltre, è per loro indifferente in quali giorni del periodo di mantenimento detenere effettivamente la riserva obbligatoria.
2. Il livello della riserva dovuta e l'offerta di liquidità da parte della banca centrale sono tali che, prima della chiusura del periodo di mantenimento, le istituzioni creditizie non vengono messe di fronte né alla probabilità di registrare uno scoperto, e quindi di dover ricorrere alle operazioni di rifinanziamento marginale, né a quella di soddisfare con anticipo l'obbligo di riserva per il rilevante periodo di mantenimento.
3. Non vi sono costi di transazione e i costi collegati all'uso delle garanzie sono trascurabili.

Sebbene in pratica queste ipotesi non siano interamente soddisfatte, la seguente analisi mostra che esse paiono fornire risultati alquanto realistici nel contesto dell'area dell'euro.

Insieme con il meccanismo di mobilitazione previsto dal regime di riserva dell'Eurosistema, le citate ipotesi implicano che, ai fini della detenzione delle riserve, le istituzioni creditizie considerano i diversi giorni del periodo di mantenimento come sostituti perfetti. Pertanto, il prezzo sulle riserve, ossia il tasso *overnight* (r_t), dovrebbe essere pari, in qualunque giorno del periodo, al tasso *overnight* atteso per ogni giorno successivo dello stesso periodo, compreso l'ultimo (T). Se così non fosse, le istituzioni creditizie avrebbero la possibilità di effettuare arbitraggi intertemporali. In effetti, se il tasso *overnight* in un dato giorno è maggiore (minore) del livello atteso nel giorno T , le istituzioni creditizie venderebbero (acquisterebbero) fondi sul mercato *overnight*, realizzando così il profitto risultante dal differenziale fra il tasso attuale e il tasso futuro atteso.

A sua volta, il tasso *overnight* atteso nel giorno T rispecchia le aspettative degli operatori sulle condizioni di liquidità (e quindi sul "costo marginale di detenere liquidità") in quella data. Se nel giorno T si registra un surplus cumulato di liquidità, ossia il mercato è caratterizzato da una liquidità superiore a quella necessaria alle istituzioni

credizie per ottemperare ai propri obblighi di riserva (la condizione di liquidità è ampia o *loose*), i tassi d'interesse caleranno, approssimandosi al tasso applicato ai depositi presso la banca centrale (r_T^D), il quale corrisponderà al costo marginale della liquidità. Per contro, se il mercato è caratterizzato da una scarsa liquidità (la condizione di liquidità è scarsa o *tight*) un disavanzo di liquidità necessita del ricorso alle operazioni di rifinanziamento marginale, i tassi di interesse tenderanno a salire verso il tasso applicato a queste ultime (r_T^M), il quale rappresenterà il costo marginale della liquidità. In sintesi, sulla base delle citate ipotesi, r_t dipende dalle attese sui tassi applicati alle operazioni su iniziativa delle controparti il giorno T, nonché dalle aspettative sui livelli di liquidità cumulati durante il relativo periodo di mantenimento, laddove queste ultime determinano le probabilità (P) che il costo marginale della liquidità nel giorno T sia pari, alternativamente, a quello sui depositi presso la banca centrale (P^{loose}) o a quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale (P^{tight}):

$$\text{Equazione 1: } r_t = E_t(r_T) = E_t(r_T^M) \cdot P^{tight} + E_t(r_T^D) \cdot P^{loose}$$

dove E_t è un indicatore delle aspettative. Tenendo conto che, da aprile 1999, l'ampiezza del corridoio formato dai tassi applicati alle operazioni su iniziativa delle controparti dell'Eurosistema è stata pari a due punti percentuali, collocandosi simmetricamente intorno al tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale (r_T^{mro}), ossia al tasso fisso o al tasso minimo di offerta nelle ORP, l'equazione 2 può essere riformulata come segue:

$$\text{Equazione 2: } r_t = E_t(r_T) = E_t(r_T^{mro} + 1) \cdot P^{tight} + E_t(r_T^{mro} - 1) \cdot P^{loose} = E_t(r_T^{mro}) + P^{tight} - P^{loose}$$

Ciò mostra che il tasso *overnight* dovrebbe sempre rispecchiare il livello atteso del tasso di rifinanziamento principale alla fine del periodo di mantenimento della riserva, più la differenza fra le probabilità che il periodo termini con condizioni di liquidità scarse o ampie. Più in dettaglio, se gli operatori considerano neutrali i livelli di liquidità cumulati, nel senso che entrambe le probabilità sono pari a 0,5, e se, al tempo stesso, non è attesa una variazione dei tassi di riferimento della BCE fino alla fine del periodo di mantenimento, il differenziale *overnight*, ossia la differenza tra r_t e r_T^{mro} , dovrebbe essere pari zero.

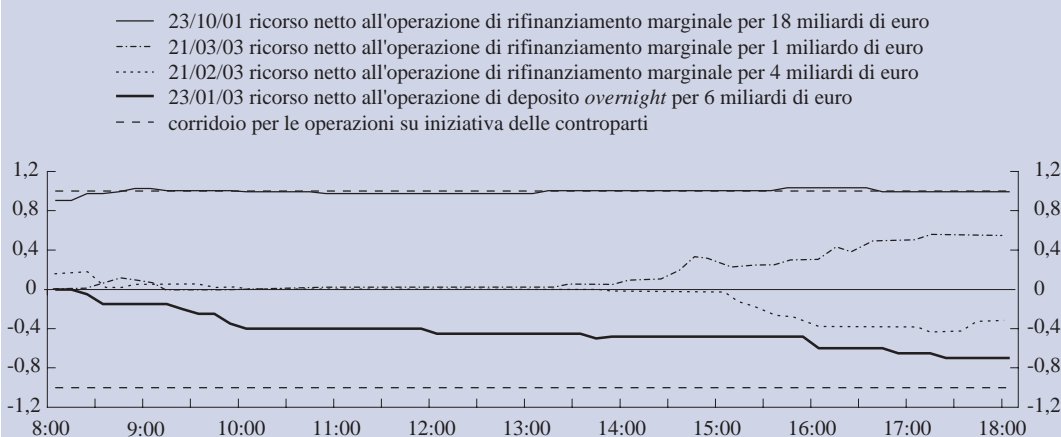
Benché le attese del mercato riguardo alle condizioni di liquidità non possano essere direttamente influenzate, si può assumere che, in condizioni normali, gli operatori si siano aspettati generalmente che la BCE compensasse l'eventuale sbilancio di liquidità nell'ultima ORP del periodo di mantenimento. Per contro, essi non hanno in genere manifestato tale aspettativa dopo l'ultima ORP. Ciò implica che solitamente le percezioni del mercato circa condizioni di liquidità non neutrali sono prevalse unicamente dopo l'ultima ORP del periodo di mantenimento – in particolare l'ultimo giorno – oppure dopo un episodio di carenza di richieste in asta. Di conseguenza, il differenziale *overnight* è stato solitamente più volatile durante questi periodi di quanto non lo sia stato nell'intervallo compreso fra l'inizio del periodo di mantenimento e l'aggiudicazione dell'ultima ORP (o l'episodio di carenza di richieste). Pertanto, al fine di valutare la rilevanza delle aspettative concernenti le condizioni di liquidità, viene considerato l'andamento infragiornaliero del differenziale tra il tasso di interesse *overnight* e il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali (ossia il differenziale *overnight*) nell'ultimo giorno del periodo di mantenimento.

Nell'ultimo giorno del periodo di mantenimento le attese di variazione dei tassi di interesse non hanno più rilevanza per il periodo stesso e le condizioni di liquidità non possono più essere influenzate tramite le regolari operazioni di mercato aperto. Dalla figura A si evince che, tipicamente, il tasso *overnight* si approssima, almeno in parte, al tasso relativo a una delle due operazioni attivabili su iniziativa delle controparti verso la fine dell'ultimo giorno del periodo di mantenimento, allorché il mercato realizza, con un crescente grado di convinzione, che le condizioni di liquidità cumulate sono scarse o ampie. In linea di principio, quanto più ampio è lo sbilancio di liquidità cumulato (misurato dal ricorso netto a una delle operazioni su iniziativa delle controparti), tanto più rapidamente il mercato intuirà le condizioni di liquidità prevalenti, e, di conseguenza, tanto più veloce sarà la variazione del tasso *overnight*. Ad esempio, il 23 ottobre 2001, giorno in cui si è registrato un ricorso relativamente ampio (18 miliardi di euro) alle

operazioni di rifinanziamento marginale, il tasso *overnight* si era già collocato su livelli prossimi al tasso applicato a queste operazioni prima dell'ultimo giorno del periodo di mantenimento. Per contro, il 21 marzo 2003, quando il disavanzo cumulato è ammontato a solo 1 miliardo di euro, esso è variato soltanto verso la fine della giornata.

Figura A: Differenziale tra il tasso *overnight* e il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali della BCE nell'ultimo giorno dei quattro periodi ¹⁾

(asse delle ascisse: tempo; asse delle ordinate: differenziale overnight in punti percentuali)



Fonti: BCE e Reuters.

1) I quattro periodi di mantenimento sono stati selezionati sulla base delle condizioni di liquidità prevalenti nell'ultimo giorno del periodo, come quantificate dal ricorso netto alle operazioni su iniziativa delle controparti in quel giorno. Per i due periodi di mantenimento selezionati che terminano nella giornata di venerdì (21 febbraio e 21 marzo 2003), viene indicato il ricorso netto accumulato da venerdì e domenica.

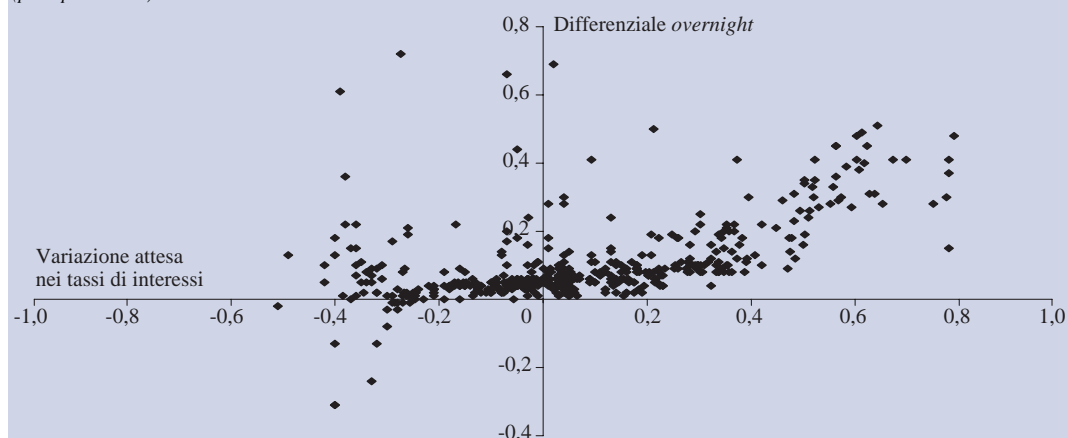
Come già rilevato, il tasso *overnight* dovrebbe altresì dipendere dalle aspettative concernenti i tassi di riferimento della BCE. Sebbene queste non siano direttamente osservabili, è possibile porre in relazione le aspettative sui tassi di interesse prevalenti e i tassi a termine. Nella figura B il differenziale fra il tasso a termine a un mese con decorrenza un mese e il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali (ossia il differenziale a termine) è impiegato per quantificare le aspettative di variazione dei tassi di interesse.

La figura B conferma che sussiste un'effettiva correlazione fra le attese di variazione dei tassi e il livello del differenziale fra il tasso *overnight* e il tasso di rifinanziamento principale (ossia il differenziale *overnight*). Tuttavia, come illustrato nel riquadro superiore destro della figura, questa correlazione è osservabile principalmente quando le attese sono di un rialzo dei tassi, vale a dire quando il differenziale a termine è positivo. La correlazione piuttosto debole fra le aspettative di una riduzione dei tassi e il differenziale *overnight* (parte sinistra della figura B) va probabilmente ricondotta al rischio di una carenza di richieste in asta, che potrebbe determinare condizioni di scarsa liquidità. La spinta al rialzo esercitata da queste ultime sul differenziale sembra aver compensato nella maggioranza dei casi le pressioni al ribasso connesse con le aspettative di una diminuzione dei tassi di interesse.

Infine, è altresì interessante esaminare se le condizioni di liquidità prevalenti prima della fine del periodo di mantenimento influiscono sul tasso *overnight*. Ove le tre ipotesi formulate non siano troppo restrittive per l'area dell'euro, le fluttuazioni giornaliere dei fattori autonomi registrate prima dell'ultima ORP del periodo di mantenimento non dovrebbero determinare significative variazioni del tasso *overnight*. In effetti, qualora venissero osservate covariazioni di questo tipo, ciò indicherebbe che gli operatori di mercato richiedono un premio per sostituire le riserve correntemente detenute con riserve future (e viceversa). Tuttavia, come mostra la figura C, un aumento (diminuzione) della liquidità giornaliera riconducibile alla variazione dei fattori autonomi non ha condotto finora sistematicamente a un movimento parallelo del differenziale *overnight*, suggerendo che le ipotesi possano risultare

Figura B: Relazione tra la variazione attesa nei tassi di interesse¹⁾ e il differenziale overnight²⁾ (aprile 1999-giugno 2003)³⁾

(punti percentuali)



Fonti: BCE e Reuters.

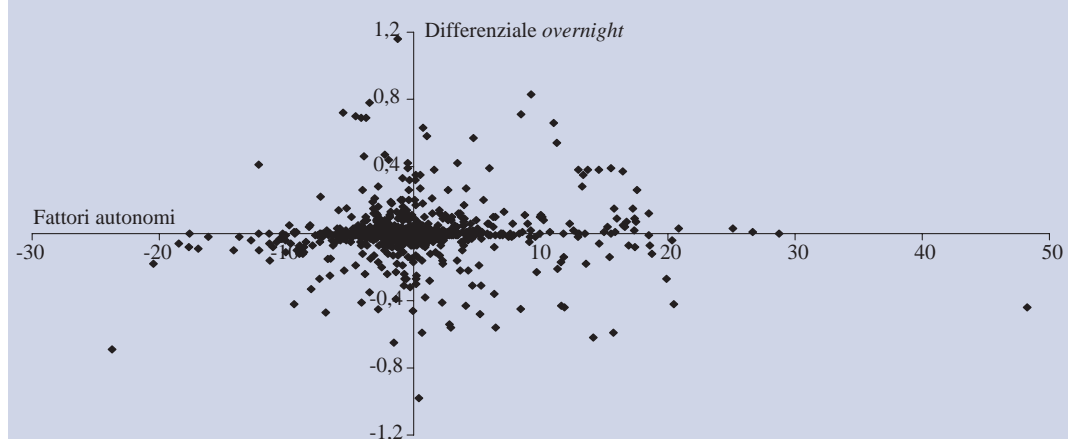
- 1) Differenziale tra il tasso forward con decorrenza un mese e il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali della BCE.
- 2) Differenziale tra il tasso EONIA e il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali della BCE.
- 3) Includendo solo quei giorni in cui si è avuta, in un momento successivo dello stesso periodo di mantenimento, almeno una riunione del Consiglio direttivo in cui era prevista una conferenza stampa.

realistiche nel contesto dell'area dell'euro. Questo non significa che la disponibilità degli operatori a sostituire nella pratica le riserve correnti con riserve future non abbia limiti. Ad esempio, il cumularsi di ingenti disavanzi di riserve durante diversi giorni, come quello che ha seguito l'episodio di carenza di richieste a marzo 2003, potrebbe tradursi in un aumento del differenziale *overnight*, indipendentemente dalle condizioni di liquidità cumulate alla fine del periodo di mantenimento.

In conclusione, con questa analisi si è inteso mostrare che esistono due fattori principali che influiscono sul livello del tasso *overnight*; essi sono: le condizioni di liquidità attese alla fine del periodo di mantenimento e le aspettative su future modifiche di politica monetaria. Allo stesso tempo, in passato le fluttuazioni giornaliere della liquidità prima dell'ultima asta del periodo di mantenimento non hanno avuto un impatto significativo sul tasso *overnight*.

Figura C: Variazioni giornaliere dei fattori autonomi e del differenziale overnight¹⁾ (aprile 1999-giugno 2003)

(asse delle ascisse: miliardi di euro; asse delle ordinate: punti percentuali)



Fonti: BCE e Reuters.

- 1) Variazioni giornaliere del differenziale tra il tasso EONIA e il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali della BCE (in punti percentuali).

L'effetto combinato dei tre elementi sopra descritti, unitamente alla presenza del tasso minimo di offerta (o tasso d'asta fisso), fa sì che le aspettative di una variazione dei tassi di riferimento della BCE nel corso di uno o persino di due periodi di mantenimento acquisiscano particolare rilevanza per le istituzioni creditizie nella preparazione delle loro richieste in asta. In effetti, le attese di una modifica dei tassi nel corso di un periodo di mantenimento hanno fatto emergere, di norma, un differenziale (positivo o negativo) fra il tasso applicato alle operazioni di rifinanziamento principali e i corrispondenti tassi del mercato monetario; per le istituzioni creditizie ciò ha potuto rappresentare un'opportunità di arbitraggio, ovvero un disincentivo a partecipare all'ORP. Di conseguenza, in talune occasioni, esse hanno presentato nelle ORP un ammontare di richieste molto basso (*underbidding*) o molto ampio (*overbidding*; questo fenomeno si è avuto unicamente nelle aste a tasso fisso).

Generalmente gli episodi di carenza di richieste si sono verificati quando i tassi del mercato monetario a breve termine erano inferiori al tasso minimo di offerta applicato alla ORP, inducendo un'insufficiente richiesta di fondi immediatamente prima della riunione in cui il Consiglio direttivo avrebbe valutato l'orientamento di politica monetaria. Ciò ha a sua volta creato condizioni di scarsa liquidità, cui si è probabilmente accompagnata anche una relativa incertezza sul mercato riguardo ai livelli di liquidità nel resto del periodo di mantenimento (cfr. il riquadro). L'insufficiente liquidità ha teso a sospingere al rialzo i tassi di interesse a breve termine e si è registrato un aumento della volatilità di quelli a brevissimo termine (*overnight*). Inoltre, nei casi in cui i tassi di riferimento della BCE sono stati abbassati, il temporaneo rialzo del tasso *overnight*, associato alla carenza di richieste in asta, ha creato, almeno temporaneamente, una fonte di disturbo nella segnalazione dell'orientamento di politica monetaria.

Al contrario, gli episodi di eccesso di richieste nelle aste a tasso fisso sono stati osservati quando, a causa di attese di un rialzo dei tassi di interesse, i tassi del mercato monetario a breve termine erano su livelli nettamente superiori al tasso d'asta fisso; questo fenomeno è stato frequente

nella seconda metà del 1999 e nella prima metà del 2000. Di conseguenza, nel giugno 2000 la BCE ha deciso di sospendere le aste a tasso fisso e di condurre le ORP mediante procedure d'asta a tasso variabile con un tasso minimo di offerta. Dall'introduzione di questo regime non si sono verificati altri casi di eccesso di richieste.

Episodi di squilibrio dell'andamento delle richieste in asta

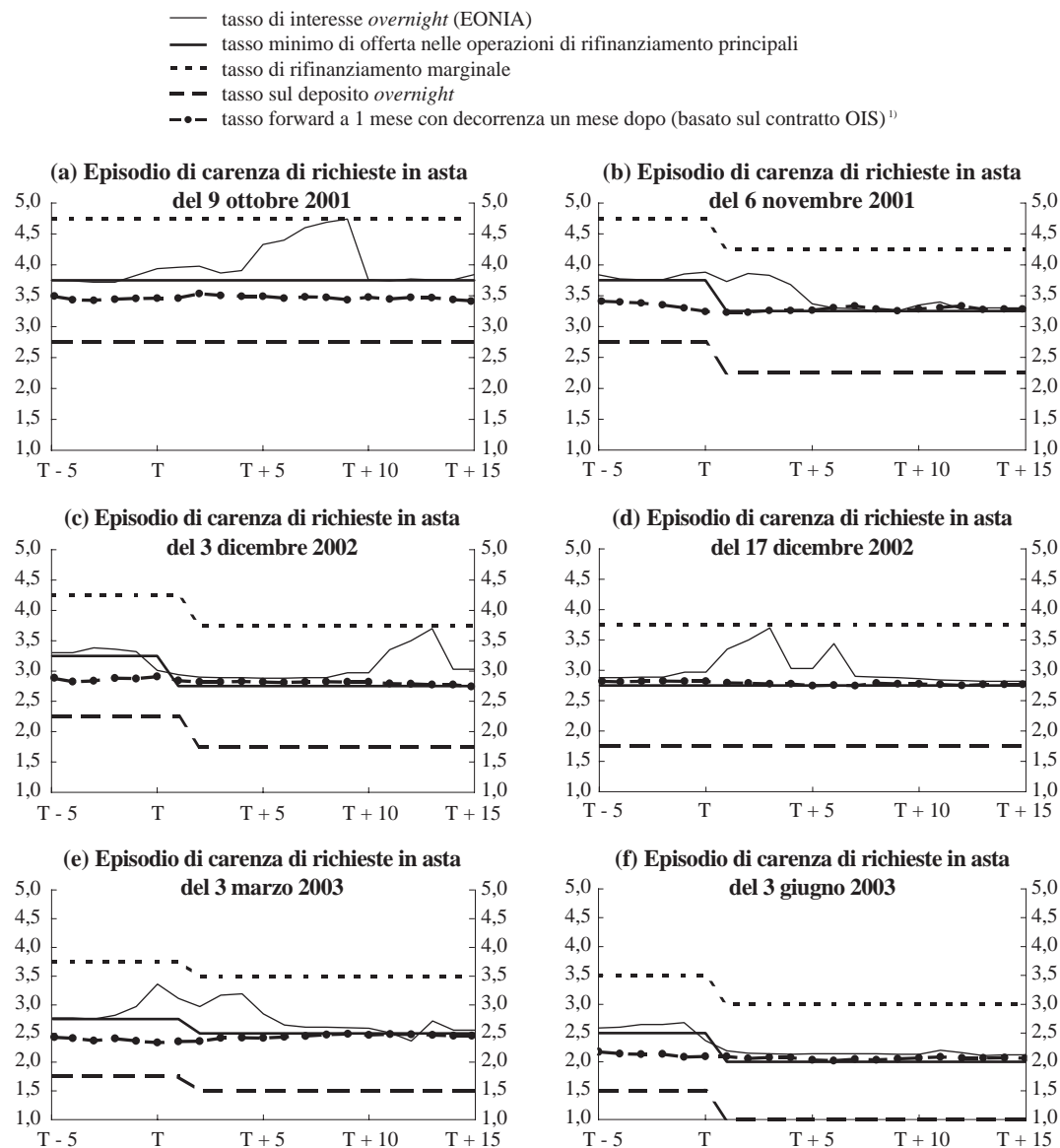
Dal 1999 l'Eurosistema ha registrato nove episodi di carenza di richieste in asta. In tutti gli episodi eccetto uno l'insufficienza delle richieste è riconducibile alle forti aspettative di un'imminente diminuzione dei tassi di riferimento della BCE, che in cinque casi si sono peraltro verificate. In diverse occasioni, la carenza di richieste in una ORP è stata bilanciata dalle aggiudicazioni nelle restanti ORP del periodo di mantenimento, il che significa che nella settimana successiva all'episodio di carenza di richieste le istituzioni creditizie non hanno potuto compensare interamente l'inadeguato rispetto dell'obbligo di riserva. Le banche hanno corso il rischio di non disporre di sufficiente liquidità alla fine del periodo e hanno dovuto fare ricorso alle operazioni di rifinanziamento marginale. Tutti gli episodi di carenze di richieste hanno innescato una significativa volatilità temporanea dei tassi del mercato monetario a breve termine, come mostra la successiva figura, che illustra i sei episodi più recenti di carenza di richieste in asta evidenziandone le caratteristiche specifiche (si veda anche la tavola I per tutti gli episodi di carenza di richieste).

L'episodio di carenza di richieste in asta del 9 ottobre 2001 si è prodotto in un contesto caratterizzato dalle aspettative di una riduzione dei tassi d'interesse di riferimento della BCE, come indicato dal livello del tasso a termine a un mese con decorrenza un mese, sceso al di sotto del tasso minimo di offerta (cfr. quadro (a) della figura). Poiché il risultante disavanzo di liquidità accumulatosi nella settimana successiva è stato solo parzialmente compensato dagli importi relativamente elevati aggiudicati nella seguente OPR, le istituzioni creditizie hanno dovuto fare ricorso in misura sostanziale alle operazioni di rifinanziamento marginale per poter ottemperare ai loro obblighi di riserva. Il tasso *overnight* ha subito

Figura

Tassi *overnight*, tassi di riferimento della BCE e relativi differenziali nei sei più recenti episodi di carenza di richieste in asta

(percentuali; tempo in giorni relativi alle date di regolamento T)



Fonte: BCE.

1) Il tasso forward è derivato dall'*overnight indexed swap* (OIS) sul tasso EONIA, in cui una componente di interessi a tasso fisso viene scambiata con una componente a tasso variabile risultante dall'applicazione del tasso EONIA composto.

notevoli pressioni al rialzo fino alla fine del periodo di mantenimento, approssimandosi al tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale.

Nell'episodio del 6 novembre 2001, nonostante la carenza di richieste in asta, le istituzioni creditizie non hanno dovuto utilizzare le operazioni di rifinanziamento marginale per adempiere all'obbligo di riserva, grazie soprattutto agli importi

aggiudicati nel resto del periodo di mantenimento e ad altri canali di liquidità. Il tasso *overnight*, che aveva evidenziato un incremento il giorno dell'annuncio dell'ORP (T-2 nel quadro (b) della figura), si è riportato pochi giorni dopo sui livelli del tasso minimo di offerta. Al contrario, nell'episodio del 3 marzo 2003, dopo l'annuncio della carenza di richieste per 42 miliardi di euro, il disavanzo di riserve accumulatosi è stato

ingente. Il tasso *overnight* si è mantenuto al di sopra del precedente tasso minimo di offerta, anche dopo il concretizzarsi dell'attesa riduzione dei tassi di interesse (cfr. quadri (c) e (d) della figura). Al fine di facilitare la gestione della liquidità senza che le due ORP in essere presentassero una notevole differenza di importo la BCE ha deciso di condurre un'operazione aggiuntiva con scadenza a una settimana, parallelamente alla regolare ORP. In seguito, le condizioni di liquidità sono state valutate soddisfacenti e il ricorso netto alle operazioni di rifinanziamento marginale da parte delle istituzioni creditizie è stato contenuto.

Gli episodi di carenza delle richieste del 3 e del 17 dicembre 2002 sono da analizzare congiuntamente, poiché hanno entrambi inciso sulle condizioni di liquidità nello stesso periodo di mantenimento. Mentre l'episodio del 3 dicembre si è inserito in un contesto di aspettative di riduzione dei tassi d'interesse, comportando uno scostamento negativo alquanto marginale rispetto all'ammontare da aggiudicare, quello del 17 dicembre è parso atipico, in quanto non sembra essere connesso ad attese di una diminuzione dei tassi (cfr. quadri (c) e (d) della figura). Di

fatto, il differenziale fra il tasso *swap* a due settimane e il tasso d'asta era positivo al momento della presentazione delle richieste (cfr. tavola I). L'evidenza aneddotica suggerisce che la carenza di richieste nella seconda asta è ascrivibile alla riluttanza delle istituzioni creditizie a partecipare a una ORP con scadenza il 31 dicembre, considerata una data di regolamento particolarmente poco appetibile. Questo episodio è parso ancora più atipico se si considera che ha coinciso con l'ultima ORP del periodo di mantenimento, e che pertanto non sarebbe stato possibile compensare l'eventuale disavanzo di liquidità prima della fine del periodo, a meno di condurre un'operazione di regolazione puntuale di iniezione di liquidità. In realtà, in questo caso specifico, la BCE ha condotto un'operazione di questo tipo il giorno di regolamento dell'ORP caratterizzata dall'insufficiente richiesta di fondi, nell'intento di ridurre il fabbisogno di liquidità. L'importo aggiudicato ha rappresentato un punto di equilibrio tra l'obiettivo della BCE di ristabilire condizioni normali di liquidità e quello di mantenere al contempo gli incentivi per le istituzioni creditizie a presentare richieste sufficienti nelle ORP.

Tavola I

Episodi di carenza di richieste in asta

(miliardi di euro)

Data di aggiudicazione della ORP	Importo delle richieste in asta (= importo effettivamente aggiudicato)	Importo di aggiudicazione necessario all'ordinato adempimento degli obblighi di riserva ¹⁾	Ammontare delle carenze di richiesta in asta	Differenziale tra il tasso <i>swap</i> a due settimane e il tasso di asta (in punti base) ²⁾	Numero di giorni compreso tra la data di regolamento e la fine del periodo di mantenimento	Ricorso netto totale all'operazione di rifinanziamento marginale ³⁾	Numero di ORP dopo l'episodio di carenza di richieste in asta fino alla fine del periodo di mantenimento
06/04/99	67	96	29		16	11,35	2
13/02/01	65	88	23	-1	9	71,71	1
10/04/01	25	53	28	-7	12	61,40	1
09/10/01	61	79	18	-3	13	24,73	1
06/11/01	38	66	28	-9	16	-2,74	2
03/12/02	112	116	4	-14	19	25,08	2
17/12/02	104	118	14	22	5	21,82	0
03/03/03	54	97	43	-4	19	1,89	2
03/06/03	72	92	20	-12	19	5,22	2

Fonte: BCE.

- 1) Il volume di aggiudicazione benchmark è calcolato sulla base del fabbisogno di liquidità del sistema bancario derivante dai fattori autonomi e dall'obbligo di riserva nel periodo di mantenimento (cfr. l'articolo La gestione della liquidità da parte della BCE nel Bollettino mensile della BCE – maggio 2002).
- 2) Differenziale tra il tasso a due settimane rilevato alle 9,15 del giorno di aggiudicazione e il tasso di riferimento della BCE (tasso fisso o tasso minimo).
- 3) Ricorso totale netto alle operazioni di rifinanziamento marginale nel periodo compreso tra l'ORP e la fine del periodo di mantenimento.

Più di recente, infine, un episodio di carenza delle richieste si è avuto il 3 giugno 2003, in presenza ancora una volta di forti attese di riduzione dei tassi, come indicato dal livello del tasso a termine a un mese con decorrenza un mese rispetto a quello del tasso minimo di offerta della BCE (cfr. quadro (f) della figura). Tuttavia, poiché l'insufficienza delle richieste è risultata meno significativa di quanto inizialmente atteso, i tassi *overnight* sono ridiscesi dopo l'annuncio dei risultati d'asta. Se si esclude l'ultimissima parte del periodo di mantenimento, il tasso *overnight* ha mostrato un profilo simile a quello osservato nell'episodio di carenza delle richieste del 3 dicembre 2002.

Nel complesso questi episodi mostrano che l'Eurosistema non dispone di strumenti atti a evitare le tensioni occasionali che si configurano nell'attuale assetto operativo. Da una parte, la BCE non può compensare immediatamente le carenze di liquidità originate dalle speculazioni degli operatori sui tassi di interesse e deve mantenere gli incentivi per le controparti a presentare richieste in asta. Dall'altra, la conseguente volatilità temporanea dei tassi del mercato monetario rappresenta un effetto indesiderabile.

Per quanto concerne i casi di eccesso delle richieste in asta, numerosi episodi si sono verificati

fra la metà del 1999 e la metà del 2000, ossia quando l'Eurosistema conduceva le ORP mediante una procedura d'asta a tasso fisso, in concomitanza con forti aspettative di un innalzamento dei tassi di interesse. In quel periodo la percentuale di riparto ha raggiunto livelli estremamente bassi, scendendo allo 0,87 per cento il 31 maggio 2000. Oltre a mostrare una tendenza generale alla diminuzione, questo rapporto è stato volatile, rendendo difficile per i partecipanti alle ORP prevedere l'ammontare di liquidità che avrebbero effettivamente ricevuto. Nel periodo caratterizzato dagli eccessi di richieste, durante il quale i tassi di mercato corrispondenti hanno teso a collocarsi al di sopra del tasso d'asta fisso, le istituzioni creditizie hanno avuto difficoltà ad anticipare con precisione l'alquanto volatile percentuale di riparto e, di conseguenza, hanno dovuto far fronte al rischio di ricevere in asta un ammontare di liquidità significativamente superiore o inferiore a quello desiderato. È inoltre molto probabile che a talune istituzioni creditizie non piacesse l'idea di presentare richieste per importi superiori all'ammontare delle garanzie di cui disponevano. Dato che il sistema a tasso fisso non consentiva di risolvere tali questioni, la BCE è stata spinta ad adottare la procedura d'asta a tasso variabile.

3 Le modifiche all'assetto operativo e la loro attuazione

Come già menzionato, per effetto delle modifiche all'assetto operativo della politica monetaria decise dal Consiglio direttivo, in futuro l'inizio del periodo di mantenimento coinciderà con l'applicazione delle variazioni dei tassi d'interesse di riferimento della BCE. Ciò permetterà inoltre di evitare che una ORP si estenda nel periodo di mantenimento successivo. Questa sezione richiama brevemente come queste misure, annullando gli effetti delle aspettative di variazioni dei tassi di interesse, dovrebbero contribuire a stabilizzare le condizioni di partecipazione nelle ORP. Vengono inoltre presentati alcuni aspetti di natura più tecnica relativi alla loro attuazione.

Le modifiche all'assetto operativo

La relazione diretta fra l'inizio del periodo di mantenimento, da un lato, e l'attuazione delle

decisioni di modifica dei tassi, dall'altro, contribuirà a eliminare le aspettative che queste ultime si realizzino nel rilevante periodo di mantenimento. Normalmente perciò tali aspettative non incideranno più sul tasso *overnight* nel corso del periodo di mantenimento. Di conseguenza, considerato il profilo generalmente neutrale della gestione della liquidità della BCE, il tasso *overnight* tenderà a mantenersi prossimo al tasso minimo di offerta⁵⁾, il che dovrebbe evitare in definitiva che considerazioni di carattere speculativo alterino le richieste presentate dalle istituzioni creditizie nelle ORP. Inoltre, si dovrebbe impedire che gli effetti connessi alle aspettative

5) Per un esame più approfondito di questo argomento, si veda l'articolo dal titolo La gestione della liquidità da parte della BCE nel numero di maggio 2002 del Bollettino mensile della BCE.

sui tassi e alle condizioni di liquidità si trasmettano su più periodi di mantenimento.

In sintesi queste misure: i) riducono le probabilità di una carenza di richieste nei periodi caratterizzati da aspettative di una diminuzione dei tassi d'interesse e ii) evitano gli eccessi di richieste in quelli caratterizzati da attese di incremento dei tassi, nel caso di aste a tasso fisso. Queste misure impediranno altresì ai tassi di mercato a breve termine e ai tassi d'asta delle ORP di portarsi su livelli significativamente superiori a quelli del tasso minimo di offerta delle aste a tasso variabile, eliminando una potenziale fonte di disturbo nella segnalazione dell'orientamento di politica monetaria.

Gli aspetti relativi all'attuazione

Sul piano pratico, l'attuazione delle modifiche previste influirà su diverse altre caratteristiche dell'attuale assetto operativo dell'Eurosistema. Queste caratteristiche vengono illustrate nei paragrafi seguenti, insieme ai tempi previsti per la progressiva implementazione delle modifiche e al nuovo calendario delle ORLT.

Le date di inizio e di fine del periodo di mantenimento della riserva obbligatoria non coincideranno più con giorni di calendario fissi, ma varieranno nell'arco dell'anno, mentre il calendario

delle aste dipenderà da quello delle riunioni del Consiglio direttivo. Inoltre, la durata del periodo di mantenimento sarà variabile, e non più di un mese solare. Nel 2004, ad esempio, essa sarà compresa fra 28 e 46 giorni (cfr. tavola 2). A questo riguardo va notato che nel 1999 le istituzioni creditizie hanno già sperimentato un periodo di mantenimento particolarmente lungo, il primo dell'Unione economica e monetaria, durato 54 giorni.

Vanno altresì menzionati due ulteriori effetti di questa ridefinizione dei periodi di mantenimento. Il primo è che esso avrà sempre inizio in una giornata di operatività del sistema di pagamento Target, poiché il regolamento delle ORP avviene necessariamente in un suo giorno di apertura. Al tempo stesso, l'eventualità che il periodo di mantenimento termini in un giorno di chiusura di Target si presenterà di rado, poiché ciò potrebbe avvenire solo se la ORP è regolata subito dopo un giorno di non operatività, il che implica un calendario molto atipico. Inoltre, i periodi di mantenimento non inizieranno più e termineranno solo raramente durante il fine settimana, eliminando in pratica l'episodico verificarsi di periodi che iniziano o finiscono in concomitanza con dei giorni in cui le riserve detenute dalle istituzioni creditizie o il loro ricorso alle operazioni su iniziativa delle controparti non possono essere adeguati. Secondariamente, l'ultima ORP

Tavola 2

Periodi di mantenimento per il 2004 – calendario indicativo

Data della pertinente riunione del Consiglio direttivo	Inizio del periodo di mantenimento	Fine del periodo di mantenimento	Aggregato soggetto per le controparti che effettuano la segnalazione mensilmente	Aggregato soggetto per le controparti che effettuano la segnalazione trimestralmente	Durata del periodo di mantenimento
–	24 gennaio 2004	9 marzo 2004	dicembre 2003	settembre 2003	46
4 marzo 2004	10 marzo 2004	6 aprile 2004	gennaio 2004	dicembre 2003	28
1 aprile 2004	7 aprile 2004	11 maggio 2004	febbraio 2004	dicembre 2003	35
6 maggio 2004	12 maggio 2004	8 giugno 2004	marzo 2004	dicembre 2003	28
3 giugno 2004	9 giugno 2004	6 luglio 2004	aprile 2004	marzo 2004	28
1 luglio 2004	7 luglio 2004	10 agosto 2004	maggio 2004	marzo 2004	35
5 agosto 2004	11 agosto 2004	7 settembre 2004	giugno 2004	marzo 2004	28
2 settembre 2004	8 settembre 2004	11 ottobre 2004	luglio 2004	giugno 2004	34
7 ottobre 2004	12 ottobre 2004	8 novembre 2004	agosto 2004	giugno 2004	28
4 novembre 2004	9 novembre 2004	7 dicembre 2004	settembre 2004	giugno 2004	29
2 dicembre 2004	8 dicembre 2004	19 gennaio 2005	ottobre 2004	settembre 2004	43

del periodo di mantenimento verrà sempre regolata sei giorni prima della fine del periodo stesso, il che rappresenta un intervallo più lungo di quello medio attuale, pari a circa 3-4 giorni. A parità di altre condizioni, questo prolungamento comporta un rischio mediamente più elevato per la BCE di cumulare errori di previsione alla fine del periodo di mantenimento. A tale riguardo, va sottolineato che l'Eurosistema è impegnato in un processo di costante miglioramento della prevedibilità dei fattori autonomi di liquidità. Infine la BCE continuerà ovviamente a disporre delle operazioni di regolazione puntuale per far fronte a casi estremi di squilibrio delle condizioni di liquidità.

Per motivi di chiarezza e per consentire alle istituzioni creditizie una puntuale gestione delle proprie riserve, le date dei periodi di mantenimento e un calendario indicativo delle operazioni d'asta saranno pubblicati dalla BCE su base annuale e diffusi tre mesi prima dell'inizio dell'anno cui si riferiscono.

Per quanto concerne il calcolo dell'aggregato soggetto a riserva, ossia della somma delle passività che costituiscono la base per calcolare la riserva dovuta da un'istituzione creditizia, va notato che la lunghezza dell'intervallo fra la data di riferimento per il calcolo dell'aggregato soggetto a riserva (ossia l'ultimo giorno del mese) e l'inizio del rilevante periodo di mantenimento continuerà a essere almeno pari a quella attuale. Con riferimento alle istituzioni creditizie soggette a obblighi di segnalazione mensili e trimestrali, il lasso di tempo che intercorrerà fra il mese in base al quale è calcolato l'aggregato soggetto a riserva e quello di inizio del periodo di mantenimento sarà, rispettivamente, di uno e due mesi. Ad esempio, nel caso delle istituzioni segnalanti con frequenza mensile, l'ammontare dell'obbligo di riserva per il periodo che comincerà in aprile verrebbe calcolato sulla base dei dati di fine febbraio dell'aggregato soggetto a riserva, mentre per quelle che segnalano a intervalli trimestrali, la riserva dovuta per i periodi relativi a giugno, luglio e agosto sarebbe calcolata utilizzando i dati di fine marzo dell'aggregato soggetto (cfr. tavola 2)⁶.

Con l'implicito venir meno della sovrapposizione di due ORP, l'importo medio aggiudicato sarà

approssimativamente raddoppiato in modo da assegnare in ciascuna delle future operazioni i fondi attualmente forniti in due ORP. Sebbene ciò non implichi un cambiamento dell'ammontare complessivo delle attività usate come garanzia dalle istituzioni creditizie, la loro movimentazione settimanale sarà più elevata. Al fine di risolvere le questioni operative e di regolamento legate a quest'ultimo aspetto, è possibile che talune istituzioni debbano rivedere le proprie strategie di rifinanziamento e di ottimizzazione dell'uso delle garanzie. Nel complesso, tuttavia, l'eliminazione della sovrapposizione di due ORP faciliterà la gestione della liquidità da parte degli operatori poiché potrà essere effettuata sulla base di cicli settimanali chiusi.

Infine la documentazione giuridica e tecnica di supporto verrà aggiornata per tenere conto delle modifiche decise dal Consiglio direttivo della BCE. Essa comprende il Regolamento (CE) della Banca centrale europea, del 1° dicembre 1998, sull'applicazione di riserve obbligatorie minime (BCE/1998/15) e successivi emendamenti, il documento dal titolo *La politica monetaria unica nell'area dell'euro – Caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema* (aprile 2002) e i successivi recepimenti di quest'ultimo nelle normative dei paesi dell'area dell'euro.

Considerati i tempi necessari per la revisione della documentazione giuridica di riferimento e per il suo recepimento nelle normative nazionali, nonché i tempi richiesti dall'adeguamento dei sistemi informatici che supportano la conduzione della politica monetaria, l'attuazione delle due misure adottate è programmata per il mese di marzo 2004. Al fine di garantire un passaggio graduale al nuovo calendario dei periodi di mantenimento della riserva è previsto un prolungato periodo di mantenimento di transizione, che avrà inizio il 24 gennaio e si concluderà il 9 marzo 2004. L'obbligo di riserva per questo periodo sarà calcolato sulla base dei dati dell'aggregato soggetto a riserva al 31 dicembre 2003. I dati al

6) Per una spiegazione delle modalità di calcolo degli obblighi di riserva, si veda *La politica monetaria unica nell'area dell'euro – Caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema*, BCE, aprile 2002.

30 settembre 2003 saranno usati dalle istituzioni creditizie che forniscono le segnalazioni a intervalli trimestrali. La prima ORP settimanale verrà aggiudicata il 9 marzo 2004 e il primo periodo di mantenimento della riserva pienamente conforme al modificato assetto operativo inizierà il 10 marzo 2004.

Inoltre, al fine di minimizzare le turbative al corrente calendario delle ORLT, i giorni di aggiudicazione

di queste operazioni non saranno più fatti dipendere dal periodo di mantenimento. Attualmente le ORLT sono condotte il primo mercoledì di ciascun periodo di mantenimento mentre, a decorrere dal 26 febbraio 2004, esse verranno aggiudicate di norma l'ultimo mercoledì del mese, eccetto che in dicembre. Come in precedenza, il calendario delle ORP e delle ORLT sarà annunciato con almeno tre mesi di anticipo rispetto all'inizio dell'anno cui si riferisce.

4 Conclusioni

È generalmente riconosciuto che l'assetto operativo per la conduzione della politica monetaria dell'Eurosistema ha funzionato in modo soddisfacente fin dall'introduzione dell'euro nel 1999, assicurando la stabilità delle condizioni del mercato monetario, una bassa volatilità dei tassi di interesse a breve termine e un chiaro segnale dell'orientamento di politica monetaria. Esso ha altresì dato prova di robustezza quando è stato messo di fronte a sviluppi imprevisi, mostrando un elevato grado di flessibilità. In generale, ci sono stati rari momenti di tensione essenzialmente nei periodi caratterizzati da forti aspettative di una variazione imminente dei tassi d'interesse di riferimento della BCE, le quali hanno determinato ampie fluttuazioni della domanda nelle ORP unitamente a una notevole volatilità temporanea sui mercati monetari.

In risposta a queste occasionali turbolenze, il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di adottare due modifiche al quadro operativo dell'Eurosistema.

Queste misure, che avranno effetto da marzo del 2004, sono state decise anche in base ai riscontri avuti nell'ambito della procedura di consultazione condotta al riguardo. In primo luogo, l'inizio dei periodi di mantenimento della riserva verrà fatto coincidere con l'attuazione delle variazioni dei tassi di riferimento della BCE. In secondo luogo, la durata delle ORP sarà ridotta da due a una settimana. L'obiettivo principale di questi due interventi è limitare gli effetti che le speculazioni degli operatori riguardo ai tassi esercitano sulle condizioni del mercato monetario a brevissimo termine durante un periodo di mantenimento, e pertanto contribuire alla stabilità del contesto in cui si svolgono le ORP. Nel ridurre in modo significativo gli episodi di elevata volatilità dei tassi del mercato monetario a breve termine, queste misure dovrebbero perciò migliorare ulteriormente l'efficienza del quadro operativo e, nel contempo, rafforzare la funzione di segnalazione dell'orientamento di politica monetaria svolta dal tasso minimo di offerta delle ORP.