





BANCA CENTRALE EUROPEA



## RAPPORTO ANNUALE 2003

Nel 2004 tutte  
le pubblicazioni della BCE  
saranno caratterizzate  
da un motivo tratto  
dalla banconota  
da 100 euro

© Banca Centrale Europea, 2004

**Indirizzo**

Kaiserstrasse 29  
60311 Frankfurt am Main,  
Germany

**Indirizzo postale**

Postfach 16 03 19  
60066 Frankfurt am Main,  
Germany

**Telefono**

+49 69 1344 0

**Sito internet**

<http://www.ecb.int>

**Fax**

+49 69 1344 6000

**Telex**

411 144 ecb d

*Tutti i diritti riservati.*

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

*I dati contenuti in questo Rapporto  
sono aggiornati al 27 febbraio 2004.*

ISSN 1561-4530 (stampa)

ISSN 1725-2903 (online)

# INDICE

<b>PREFAZIONE</b>	<b>10</b>	2.2 Il sistema Target2	<b>93</b>
<b>CAPITOLO 1</b>		2.3 L'utilizzo di attività stanziabili tra i paesi dell'UE	<b>94</b>
<b>L'EVOLUZIONE ECONOMICA E LA POLITICA MONETARIA</b>	<b>3</b>	<b>LE BANCONOTE E LE MONETE</b>	<b>97</b>
<b>I LA POLITICA MONETARIA NELL'AREA DELL'EURO</b>	<b>16</b>	3.1 La circolazione e la gestione delle banconote e delle monete in euro	<b>97</b>
1.1 La valutazione svolta dalla BCE sulla propria strategia di politica monetaria	<b>16</b>	3.2 L'evoluzione della contraffazione delle banconote in euro e i relativi deterrenti	<b>98</b>
1.2 I tassi di riferimento della BCE sono scesi ai minimi storici nel 2003	<b>21</b>	3.3 L'emissione e la produzione di banconote	<b>99</b>
<b>2 GLI ANDAMENTI MONETARI, FINANZIARI ED ECONOMICI</b>	<b>26</b>	<b>4 LE NOVITÀ E I MIGLIORAMENTI IN AMBITO STATISTICO</b>	<b>102</b>
2.1 Gli andamenti monetari e finanziari	<b>26</b>	4.1 Le nuove statistiche	<b>102</b>
2.2 I prezzi	<b>43</b>	4.2 La strategia di medio termine per le statistiche	<b>103</b>
2.3 La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	<b>51</b>	4.3 I miglioramenti dell'assetto giuridico e istituzionale delle statistiche	<b>103</b>
2.4 La finanza pubblica	<b>58</b>	<b>5 LA RICERCA ECONOMICA</b>	<b>105</b>
2.5 Il contesto macroeconomico internazionale, i tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti	<b>62</b>	5.1 I temi di ricerca	<b>105</b>
<b>3 L'EVOLUZIONE ECONOMICA E MONETARIA NEI PAESI DELL'UE NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO</b>	<b>69</b>	5.2 I <i>Network</i> di ricerca	<b>105</b>
		5.3 I modelli macroeconomici dell'area dell'euro	<b>107</b>
		5.4 Le conferenze e i Programmi di visita	<b>107</b>
		<b>6 ALTRI COMPITI E ATTIVITÀ</b>	<b>109</b>
<b>CAPITOLO 2</b>		6.1 Rispetto dei divieti concernenti il finanziamento monetario e l'accesso privilegiato	<b>109</b>
<b>LE OPERAZIONI E LE ATTIVITÀ DELL'EUROSISTEMA COME BANCA CENTRALE</b>		6.2 Le funzioni consultive	<b>109</b>
<b>I LE OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA, LE OPERAZIONI SUI MERCATI DEI CAMBI E LE ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO</b>	<b>78</b>	6.3 La gestione delle operazioni di prestito e indebitamento per conto della Comunità europea	<b>110</b>
1.1 Le operazioni di politica monetaria	<b>78</b>	6.4 I servizi di gestione delle riserve	<b>110</b>
1.2 Le operazioni sul mercato dei cambi			
1.3 Le attività di investimento	<b>89</b>	<b>CAPITOLO 3</b>	
<b>2 I SISTEMI DI PAGAMENTO E DI REGOLAMENTO DELLE TRANSAZIONI IN TITOLI</b>	<b>91</b>	<b>LA STABILITÀ FINANZIARIA E L'INTEGRAZIONE</b>	
2.1 Il sistema Target	<b>91</b>	<b>I LA STABILITÀ FINANZIARIA</b>	<b>114</b>
		1.1 Il monitoraggio della stabilità finanziaria	<b>114</b>
		1.2 La cooperazione in situazioni di crisi	<b>117</b>

<b>2 LA REGOLAMENTAZIONE E LA VIGILANZA FINANZIARIA</b>	<b>118</b>	<b>CAPITOLO 6</b>	<b>L'ATTIVITÀ DI COMUNICAZIONE ESTERNA</b>	
2.1 L'approccio Lamfalussy	118	<b>1 LA POLITICA DI COMUNICAZIONE</b>		<b>158</b>
2.2 Il settore bancario	120	<b>2 GLI STRUMENTI DI COMUNICAZIONE</b>		<b>159</b>
2.3 Il settore dei valori mobiliari	120	<b>3 LE TEMATICHE DELL'ATTIVITÀ DI COMUNICAZIONE NEL 2003</b>		<b>160</b>
2.4 Altre questioni	120			
<b>3 L'INTEGRAZIONE FINANZIARIA</b>	<b>122</b>	<b>CAPITOLO 7</b>	<b>L'ALLARGAMENTO DELL'UNIONE EUROPEA</b>	
<b>4 LA SORVEGLIANZA SULL'INFRASTRUTTURA DEL MERCATO</b>	<b>128</b>	<b>1 I PRINCIPALI ASPETTI ECONOMICI, FINANZIARI E DI POLITICA MONETARIA</b>		<b>165</b>
4.1 La sorveglianza sull'infrastruttura e sui sistemi di pagamento di importo rilevante in euro	128	1.1 Gli andamenti economici		165
4.2 I servizi di pagamento al dettaglio	130	1.2 Gli andamenti dei mercati finanziari nei paesi aderenti		168
4.3 I sistemi di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli	131	<b>2 L'EVOLUZIONE GIURIDICA</b>		<b>171</b>
		<b>3 I PREPARATIVI PER L'ADESIONE</b>		<b>172</b>
<b>CAPITOLO 4</b>		3.1 Le operazioni delle banche centrali		172
<b>LE TEMATICHE EUROPEE E INTERNAZIONALI</b>		3.2 I sistemi di pagamento e di regolamento		172
<b>1 LE TEMATICHE EUROPEE</b>	<b>136</b>	3.3 Le banconote		174
1.1 Le tematiche relative alle politiche economiche	136	3.4 Le statistiche		174
1.2 Le modifiche istituzionali di organi europei rilevanti	141	3.5 Le infrastrutture e le applicazioni informatiche		174
<b>2 LE TEMATICHE INTERNAZIONALI</b>	<b>142</b>	<b>CAPITOLO 8</b>	<b>L'ASSETTO ISTITUZIONALE, L'ORGANIZZAZIONE E I CONTI ANNUALI</b>	
2.1 Il sistema monetario e finanziario internazionale	142	<b>1 GLI ORGANI DECISIONALI E DI GOVERNO SOCIETARIO (CORPORATE GOVERNANCE) DELLA BCE</b>		<b>178</b>
2.2 La cooperazione con paesi al di fuori dell'UE	149	1.1 L'Eurosistema e il Sistema europeo di banche centrali		178
<b>CAPITOLO 5</b>		1.2 Il Consiglio direttivo		179
<b>LA RESPONSABILITÀ PER IL PROPRIO OPERATO</b>		1.3 Il Comitato esecutivo		182
<b>1 LA RESPONSABILITÀ PER IL PROPRIO OPERATO NEI CONFRONTI DEI CITTADINI</b>	<b>150</b>	1.4 Il Consiglio generale		184
<b>2 LA RESPONSABILITÀ NEI CONFRONTI DEL PARLAMENTO EUROPEO</b>	<b>152</b>	1.5 I comitati del SEBC e il Comitato per il bilancio preventivo		185
2.1 Le relazioni con il parlamento europeo nel 2003: sintesi	152	1.6 Il governo societario		186
2.2 Le posizioni della BCE su alcune questioni specifiche sollevate durante gli incontri con il Parlamento europeo	152			

<b>2 GLI SVILUPPI ORGANIZZATIVI</b>	<b>188</b>		
2.1 Le risorse umane	<b>188</b>		
2.2 Le misure volte a rafforzare il funzionamento dell'organizzazione interna	<b>189</b>		
2.3 La nuova sede della BCE	<b>190</b>		
<b>3 IL "DIALOGO SOCIALE" NELL'AMBITO DEL SEBC</b>	<b>192</b>		
<b>4 I CONTI ANNUALI DELLA BCE</b>	<b>193</b>		
Stato patrimoniale al 31 dicembre 2003	<b>194</b>		
Conto economico per l'esercizio terminato il 31 dicembre 2003	<b>195</b>		
Criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio	<b>195</b>		
Note allo stato patrimoniale	<b>201</b>		
Note al conto economico	<b>208</b>		
Nota sulla ripartizione delle perdite	<b>211</b>		
Relazione del revisore	<b>213</b>		
<b>5 STATO PATRIMONIALE CONSOLIDATO DELL'EUROSISTEMA AL 31 DICEMBRE 2003</b>	<b>214</b>		
<b>ALLEGATI</b>			
<b>STRUMENTI GIURIDICI ADOTTATI DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA</b>	<b>218</b>		
<b>PARERI ADOTTATI DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA</b>	<b>221</b>		
<b>DOCUMENTI PUBBLICATI DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA DA GENNAIO 2003</b>	<b>225</b>		
<b>CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA</b>	<b>229</b>		
<b>GLOSSARIO</b>	<b>231</b>		
<b>ELENCO DEI RIQUADRI, DELLE TAVOLE E DELLE FIGURE</b>			
<b>RIQUADRI</b>			
1 La ricerca di fondo per la valutazione della strategia di politica monetaria della BCE	<b>20</b>		
2 Il mercato delle obbligazioni delle imprese nei paesi dell'area dell'euro	<b>31</b>		
		Figura: Consistenze di titoli di debito in euro emessi da società dell'area dell'euro diverse dalle IFM	<b>32</b>
		3 La recente evoluzione della situazione finanziaria delle famiglie e delle società non finanziarie dell'area dell'euro	<b>35</b>
		Figura A: Debito del settore privato non finanziario	<b>35</b>
		Figura B: Saldi finanziari (accreditamento netto/indebitamento netto) del settore privato non finanziario	<b>35</b>
		4 I differenziali di inflazione nell'area dell'euro: cause possibili e implicazioni per le politiche economiche	<b>46</b>
		Figura: Dispersione dell'inflazione nell'area dell'euro	<b>46</b>
		5 I progressi delle riforme strutturali dei mercati del lavoro e dei beni nell'area dell'euro	<b>53</b>
		6 L'importanza di riforme di ampio respiro per la sostenibilità delle finanze pubbliche	<b>61</b>
		7 La gestione dei rischi associati all'offerta di credito nelle operazioni di politica monetaria e nelle transazioni gestite attraverso i sistemi di pagamento	<b>87</b>
		8 Prassi ottimali per gli operatori partecipanti a operazioni di CCBM, concordate dalla European Banking Federation, dallo European Savings Bank Group e dalla European Association of Cooperative Banks	<b>95</b>
		9 Le misure dell'integrazione dei mercati finanziari dell'area dell'euro	<b>125</b>
		10 Il <i>Research network</i> sul sistema finanziario e l'integrazione dei mercati finanziari in Europa	<b>126</b>
		11 La procedura dei disavanzi eccessivi	<b>140</b>
		12 La dichiarazione sulla missione della BCE	<b>161</b>
		<b>TAVOLE</b>	
		1 Tavola riepilogativa delle variabili monetarie	<b>27</b>
		2 Composizione settoriale delle consistenze delle obbligazioni denominate in euro emesse da residenti nell'area dell'euro	<b>30</b>
		3 Finanziamento e investimenti finanziari del settore non finanziario nell'area dell'euro	<b>33</b>

4	Prezzi	44	16	Contributi alla crescita dello IAPC	45
5	Indicatori del costo del lavoro	50	17	Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria	49
6	Crescita del PIL in termini reali e delle sue componenti	52	18	Redditi per occupato per settore	51
7	Evoluzione del mercato del lavoro	57	19	Contributi alla crescita trimestrale del PIL in termini reali	55
8	Posizioni di bilancio nell'area dell'euro	59	20	Indicatori del clima di fiducia	55
9	Indicatori macroeconomici per la Danimarca	69	21	Esportazioni di beni e produzione industriale	56
10	Indicatori macroeconomici per la Svezia	72	22	Disoccupazione	58
11	Indicatori macroeconomici per il Regno Unito	74	23	Tassi di cambio effettivi dell'euro nominali e reali	65
12	Pagamenti gestiti da Target	92	24	Saldo di conto corrente e delle sue componenti	66
13	L'assegnazione della produzione di banconote nel 2003	100	25	Esportazioni dell'area dell'euro verso il resto del mondo, domanda estera e tasso di cambio effettivo nominale	67
<b>FIGURE</b>					
1	Aspettative di inflazione a più lungo termine	18	26	Conto finanziario	67
2	Tassi di interesse della BCE e tasso di interesse <i>overnight</i>	22	27	Indicatori economici e finanziari per l'area dell'euro e per gli altri paesi UE	70
3	Crescita di M3 e valore di riferimento	26	28	Determinanti della posizione di liquidità e ricorso alle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti nell'area dell'euro nel 2003	79
4	Stime del <i>gap</i> monetario nominale e reale	27	29	Attività di primo livello utilizzabili nelle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema	85
5	Variazioni di M3 e delle sue contropartite	28	30	Utilizzo delle attività come garanzia nelle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema	90
6	Scomposizione per settore dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro	30	31	Quote delle garanzie transfrontaliere in percentuale delle garanzie totali fornite all'Eurosistema	96
7	Debiti finanziari del settore non finanziario	34	32	Valore totale delle banconote in circolazione nel periodo 2002-2003	97
8	Tassi di interesse a breve termine nel mercato dell'area dell'euro	37	33	Numero totale delle banconote in euro in circolazione nel periodo 2002-2003	97
9	Tassi <i>futures</i> sull'Euribor a tre mesi e volatilità implicita	38	34	Numero delle banconote in circolazione nel periodo 2000-2003	98
10	Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine	38	35	Pubblicazione di <i>Working Paper</i> della BCE	105
11	Rendimento reale a lungo termine delle obbligazioni e tasso di inflazione di pareggio nell'area dell'euro	40	36	<i>Working Paper Series</i> della BCE: Classificazione del <i>Journal of Economic Literature</i>	106
12	Tassi di interesse delle IFM a breve termine e tasso di mercato a breve termine	41			
13	Tassi di interesse delle IFM a lungo termine e tasso di mercato a lungo termine	41			
14a	Indici dei corsi azionari	42			
14b	Volatilità implicita dei mercati azionari	42			
15	Dinamica delle principali componenti dello IAPC	45			

## SIGLARIO

### PAESI

BE	Belgio
DK	Danimarca
DE	Germania
GR	Grecia
ES	Spagna
FR	Francia
IE	Irlanda
IT	Italia
LU	Lussemburgo
NL	Paesi Bassi
AT	Austria
PT	Portogallo
FI	Finlandia
SE	Svezia
UK	Regno Unito
JP	Giappone
US	Stati Uniti

### ALTRE

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

**Secondo la consuetudine della Comunità, i paesi UE e quelli in fase di adesione sono elencati in questo Rapporto utilizzando l'ordine alfabetico dei nomi dei paesi nelle rispettive lingue nazionali.**



La BCE ha organizzato dal 1998 una serie di esposizioni dal titolo “Arte contemporanea dagli Stati membri dell’Unione Europea”. Ciascuna esposizione si propone, al personale della BCE e ai suoi ospiti, come un viaggio all’interno del panorama artistico di un determinato paese dell’UE. La scelta dell’arte contemporanea si ricollega al periodo in cui l’Unione Monetaria è divenuta una realtà.

Alcune delle opere d’arte vengono acquistate per far parte della *ECB Art Collection* (collezione artistica della BCE) che è in corso di ampliamento. Le otto pagine poste a divisione dei capitoli di questo Rapporto Annuale rappresentano una selezione di opere da tale collezione.

**Artista: Hans Vandekerckhove**

Titolo: Landschappeling, 2000

Materiali: Olio su tela, Formato: 200 × 160 cm 14

**Artista: José María Sicilia**

Titolo: La luz que se apaga, 1997

Materiali: Cera, olio e carta su legno, Formato: 185 × 157 cm 76

**Artista: Gerhard Balder**

Titolo: Roter Nautilus, 1995

Materiali: Olio su tela, Formato: 70 × 54 cm 112

**Artista: Jens Fänge**

Titolo: Jugend, 2003

Materiali: Olio su tela, Formato: 132 × 122 cm 134

**Artista: Kyriakos Mortarakos**

Titolo: Senza titolo

Materiali: Tecnica mista su tela, Formato: 220 × 320 cm 148

**Artista: Gérard Garouste**

Titolo: La duègne et le pénitent, 1998

Materiali: Olio su tela, Formato: 195 × 160 cm 156

**Artista: Árpád Szabados**

Titolo: Senza titolo, 1995

Materiali: Tecnica mista su tela, Formato: 120 × 90 cm 162

**Artista: Koen Vermeule**

Titolo: Senza titolo (particolare), 2002

Materiali: Olio su tela, Formato: 210 × 210 cm 176

# **PREFAZIONE**



Per la maggior parte dello scorso anno, Wim Duisenberg è stato al timone della BCE e desidero rendergli omaggio. Sotto la sua presidenza, l'IME, la BCE e le BCN hanno affrontato con successo le sfide con cui si sono confrontati: l'adozione dell'euro nei mercati dei capitali e per le transazioni scritturali il 4 gennaio 1999, il cambiamento di data con il passaggio al nuovo secolo e la sostituzione del contante in euro il 1° gennaio 2002. L'Eurosystema è stato percepito come una banca centrale di elevata credibilità e con una politica affidabile nonché come un valido custode della moneta, capace di salvaguardare la stabilità dei prezzi e la fiducia nell'euro. È questo lascito di efficiente conduzione della politica monetaria da parte di una squadra europea coesa che io e gli altri membri del Consiglio esecutivo intendiamo preservare e rafforzare negli anni a venire.

\*\*\*

Nel dicembre 2002 il Consiglio direttivo della BCE ha annunciato che nella prima metà dell'anno successivo avrebbe condotto una valuta-

zione complessiva della propria strategia di politica monetaria. Sin dall'inizio, la strategia della BCE ha fornito una solida base per il processo decisionale interno e un quadro di riferimento coerente per la comunicazione esterna, accrescendo la responsabilità dell'istituzione per il proprio operato. Come indicano i dati, infatti, dal 1999 le aspettative di inflazione a lungo termine, che forniscono una misura della credibilità della banca centrale, sono rimaste in linea con la definizione di stabilità dei prezzi della BCE. La minore incertezza sugli andamenti futuri dell'inflazione ha contribuito a ridurre i premi al rischio nei tassi di interesse e, di conseguenza, il costo reale del finanziamento. Dopo oltre quattro anni di attività, è naturale che il Consiglio direttivo abbia voluto avviare una riflessione tesa a valutare in modo sistematico l'esperienza maturata e le opinioni degli osservatori esterni.

L'8 maggio 2003 il Consiglio direttivo ha reso noti i risultati della sua valutazione della strategia. Esso ha confermato la definizione di stabilità dei prezzi annunciata nell'ottobre 1998, formulata come un aumento sui dodici mesi dello IAPC per l'area dell'euro inferiore al 2 per cento. Al tempo stesso il Consiglio ha precisato che, nel perseguire la stabilità dei prezzi conformemente a questa definizione, si propone di mantenere l'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo. Il Consiglio direttivo ha altresì confermato che le sue decisioni di politica monetaria continueranno a basarsi su un'analisi completa dei rischi per la stabilità dei prezzi, comprendente un'analisi economica e un'analisi monetaria. Al fine di pervenire a un giudizio univoco sui rischi per la stabilità dei prezzi, esso ha evidenziato che continuerà a sottoporre a verifica incrociata le informazioni provenienti da queste due analisi in una prospettiva a medio-lungo termine. Per sottolineare la natura di lungo periodo del valore di riferimento per la crescita della moneta, il Consiglio ha deciso di non effettuare più una revisione annuale di tale valore. Confermando e precisando i principali elementi del suo concetto di politica monetaria

orientata alla stabilità, il Consiglio direttivo ha migliorato ulteriormente la comprensione della strategia della BCE in Europa e nel mondo.

\*\*\*

Nella prima metà del 2003 l'attività economica è risultata molto debole, di riflesso al crescendo delle tensioni geopolitiche connesse con la situazione in Iraq e all'incertezza prevalente nei mercati finanziari. Soltanto a partire dall'estate si sono potuti ravvisare un graduale miglioramento del clima di fiducia nell'area dell'euro e un rafforzamento dei segnali di ripresa dell'attività economica mondiale. Complessivamente, la crescita del PIL dell'area in termini reali è stata pari allo 0,4 per cento nel 2003, dopo lo 0,9 dell'anno precedente. L'attività economica è aumentata negli ultimi mesi. La dinamica delle esportazioni è rimasta robusta nel contesto di sostenuta espansione dell'economia mondiale. Sussistono inoltre le condizioni per una ripresa della domanda interna, grazie anche al basso livello dei tassi di interesse e alle condizioni di finanziamento generalmente favorevoli. Il deludente andamento del PIL negli ultimi anni rivela la mancanza di flessibilità dell'economia dell'area e la sua conseguente vulnerabilità agli shock esterni. Sebbene al riguardo vi siano stati dei progressi, che vanno riconosciuti e accolti con favore, occorrono ulteriori ingenti sforzi per porre in essere riforme strutturali atte a favorire la crescita dell'occupazione e la partecipazione alle forze di lavoro, a incrementare la produttività e a rafforzare il potenziale di crescita nell'area dell'euro. Inoltre, in considerazione degli attuali andamenti demografici, appare necessaria un'azione correttiva per assicurare la sostenibilità nel lungo termine dei sistemi pensionistici e di assistenza sanitaria.

Nel 2003 il tasso di inflazione misurato sullo IAPC è sceso al 2,1 per cento (dal 2,3 del 2002). Il persistere di tassi di inflazione superiori al 2 per cento va imputato soprattutto agli incrementi inattesi di alcune delle componenti volatili dello IAPC (come quelli dei prezzi del

petrolio e degli alimentari nella seconda metà del 2003), ma vi hanno contribuito anche gli aumenti nel corso dell'anno delle imposte indirette e dei prezzi amministrati. In una prospettiva di medio periodo, ci si attendeva che le pressioni inflazionistiche nel 2003 mostrassero un'evoluzione coerente con la stabilità dei prezzi.

Il quadro favorevole alla stabilità dei prezzi non è stato compromesso dal perdurare della forte crescita monetaria nel 2003. In effetti, il vigore di quest'ultima è stato in parte attribuito alla considerevole incertezza che ha contraddistinto l'economia e i mercati finanziari durante la prima metà dell'anno, innescando riallocazioni di portafoglio a favore di attività a breve termine liquide e meno rischiose comprese in M3. L'accumulo di liquidità in eccesso pertanto non è stato considerato preoccupante; tuttavia si impone una certa vigilanza qualora esso perduri al momento dell'accelerarsi della ripresa.

Nel contesto di una moderazione delle spinte inflazionistiche nella prima metà del 2003, i tassi di interesse di riferimento della BCE sono stati ridotti di 25 punti base in marzo e di 50 in giugno. Di conseguenza il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali ha raggiunto il livello storicamente basso del 2,0 per cento. Queste decisioni sono state in linea con l'obiettivo di mantenere i tassi di inflazione su valori inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo. Inoltre, il livello molto basso dei tassi di interesse ha controbilanciato in una certa misura l'incidenza negativa esercitata da diversi fattori sull'attività economica. Nella seconda metà del 2003 i tassi di riferimento della BCE sono stati lasciati invariati, poiché l'orientamento della politica monetaria è stato giudicato appropriato per mantenere la stabilità dei prezzi nel medio periodo.

Per quanto attiene alle politiche di bilancio, la maggior parte degli Stati membri non ha rispettato gli obiettivi fissati nei programmi di stabilità presentati tra la fine del 2002 e l'inizio del

2003. Il disavanzo medio di bilancio è salito dal 2,3 per cento del PIL nel 2002 al 2,7 nel 2003. Inoltre le posizioni di bilancio sono rimaste motivo di preoccupazione nei paesi che avevano già registrato disavanzi significativi nel 2002. Il 25 novembre il Consiglio Ecofin ha deciso di non agire secondo le raccomandazioni della Commissione riguardanti la Germania e la Francia, convenendo di sospendere temporaneamente le procedure per i disavanzi eccessivi nei confronti dei due paesi. Questi ultimi si sono impegnati a correggere i rispettivi disavanzi eccessivi al più presto possibile e al massimo entro il 2005; il Consiglio ha indicato che, qualora questi paesi venissero meno ai propri impegni, esso è pronto a riattivare la procedura, deliberando ai sensi dell'articolo 104, paragrafo 9, del Trattato che istituisce la Comunità europea. Altri paesi tuttora interessati da squilibri di bilancio devono parimenti compiere progressi per raggiungere nel medio periodo posizioni prossime al pareggio o in avanzo.

È di cruciale importanza salvaguardare la fiducia nella solidità sia delle finanze pubbliche sia dei fondamenti economici e istituzionali dell'UEM. Il Consiglio direttivo reputa che tutte le parti interessate debbano mostrarsi all'altezza delle proprie responsabilità e degli impegni assunti. In prospettiva, è essenziale che si affermino percorsi di risanamento delle finanze pubbliche e riforme strutturali. Ciò dovrebbe avere influssi positivi anche a breve termine, poiché può rafforzare la fiducia del pubblico nella credibilità delle regole e la sostenibilità a lungo termine dei bilanci. Inoltre, l'attuazione di interventi di riforma dal lato della spesa e dell'imposizione e un riesame delle priorità a favore della spesa produttiva promuovrebbero la crescita del prodotto potenziale.

\*\*\*

Il 1° maggio 2004 dieci nuovi paesi diverranno membri dell'UE e dieci banche centrali entreranno a far parte del SEBC. Questo avvenimento di grande valenza politica ed economica,

che si compie a poco più di quattordici anni dalla caduta del muro di Berlino e dodici dalla firma del Trattato di Maastricht, testimonia il rapido incedere della storia. Nel loro ambito di competenza, la BCE e le BCN hanno svolto, in collaborazione con le banche centrali dei paesi aderenti, un enorme lavoro preparatorio teso ad assicurare un'ordinata integrazione di queste ultime all'interno del SEBC. Per far fronte a questa sfida, la BCE continua, come ha già fatto, a rafforzare il proprio organico, in particolare assumendo esperti provenienti dai paesi aderenti che, con le loro conoscenze ed esperienze specifiche, contribuiranno all'efficienza e al dinamismo della BCE. Inoltre, da giugno 2003 i governatori delle banche centrali dei paesi aderenti sono stati invitati a partecipare alle riunioni del Consiglio generale in qualità di osservatori, mentre da aprile esperti delle rispettive istituzioni hanno partecipato, sempre come osservatori, ai Comitati del SEBC.

L'adesione di dieci nuovi paesi rappresenta per l'UE un avvenimento epocale sotto il profilo storico e istituzionale; ciò ha spinto gli europei a elaborare un nuovo disegno costituzionale attraverso i lavori della Convenzione sul futuro dell'Europa. La BCE ha seguito da vicino i lavori della Convenzione e della Conferenza intergovernativa, apportando il proprio contributo alle deliberazioni concernenti questioni di interesse per i compiti e il mandato della BCE e del SEBC. Il Consiglio direttivo ha accolto favorevolmente nel suo complesso il progetto di Trattato che istituisce una Costituzione per l'Europa (progetto di Costituzione), con l'intesa che quest'ultima non comporterà alcuna modifica sostanziale dei compiti, del mandato, dello status e del regime giuridico della BCE e del SEBC. La principale richiesta avanzata dalla BCE è stata quella di introdurre un riferimento alla "crescita non inflazionistica" o alla "stabilità dei prezzi" nell'articolo I-3, paragrafo 3, relativo agli obiettivi dell'UE. Tale riferimento di specifica rilevanza mancava nel testo della Convenzione. La BCE ha anche suggerito, in particolare, di riconoscere l'indipendenza delle BCN nell'articolo I-29, di includere nel progetto di Costituzione un riferimento

al termine “Eurosistema”, ormai ampiamente riconosciuto, e di aggiungere nell’articolo III-90 un riferimento esplicito alle responsabilità del SEBC riguardo alla salvaguardia della posizione dell’euro nel sistema monetario internazionale.

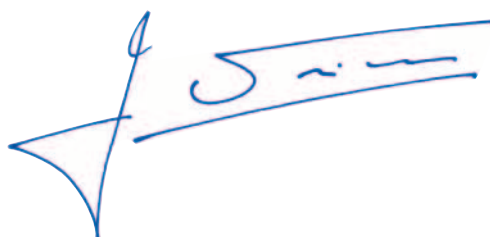
\*\*\*

Passando all’organizzazione e al funzionamento della BCE, il 2003 è stato un anno ricco di sfide. A fine esercizio, i conti annuali della BCE hanno presentato una perdita netta di 477 milioni di euro. La perdita, imputabile principalmente alla diminuzione del controvalore in euro delle attività denominate in dollari statunitensi detenute dalla BCE, risulta dopo aver tenuto conto dei redditi totali della BCE, compresi quelli provenienti dalle banconote in euro in circolazione, e dell’utilizzo di accantonamenti costituiti in anni precedenti a copertura dei rischi di cambio e di tasso di interesse, pari a 2,6 miliardi di euro. Il deprezzamento del dollaro nel corso dell’anno ha determinato ragguardevoli minusvalenze non realizzate che, conformemente al principio della prudenza, sono considerate come realizzate e imputate al conto economico, mentre le plusvalenze non realizzate sono iscritte nei conti di rivalutazione. Inoltre, i livelli storicamente bassi dei tassi di interesse nel 2003 e la loro evoluzione sia nelle principali valute di riserva della BCE sia in euro hanno determinato una contrazione degli interessi attivi, compresi quelli relativi alle attività in contropartita alle banconote in circolazione.

Alla fine del 2003 l’organico della BCE si componeva di 1.217 unità, rispetto alle 1.109 dell’anno precedente. Dal 1° gennaio 2003 i posti vacanti sono stati aperti ai cittadini dei paesi aderenti e sono state condotte con successo campagne specifiche volte all’assunzione di traduttori, giuristi-linguisti ed esperti giuridici provenienti da questi paesi. Attualmente i dipendenti con contratti di durata superiore a un anno provenienti da questi paesi ammontano a 39.

Dal 1998 la BCE è cresciuta in modo costante e il numero dei suoi dipendenti si è notevolmente ampliato, creando l’esigenza di migliorare in modo permanente il funzionamento dell’organizzazione interna. In questo contesto, il Comitato esecutivo ha deciso di condurre una serie di inchieste presso il personale sulle questioni relative all’amministrazione interna, alla comunicazione interna e all’efficienza organizzativa. Sulla scorta dei risultati raccolti, il Comitato esecutivo ha deciso di intraprendere un processo di riforme sul piano gestionale, denominato *ECB in Motion* (“la BCE in movimento”). Sono stati costituiti quattro gruppi di lavoro, sotto la direzione di un’unità di progetto e del Comitato esecutivo. Nell’ottobre 2003 quest’ultimo ha approvato una serie di misure; per la maggior parte di esse l’attuazione è prevista entro luglio di quest’anno. Il nostro obiettivo è quello di migliorare il funzionamento e l’efficienza della BCE, potenziare la gestione delle risorse umane e rinsaldare nei dipendenti i valori propri di una banca centrale, quali l’efficienza, l’imparzialità e la riservatezza, nonché gli elevati principi etici. Lo spirito di fondo del progetto *ECB in Motion* è quello di applicare ai diversi ambiti operativi dell’Istituto il concetto di squadra in maniera più piena, più completa e più efficiente, conferendo maggiori responsabilità ai dipendenti, ricompensandone in modo più diretto il rendimento e rafforzando un ambiente di lavoro aperto e collaborativo.

Francoforte sul Meno, marzo 2004



Jean-Claude Trichet

**Artista**  
Hans Vandekerckhove  
**Titolo**  
Landschappeling, 2000  
**Materiali**  
Olio su tela  
**Formato**  
200 × 160 cm



**CAPITOLO I**

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



## I LA POLITICA MONETARIA NELL'AREA DELL'EURO

### I.1 LA VALUTAZIONE SVOLTA DALLA BCE SULLA PROPRIA STRATEGIA DI POLITICA MONETARIA

Il Consiglio direttivo della Banca Centrale Europea (BCE), che da oltre quattro anni conduce la politica monetaria per l'area dell'euro, ha effettuato un esame complessivo della strategia di politica monetaria della BCE nella prima metà del 2003, allo scopo di valutare l'esperienza acquisita fino ad allora. La valutazione ha tenuto conto del dibattito pubblico relativo al corretto disegno della politica monetaria e dei risultati di numerosi studi svolti dagli esperti dell'Eurosistema a sostegno di tale riflessione (cfr. il riquadro 1). L'8 maggio 2003 il Consiglio direttivo ha reso noti i risultati del proprio esercizio di valutazione, che ha riguardato sia la definizione quantitativa dell'obiettivo di stabilità dei prezzi sia il quadro di riferimento per l'analisi dei rischi per la stabilità dei prezzi<sup>1</sup>.

#### L'OBIETTIVO DI STABILITÀ DEI PREZZI

Nell'ottobre 1998 il Consiglio direttivo della BCE definiva in termini quantitativi il proprio obiettivo di stabilità dei prezzi come "un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore al 2 per cento". Facendo riferimento a un aumento dello IAPC inferiore al 2 per cento, la definizione chiariva che sia l'inflazione sia la deflazione sono incompatibili con la nozione di stabilità dei prezzi. Essa, inoltre, non specificava alcun limite inferiore esplicito per il tasso di inflazione, data l'incertezza che circonda l'entità di una potenziale distorsione di misurazione dello IAPC e la sua possibile variazione nel tempo. Il limite superiore veniva fissato su un livello chiaramente superiore allo zero, in modo da incorporare un margine di sicurezza contro i rischi di deflazione, ma sufficientemente basso da consentire di fruire appieno dei benefici derivanti dalla stabilità dei prezzi.

Il Consiglio direttivo specificava inoltre che la "stabilità dei prezzi deve essere mantenuta nel medio periodo", a riconoscimento del fatto che la politica monetaria non è in grado di control-

lare l'evoluzione dei prezzi o di regolare in modo puntuale gli andamenti economici nel breve periodo.

L'8 maggio 2003 il Consiglio direttivo ha confermato la propria definizione di stabilità dei prezzi, sottolineando nel contempo come, nel quadro di tale definizione, il suo obiettivo sia di mantenere il tasso di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo.

Nel ribadire la propria definizione quantitativa della stabilità dei prezzi, il Consiglio direttivo ha nuovamente ed esplicitamente preso in considerazione sia i costi dell'inflazione sia le possibili ragioni per tollerare un'inflazione moderatamente positiva.

I costi associati all'inflazione sono ben compresi. Studi recenti indicano che essi potrebbero essere più elevati di quanto precedentemente ritenuto, anche nei casi in cui l'aumento dei prezzi avviene a ritmi moderati. In particolare, l'inflazione distorce la funzione di segnale dei movimenti dei prezzi relativi e induce gli operatori a utilizzare parte delle proprie risorse, altrimenti investibili in modi più produttivi, per tutelarsi da perdite di valore in termini reali. L'inflazione amplifica gli effetti distorsivi della tassazione e può determinare un aumento dell'incertezza e dei premi per il rischio ostacolando, quindi, l'accumulazione di capitale nell'economia. Tramite i suoi effetti redistributivi, infine, essa accresce le disuguaglianze in quanto colpisce soprattutto i gruppi più deboli della società, che sono di norma meno attrezzati a difendersi dai costi che l'inflazione comporta. Su queste basi, ed escludendo ulteriori considerazioni, sembrerebbero quindi esserci ottime ragioni per perseguire la stabilità dei prezzi in senso stretto.

Tuttavia, malgrado i costi significativi generati dall'inflazione, diverse considerazioni suggeriscono che sarebbe auspicabile mantenere un

<sup>1</sup> Cfr. anche l'articolo "I risultati della valutazione svolta dalla BCE sulla sua strategia di politica monetaria" nel numero di giugno 2003 del Bollettino mensile.

tasso di inflazione moderatamente positivo. La prima argomentazione riguarda i rischi di deflazione e l'esistenza di un limite inferiore uguale a zero per i tassi di interesse nominali. Il problema del limite inferiore deriva dal fatto che la banca centrale non può ridurre i tassi di interesse nominali al di sotto dello zero. Qualsiasi tentativo in tal senso sarebbe verosimilmente destinato a fallire, in quanto gli operatori preferirebbero detenere contante (il cui rendimento nominale è uguale a zero), anziché prestare o depositare i propri fondi a un tasso negativo. In tali condizioni, un periodo di protratta deflazione indotto da una serie di shock negativi alla domanda aggregata potrebbe limitare il margine di manovra della banca centrale per ridurre i tassi di interesse reali al fine di stimolare la domanda e contrastare le pressioni al ribasso sui prezzi. Sebbene esistano misure di politica monetaria alternative, utilizzabili quando i tassi di interesse si collocano sullo zero, è prudente mantenere un margine di sicurezza prefiggendosi di conseguire un tasso di inflazione positivo, anche se basso, piuttosto che pari a zero.

La seconda argomentazione a favore di tassi di inflazione moderatamente positivi riguarda la possibilità che la misurazione dell'indice dei prezzi al consumo sia soggetta a errori sistematici, causati, per esempio, dalla mancanza di adeguate correzioni a fronte di variazioni della qualità dei prodotti. In tal caso, mirare a un tasso di inflazione misurato pari a zero potrebbe in realtà portare a una diminuzione dei prezzi effettivi. Anche se l'entità di una distorsione di misurazione nello IAPC dell'area dell'euro è incerta, secondo gli studi disponibili essa sarebbe probabilmente limitata.

La terza argomentazione a favore di un obiettivo di inflazione moderatamente positivo concerne il fatto che un tasso di variazione positivo del livello dei prezzi può contribuire a facilitare l'aggiustamento delle principali variabili reali dell'economia agli shock, in presenza di rigidità nominali verso il basso. Tali rigidità possono dipendere dalle resistenze di produttori o lavoratori ad accettare diminuzioni nominali dei prezzi e dei salari. Anche se l'impor-

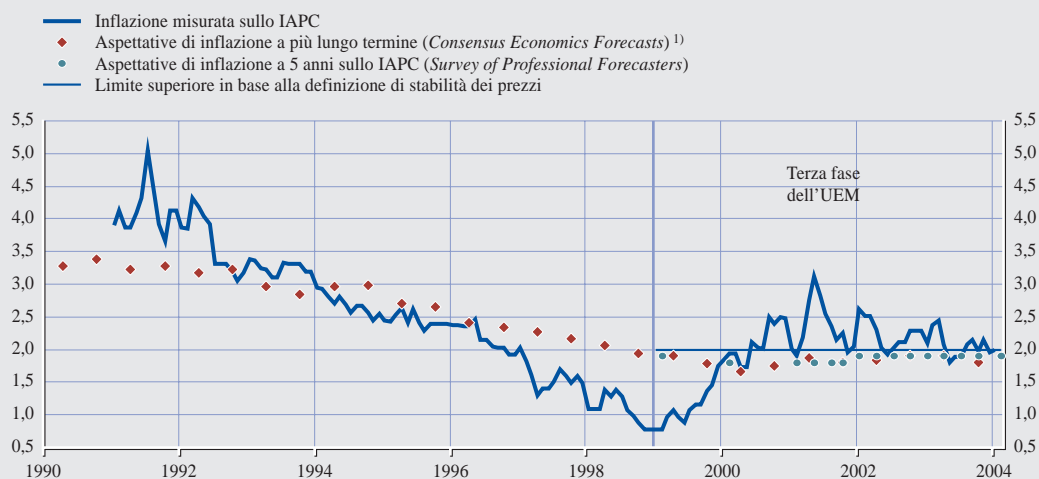
tanza effettiva delle rigidità nominali verso il basso risulta molto incerta e l'evidenza empirica non è conclusiva al riguardo, in particolare per l'area dell'euro, è fondamentale che le riforme strutturali cerchino di aumentare la flessibilità dei mercati dei beni e del lavoro.

Un'ulteriore considerazione a favore del mantenimento di un tasso di inflazione moderatamente positivo nel medio termine è collegata ai processi di convergenza reale fra le diverse regioni di un'unione valutaria. In assenza di una completa convergenza dei livelli di reddito e produttività, i differenziali di inflazione strutturali possono favorire il processo di allineamento dei livelli dei prezzi (e di reddito) delle aree meno sviluppate con quelli delle economie più mature dell'unione. In tali circostanze, è stato argomentato che la politica monetaria dovrebbe mirare a conseguire un tasso di inflazione per l'intera area abbastanza elevato da evitare che le regioni con livelli di inflazione più bassi sostengano i considerevoli costi derivanti dalle rigidità nominali verso il basso o entrino in un periodo di prolungata diminuzione dei prezzi. Benché tali considerazioni siano tecnicamente valide, nella pratica esse possono trovare una risposta adeguata in una strategia che mira a conseguire un tasso di inflazione inferiore ma prossimo al 2 per cento nel medio periodo, come chiarito dal Consiglio direttivo l'8 maggio. Va peraltro notato che il grado di convergenza all'interno dell'area dell'euro è relativamente elevato e non sembra porre problemi significativi allo stato attuale. La rilevanza complessiva di tale problema dovrebbe rimanere limitata in futuro anche nella prospettiva dell'ampliamento, per effetto del modesto peso delle economie dei paesi aderenti nell'area dell'euro allargata. A ciò si aggiunge il fatto che, prima di adottare l'euro, tali paesi dovranno soddisfare i criteri di convergenza, ovvero dimostrare di avere raggiunto un grado di convergenza sufficiente e sostenibile e di soddisfare le condizioni necessarie a mantenere un contesto di bassa inflazione.

Per quanto concerne la scelta dell'indice da utilizzare per valutare il conseguimento della

**Figura 1** Aspettative di inflazione a più lungo termine

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat, *Consensus Economics Forecasts*, *Survey of Professional Forecasters* ed elaborazioni della BCE.

1) Le aspettative di inflazione a più lungo termine sono aspettative di inflazione di mercato su un orizzonte temporale compreso fra i 6 e i 10 anni. Fino a dicembre 2002 è una media ponderata relativa ai cinque paesi più grandi dell'area dell'euro ai quali è imputabile, nel complesso, una percentuale superiore all'80 per cento del PIL dell'area dell'euro.

stabilità dei prezzi, il Consiglio direttivo è giunto alla conclusione che lo IAPC complessivo resta lo strumento adeguato. Lo IAPC fornisce la misura che più si avvicina – in modo armonizzato fra i paesi dell'area dell'euro – alle variazioni nel tempo del prezzo di un paniere rappresentativo di beni di consumo. Tale strumento credibile e affidabile contribuisce a comunicare, in modo trasparente, l'impegno della BCE a salvaguardare il potere d'acquisto della moneta in modo completo ed efficace.

Talvolta si è sostenuto che le banche centrali dovrebbero definire il proprio obiettivo principale sulla base di misure dell'inflazione "di fondo", che forniscono utili strumenti di analisi in quanto consentono di depurare l'inflazione complessiva dalle componenti più volatili e/o dai fattori temporanei, in maniera da rilevare le tendenze di fondo della dinamica dei prezzi. Tuttavia, ricorrere a una misura di questo tipo per definire la stabilità dei prezzi comporterebbe significativi svantaggi dal punto di vista della politica monetaria, in particolare in termini di perdita di trasparenza. Inoltre, questa scelta presenterebbe elementi di arbitra-

rietà, poiché non esiste una metodologia unica o incontrovertibile per ricavare tali misure. In ogni caso, la scelta di definire l'obiettivo di stabilità dei prezzi in termini di inflazione complessiva non significa in alcun modo che la BCE rivolga un'attenzione eccessiva alla sua dinamica di breve periodo nell'assumere le decisioni di politica monetaria. L'orientamento di medio termine della strategia di politica monetaria della BCE assicura che, nell'adottare le proprie decisioni, il Consiglio direttivo sconti opportunamente qualsiasi volatilità di breve periodo.

In conclusione, la decisione del Consiglio direttivo dell'8 maggio 2003 riflette l'esperienza positiva nell'uso della definizione quantitativa dell'obiettivo di stabilità dei prezzi della BCE e assicura la totale continuità con la passata gestione della politica monetaria. Come indica la figura 1, dal gennaio 1999 le aspettative di inflazione a più lungo termine nell'area dell'euro sono saldamente ancorate a livelli in linea con la definizione di stabilità dei prezzi, su valori compresi fra l'1,7 e l'1,9 per cento. Si tratta di un risultato ragguardevole a fronte dei forti shock sfavorevoli sui prezzi che hanno colpito l'area dell'euro.

Tale saldo ancoramento delle aspettative di inflazione consente di contenere gli effetti inflazionistici di medio periodo degli shock sui prezzi, evitando manovre di politica monetaria di maggiore entità, che a loro volta potrebbero avere un effetto negativo sulla variabilità del prodotto.

### **L'ANALISI DEI RISCHI PER LA STABILITÀ DEI PREZZI**

Nell'ottobre 1998 il Consiglio direttivo della BCE annunciava che il suo approccio all'organizzazione, esame e verifica incrociata delle informazioni rilevanti per la valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi si sarebbe fondato su due prospettive analitiche, successivamente definite i "due pilastri" della strategia di politica monetaria della BCE. Tale assetto è concepito al fine di assicurare che, nella valutazione complessiva delle prospettive per la stabilità dei prezzi, non venga trascurata alcuna informazione rilevante ai fini della politica monetaria. Nell'ambito del pilastro che accorda un ruolo di primo piano alla moneta, veniva inoltre fissato un valore di riferimento per il tasso di crescita di un aggregato monetario ampio coerente con l'obiettivo di stabilità dei prezzi della BCE.

L'8 maggio 2003 il Consiglio direttivo ha annunciato che le proprie decisioni di politica monetaria continueranno a basarsi su un'analisi esaustiva dei rischi per la stabilità dei prezzi fondata sui due pilastri, i quali d'ora in avanti verranno identificati con i termini "analisi economica" e "analisi monetaria". Il Consiglio direttivo ha dichiarato che, nel corso degli anni, l'esame condotto nell'ambito di ciascuno dei due pilastri è stato ampliato e approfondito, sulla scorta della crescente disponibilità di dati sull'area dell'euro e dei miglioramenti costantemente apportati agli strumenti tecnici, e che in futuro tale esame seguirà a essere perfezionato.

È stato inoltre chiarito il modo in cui il Consiglio direttivo integra le indicazioni derivanti da questi due tipi di analisi complementari al fine di pervenire a un giudizio complessivo sui

rischi per la stabilità dei prezzi. In particolare, l'analisi monetaria costituisce principalmente un mezzo di riscontro, in una prospettiva di medio-lungo periodo, per le indicazioni a breve e medio termine fornite dall'analisi economica.

L'analisi economica si incentra principalmente sull'esame degli andamenti economici e finanziari correnti e dei rischi per la stabilità dei prezzi nel breve e medio periodo impliciti in tali andamenti, nella prospettiva dell'interazione tra domanda e offerta nei mercati dei beni, dei servizi e dei fattori produttivi su questi orizzonti temporali. A tale proposito, debita considerazione è data alla necessità di individuare la natura degli shock che colpiscono l'economia, i loro effetti sul processo di formazione dei costi e dei prezzi e le prospettive di breve e medio termine per la loro propagazione nell'economia.

Tuttavia, l'analisi economica da sola non è in grado di cogliere i meccanismi tramite i quali i fattori monetari agiscono su orizzonti temporali più lunghi e di individuare le tendenze di più lungo termine sottostanti la dinamica dei prezzi. È quindi necessario che la politica monetaria tenga esplicitamente conto delle informazioni contenute nelle tendenze della crescita monetaria nel medio periodo, che empiricamente risultano strettamente associate con la formazione dei prezzi su orizzonti temporali più lunghi.

L'indiscussa stretta connessione tra la crescita della moneta e l'inflazione nel medio e lungo termine fornisce alla politica monetaria una solida e affidabile ancora nominale su orizzonti temporali più lunghi di quelli convenzionalmente adottati per costruire le previsioni di inflazione sulla base dei modelli macroeconomici standard. In tal senso, l'approccio della BCE rappresenta un impegno ad assicurare che, oltre a rispondere agli andamenti economici man mano che si verificano, essa tiene sotto attenta osservazione il fattore di fondo che determina l'evoluzione dei prezzi su orizzonti temporali lunghi, ovvero il tasso di crescita della moneta.

## Riquadro I

### LA RICERCA DI FONDO PER LA VALUTAZIONE DELLA STRATEGIA DI POLITICA MONETARIA DELLA BCE

Nel corso dell'inverno e della primavera del 2003 il Consiglio direttivo ha condotto una valutazione della strategia di politica monetaria della BCE. Gli esperti della BCE hanno predisposto dieci studi, in parte in collaborazione con autori esterni. I lavori si sono incentrati su questioni di natura tecnica considerate rilevanti, quali la scelta dell'indice dei prezzi e lo schema utilizzato per definire l'obiettivo della stabilità dei prezzi, le proprietà di indicatore degli aggregati monetari e la stabilità della domanda di moneta nell'area dell'euro. Questi studi sono stati resi disponibili sul sito Internet della BCE immediatamente dopo la diffusione, l'8 maggio 2003, del comunicato stampa sui risultati della valutazione della strategia. Successivamente essi sono stati raccolti in un unico volume, pubblicato dalla BCE a novembre dello stesso anno<sup>1</sup>.

Riguardo alla scelta dell'indice dei prezzi, uno degli studi ha confermato che lo IAPC resta un valido riferimento per i prezzi nell'area dell'euro, sebbene vi sia ancora un certo margine di miglioramento per quanto concerne la sua costruzione. In particolare, è importante rivedere con frequenza la copertura degli indici nazionali, al fine di garantire l'accuratezza e la confrontabilità dello IAPC e di ridurre la distorsione dovuta all'effetto di sostituzione. Questa distorsione si presenta quando un indice dei prezzi non tiene conto della possibilità che, a seguito del rincaro di certe voci, i consumatori decidano di sostituire i beni più cari con beni più convenienti pur continuando a ottenere lo stesso livello di utilità.

La questione relativa allo schema utilizzato per definire l'obiettivo della stabilità dei prezzi attiene alle implicazioni di annunciare tale obiettivo tramite un tasso specifico, un intervallo di valori o una definizione esclusivamente qualitativa della stabilità dei prezzi. Uno dei lavori si è focalizzato su tale problema analizzando i risultati di un'indagine sulle attese di inflazione di lungo periodo in quindici paesi industrializzati e riscontrando che nella maggior parte di essi tali attese erano saldamente ancorate. Dal confronto delle evidenze relative ai diversi schemi per la definizione degli obiettivi di inflazione, lo studio giunge alla conclusione che le caratteristiche specifiche degli annunci non hanno effetti manifesti sulla capacità di ancorare le attese di inflazione.

Un aspetto importante preso in esame da altri due studi è quello inerente alla presenza di un limite inferiore pari a zero per i tassi di interesse nominali e ai rischi legati a una prolungata deflazione o a una spirale deflazionistica. Nonostante alcuni costi connessi all'inflazione siano presenti anche in periodi di deflazione, quest'ultimo fenomeno è caratterizzato da problemi specifici particolarmente gravi che fanno ritenere auspicabile mantenere un tasso di inflazione moderatamente positivo come margine di sicurezza. Pur essendo basati su apparati teorici differenti, entrambi gli studi incentrati sulla presenza di un limite inferiore pari a zero per i tassi di interesse nominali concludono che la probabilità con cui tale vincolo di non negatività possa diventare stringente è un fattore qualitativamente poco importante nei casi in cui l'obiettivo di inflazione venga posto su un livello pari all'1 per cento o superiore.

La decisione presa dal Consiglio direttivo nel 1998 di assegnare alla moneta un ruolo primario si fonda sulla constatazione che nel medio-lungo periodo l'inflazione è un fenomeno

<sup>1</sup> BCE (2003), *Background Studies for the ECB's Evaluation of its Monetary Policy Strategy*.

monetario. Uno degli studi, nel quale viene passato in rassegna un nutrito corpo di analisi teoriche ed empiriche, conclude che una sistematica osservazione degli andamenti monetari da parte della banca centrale può contribuire a individuare shock potenzialmente destabilizzanti, difficilmente ravvisabili utilizzando un modello del settore reale. Un altro dei lavori svolti dagli esperti della BCE ha studiato il potenziale dell'aggregato monetario ristretto ai fini del miglioramento delle previsioni del PIL in termini reali. Contrariamente ai risultati ottenuti per gli Stati Uniti, lo studio ha riscontrato che, nell'area dell'euro, M1 ha migliori e più robuste proprietà di indicatore rispetto ai differenziali di rendimento. In un ulteriore lavoro sono stati condotti test formali sulla stabilità di breve e di lungo periodo della domanda di M3 nell'area dell'euro; questi hanno portato alla conclusione che né la stabilità dei parametri di lungo periodo né quella dei parametri di breve periodo della funzione di domanda di moneta potevano essere escluse. Un altro studio ha affrontato la questione relativa alle ragioni per cui la domanda di M3 è risultata più stabile nel complesso dell'area dell'euro che in singoli paesi, interni o esterni all'area. Tra gli altri risultati, l'analisi indica che la stabilità è stata accresciuta dall'aggregazione della domanda di moneta dei singoli paesi dell'area.

Il quadro di riferimento della BCE non implica una ripartizione del complesso di informazioni che servono a valutare le prospettive per i prezzi, né opera una rigida assegnazione degli indicatori all'analisi economica o a quella monetaria. Al contrario esso sfrutta le relazioni di complementarità fra le variabili informative considerate.

Al fine di riflettere in modo adeguato le funzioni di verifica incrociata dell'analisi monetaria nella comunicazione con il pubblico, il Consiglio direttivo ha deciso di modificare la struttura della dichiarazione introduttiva del Presidente per la conferenza stampa mensile della BCE, in modo da tenere conto del chiarimento sulla sua strategia di politica monetaria.

Il Consiglio direttivo ha inoltre deciso di non effettuare più a cadenza annuale una revisione formale del valore di riferimento per la crescita della moneta, allo scopo di sottolineare la natura di lungo periodo di tale valore come *benchmark* per la valutazione degli andamenti monetari. Il Consiglio direttivo continuerà tuttavia a valutare le condizioni e le ipotesi sottostanti a tale valore di riferimento e comunicherà eventuali variazioni di tali ipotesi non appena esse diventeranno necessarie.

## CONCLUSIONI

Con l'annuncio dell'8 maggio 2003 il Consiglio direttivo ha confermato e precisato la stra-

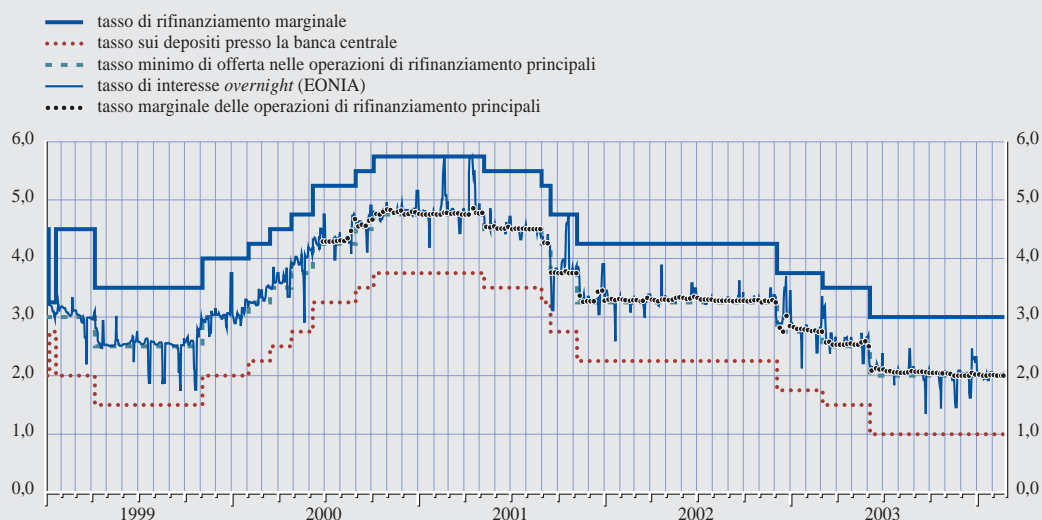
tegia di politica monetaria della BCE. La dichiarazione che esso si prefigge di mantenere tassi di inflazione inferiori ma prossimi al 2 per cento è del tutto coerente con la definizione della stabilità dei prezzi annunciata nell'ottobre 1998 e riflette una piena continuità con la conduzione della politica monetaria degli anni passati. Nel contempo, le modifiche apportate alla presentazione dell'assetto imperniato sui due pilastri, ora definiti "analisi economica" e "analisi monetaria" dovrebbero aiutare il pubblico a comprendere in modo più chiaro la conduzione della politica monetaria.

## 1.2 I TASSI DI RIFERIMENTO DELLA BCE SONO SCESI AI MINIMI STORICI NEL 2003

Durante la prima metà del 2003 la politica monetaria dell'area dell'euro ha operato in un contesto economico contraddistinto da un elevato grado di incertezza, riconducibile alle forti tensioni geopolitiche in Medio Oriente e alla connessa turbolenza nei corsi petroliferi e sui mercati finanziari. Nonostante in tale periodo la crescita del PIL in termini reali abbia ristagnato, le prospettive economiche sono progressivamente migliorate nel corso dell'estate, dopo la fine delle operazioni militari in Iraq e a seguito del normalizzarsi delle condizioni sul mercato dei capitali. Nel complesso del 2003 il PIL in termini reali dell'area

**Figura 2 Tassi di interesse della BCE e tasso di interesse *overnight***

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



Fonte: BCE.

Nota: il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali è il tasso applicato nelle aste a tasso fisso per le operazioni regolate prima del 28 giugno 2000. Successivamente viene riportato il tasso minimo di offerta delle aste a tasso variabile.

dell'euro è aumentato di appena lo 0,4 per cento, un risultato deludente se si tiene conto del fatto che già nel 2001 e nel 2002 aveva registrato tassi di espansione inferiori al potenziale (e rispettivamente pari all'1,6 e allo 0,9 per cento sui dodici mesi).

Nonostante la debolezza dell'economia, nel 2003 l'inflazione misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) ha subito un calo molto moderato (al 2,1 per cento in media, dal 2,3 dei due anni precedenti) sui dodici mesi, rimanendo lievemente al di sopra del limite superiore della definizione di stabilità dei prezzi della BCE. La dinamica persistentemente modesta dell'attività economica e il significativo apprezzamento dell'euro hanno tuttavia determinato, nell'anno, attese di un'attenuazione delle spinte inflazionistiche sul medio periodo.

In linea con la strategia di politica monetaria della BCE, il Consiglio direttivo ha sottoposto a verifica incrociata le indicazioni dei rischi per la stabilità dei prezzi provenienti dall'analisi economica con quelle fornite dall'analisi

monetaria. Nonostante, anche a seguito di riallocazioni di portafoglio, il ritmo di crescita della moneta sia rimasto sostenuto e si sia osservata la presenza di un considerevole eccesso di liquidità accumulatosi a partire dalla metà del 2001, nel 2003 l'andamento piuttosto modesto dell'economia e l'evoluzione moderata del credito hanno indotto a ritenere bassi i rischi inflazionistici.

A marzo e giugno del 2003 il Consiglio direttivo ha ridotto rispettivamente di 25 e 50 punti base i tassi di interesse di riferimento della BCE, che erano già stati abbassati di 50 punti base a dicembre 2002. Ciò ha riflesso la valutazione complessiva della prima metà dell'anno secondo la quale le pressioni inflazionistiche di medio periodo si stavano attenuando. Tali decisioni hanno ridotto il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali al minimo storico del 2,0 per cento e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rispettivamente al 3,0 e all'1,0 per cento (cfr. figura 2). Nella seconda metà del 2003 i suddetti tassi non sono stati modificati in

quanto il Consiglio direttivo li ha ritenuti compatibili con il mantenimento della stabilità dei prezzi sul medio periodo.

Un'analisi più dettagliata delle decisioni di politica monetaria adottate nel 2003 mostra come nei primi mesi dell'anno i dati economici siano stati sempre più coerenti con la valutazione secondo cui l'attività sarebbe rimasta moderata e avrebbe registrato tassi di crescita inferiori alle attese della fine del 2002. Le crescenti tensioni geopolitiche in Medio Oriente hanno destato incertezze riguardo alle prospettive per l'economia, determinato bruschi aumenti dei prezzi petroliferi e concorso ad accrescere la volatilità nei mercati finanziari. In tale contesto, benché lo scenario più probabile suggerisse un graduale rafforzamento della crescita del PIL in termini reali a partire dalla seconda metà dell'anno, i rischi si sono progressivamente orientati verso il basso. Gli squilibri macroeconomici accumulatisi nelle principali regioni economiche del mondo al di fuori dell'area dell'euro hanno acuito le incertezze circa la ripresa mondiale.

Agli inizi del 2003 l'inflazione misurata sullo IAPC è rimasta superiore al 2 per cento, in un contesto in cui il rincaro del petrolio e gli aumenti delle imposte indirette e dei prezzi amministrati hanno introdotto pressioni al rialzo sui prezzi. Il fatto che i tassi di crescita sui dodici mesi delle componenti meno volatili dello IAPC si siano mantenuti relativamente elevati, nonostante la debolezza dell'economia, e che gli incrementi dei salari nominali siano rimasti relativamente sostenuti, malgrado la crescita della disoccupazione e gli scarsi guadagni di produttività, ha destato qualche timore circa le prospettive per la stabilità dei prezzi nel medio periodo.

Nel complesso, tuttavia, durante la prima parte dell'anno l'esito più probabile desumibile dall'analisi economica era che l'inflazione sarebbe scesa e che si sarebbe infine stabilizzata su un livello inferiore al 2 per cento nel medio periodo. La fase protratta di debolezza economica veniva sempre più considerata un

fattore che, influenzando sulla dinamica salariale e sul processo di determinazione dei prezzi, avrebbe finito con il limitare i potenziali rischi verso l'alto per la stabilità dei prezzi. Inoltre, si riteneva che il rafforzamento dell'euro, iniziato nella primavera del 2002, con il tempo avrebbe moderato l'inflazione al consumo.

La crescita monetaria è rimasta vigorosa anche agli inizi del 2003, in parte come conseguenza dell'elevato grado di incertezza presente nell'economia e nei mercati finanziari, che ha continuato a determinare riallocazioni di portafoglio a favore di attività liquide a breve termine comprese in M3 e ha sostenuto il risparmio precauzionale. Pertanto, i rischi inflazionistici connessi agli andamenti monetari sono stati considerati bassi. A tale valutazione ha concorso anche la crescita stabilmente moderata dei prestiti al settore privato e, in particolare, alle società non finanziarie.

Nel complesso, il Consiglio direttivo ha ritenuto che i fattori in grado di attenuare l'inflazione nel medio periodo avrebbero prevalso. Di conseguenza ha deciso, il 6 marzo 2003, di abbassare di 25 punti base i tassi di interesse di riferimento della BCE, portando al 2,5 per cento il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali.

Durante il secondo trimestre del 2003 è apparso sempre più chiaro che la crescita dell'economia in termini reali era debole e che sullo scenario della ripresa continuavano a pesare rischi verso il basso. Inizialmente è stato difficile valutare i possibili effetti delle operazioni militari in Iraq. Nonostante l'attenuarsi delle tensioni geopolitiche nel corso della primavera, l'improbabilità di un forte miglioramento del clima di fiducia e dell'economia nel breve periodo è apparsa sempre più evidente. Sulle prospettive economiche dell'Asia orientale hanno gravato inoltre i timori per gli effetti dell'epidemia di SARS. In aggiunta, altri rischi verso il basso rimanevano legati agli squilibri accumulati in precedenza al di fuori dell'area dell'euro e all'incertezza circa l'entità degli ulteriori aggiustamenti necessari al



settore delle imprese dell'area per accrescere la produttività e la redditività dopo il periodo prolungato di debole espansione e il forte calo dei corsi azionari.

Il prezzo del petrolio è diminuito con l'attenuarsi delle incertezze circa l'esito delle operazioni militari in Iraq. Alla luce della situazione economica e del persistente apprezzamento dell'euro, in giugno esistevano motivi per attendersi tassi di inflazione misurata dallo IAPC sui dodici mesi ben inferiori al 2 per cento nel medio periodo. Tale quadro degli andamenti dell'inflazione ha trovato conferma anche nelle proiezioni macroeconomiche formulate in giugno dagli esperti dell'Eurosistema e nelle previsioni elaborate da altre istituzioni internazionali durante il secondo trimestre dell'anno.

Una verifica incrociata delle informazioni derivanti dall'analisi economica con quelle provenienti dall'analisi monetaria ha indotto a ritenere che, come indicato dalla forte espansione delle componenti più liquide di M3, la crescita sostenuta di questo aggregato fosse riconducibile, in maniera sempre più decisa, al basso livello dei tassi di interesse. Nondimeno – poiché una porzione considerevole dell'eccesso di liquidità accumulatosi era ascrivibile alle riallocazioni di portafoglio e alla domanda di moneta per scopi precauzionali – la situazione monetaria complessiva è stata considerata meno preoccupante per l'andamento dei prezzi nel medio periodo, almeno in una fase di attività economica modesta.

In tale contesto il Consiglio direttivo ha deciso, il 5 giugno 2003, di abbassare di 50 punti base i tassi di interesse di riferimento della BCE. La riduzione, attuata al fine di mantenere l'inflazione a livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo, ha in parte controbilanciato i vari fattori che stavano esercitando un'influenza avversa sullo stato dell'attività economica.

Nella seconda metà dell'anno il clima di fiducia nell'area dell'euro si è prima stabilizzato

quindi è gradualmente migliorato in presenza di segnali di ripresa dell'economia mondiale. Un notevole calo dell'incertezza nei mercati azionari ha sostenuto il rialzo dei corsi iniziato nel secondo trimestre. In tale contesto sono aumentate le probabilità di un progressivo recupero dell'attività durante il secondo semestre del 2003 e di un suo ulteriore miglioramento nel corso del 2004.

La crescita sostenuta delle esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro è stata alimentata soprattutto dalla ripresa della domanda mondiale, che ha controbilanciato la minore competitività esterna di prezzo dell'area derivante dal marcato rafforzamento della moneta unica a partire dagli inizi del 2002. Di fatto, nella seconda metà del 2003 le esportazioni dell'area dell'euro sono cresciute significativamente, dopo il calo registrato nei sei mesi precedenti. Nel secondo semestre la domanda interna è rimasta debole. Tuttavia si riteneva che il basso livello dei tassi di interesse e le condizioni di finanziamento generalmente favorevoli – congiuntamente al miglioramento delle ragioni di scambio connesso all'apprezzamento dell'euro – avrebbero sostenuto la domanda del settore privato. Inoltre, gli aggiustamenti compiuti dal settore societario al fine di accrescere la produttività e la redditività hanno sorretto le aspettative di un graduale recupero degli investimenti delle imprese. Nel complesso, le previsioni e le proiezioni relative all'area dell'euro elaborate nella seconda metà del 2003 (comprese quelle macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema pubblicate a dicembre) indicavano un persistente rafforzamento della crescita del PIL in termini reali nel 2004 e nel 2005.

Durante la seconda metà dell'anno i rischi verso il basso di breve periodo rispetto allo scenario di ripresa economica graduale sono andati riducendosi; alla fine del 2003 sono stati ritenuti bilanciati dal Consiglio direttivo. Su orizzonti temporali più lunghi, tuttavia, l'incertezza continuava a essere legata a perduranti squilibri esterni in alcune regioni del mondo e ai loro potenziali effetti sulla sostenibilità della crescita mondiale.

Per quanto concerne i prezzi, nella seconda parte del 2003 il calo dell'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC non è risultato rapido e pronunciato come precedentemente previsto, soprattutto a causa di andamenti sfavorevoli dei prezzi dei prodotti alimentari e di quotazioni petrolifere notevolmente più alte rispetto a quelle attese dopo la fine del conflitto in Iraq, sebbene quest'ultimo effetto sia stato attenuato dall'apprezzamento dell'euro. Sull'inflazione hanno inoltre pesato gli aumenti delle imposte indirette e dei prezzi amministrati attuati nell'ultima parte del 2003 e agli inizi del 2004. A gennaio 2004 l'incremento dello IAPC sui dodici mesi è stato pari all'1,9 per cento.

Ciò nonostante, nella seconda metà del 2003 e agli inizi del 2004 il Consiglio direttivo ha ritenuto ancora favorevoli le prospettive per la stabilità dei prezzi oltre il breve periodo. Date le attese di un graduale recupero dell'attività economica, l'effetto congiunto di una moderata dinamica salariale e dell'espansione ciclica della produttività è stato considerato tale da contenere la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto. Inoltre si prevedeva che il recente e significativo rafforzamento dell'euro avrebbe contribuito all'attenuazione della dinamica dei prezzi all'importazione, moderando – sia direttamente sia indirettamente – l'inflazione al consumo. Nel complesso, nel corso del 2003 la moneta unica ha guadagnato circa l'11 per cento in termini effettivi nominali. Allo stesso tempo, il Consiglio direttivo ha riconosciuto che alla fine dello scorso anno e agli inizi del 2004 le prospettive per la stabilità dei prezzi dipendevano da varie ipotesi, tra cui quelle riguardanti la crescita dell'economia mondiale, le quotazioni del petrolio, i tassi di cambio, la dinamica salariale e le misure di politica di bilancio. Il Consiglio direttivo ha altresì ritenuto che le indicazioni a favore di attese di un aumento dell'inflazione nel lungo periodo provenienti dai mercati obbligazionari andassero tenute sotto attenta osservazione. Per quanto attiene agli andamenti monetari, nel secondo semestre la crescita di M3 è calata solo lentamente. Ciò ha riflesso uno spostamento piuttosto graduale della composizione

dei portafogli dalle attività monetarie verso quelle finanziarie a più lunga scadenza non comprese in M3. Inoltre, il basso livello dei tassi di interesse ha concorso all'espansione persistentemente robusta di attività molto liquide. Allo stesso tempo, nella seconda metà dell'anno è aumentato il ritmo di crescita sui dodici mesi dei prestiti al settore privato.

Agli inizi del 2004 la liquidità esistente nell'area dell'euro era ancora notevolmente superiore al livello necessario per finanziare una crescita non inflazionistica. Secondo il Consiglio direttivo, la possibilità che l'eccesso accumulato si traducesse in pressioni inflazionistiche nel medio periodo dipendeva in larga parte sia dall'entità delle modifiche alle precedenti riallocazioni di portafoglio sia dalla solidità della futura crescita economica. Di fatto, il persistere di un eccesso di liquidità potrebbe occasionare spinte inflazionistiche nel medio periodo. In tale contesto, il Consiglio direttivo ha rimarcato la necessità di seguire con attenzione gli andamenti monetari.

Nel complesso, durante la seconda metà del 2003 e agli inizi del 2004 il Consiglio direttivo della BCE ha ritenuto che l'orientamento della politica monetaria fosse idoneo ad assicurare la stabilità dei prezzi a medio termine. Di conseguenza, in tale periodo i tassi di interesse di riferimento della BCE sono stati mantenuti invariati. Allo stesso tempo, il Consiglio direttivo ha chiarito che avrebbe continuato a seguire da vicino tutti gli andamenti tali da influire sulla propria valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo.

## 2 GLI ANDAMENTI MONETARI, FINANZIARI ED ECONOMICI

### 2.1 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

#### LA CRESCITA DI M3 RESTA SOSTENUTA

La tendenza di forte crescita monetaria nell'area dell'euro, iniziata a metà del 2001, si è protratta nel 2003. Il tasso di incremento sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio M3 è salito ulteriormente, collocandosi in media all'8,0 per cento, rispetto al 7,2 nel 2002 e al 5,4 nel 2001. Tuttavia, la crescita ha mostrato profili divergenti nell'arco dell'anno: dopo essersi rafforzata ulteriormente nella prima metà del 2003, raggiungendo nel secondo trimestre il livello massimo dell'8,5 per cento sui dodici mesi, nella seconda metà essa ha evidenziato una lieve moderazione, portandosi al 7,6 per cento nel quarto trimestre (cfr. figura 3).

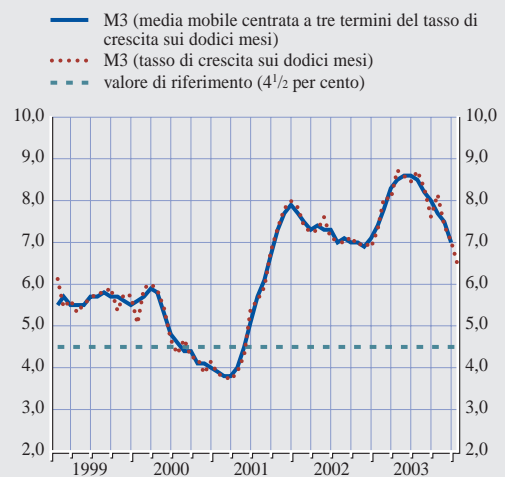
Il protrarsi dell'accelerazione di M3 nella prima metà del 2003 ha riflesso, in larga misura, la spiccata preferenza degli investitori dell'area per le attività liquide a fronte dell'elevata incertezza che ha caratterizzato i mercati finanziari e il contesto geopolitico, delle prospettive, allora ancora incerte, per la crescita economica e l'occupazione, e della curva dei rendimenti piuttosto piatta. L'espansione della moneta è stata altresì alimentata dal basso livello dei tassi di interesse.

Nella seconda metà dell'anno, la dinamica della moneta è stata leggermente più moderata. Il miglioramento delle condizioni nei mercati finanziari e delle prospettive economiche ha solo gradualmente spinto gli agenti economici a orientarsi nuovamente verso attività finanziarie a più lungo termine e a diminuire il risparmio a scopo precauzionale. Il basso livello dei tassi di interesse, d'altra parte, ha continuato a sostenere la crescita della moneta.

La dinamica sostenuta di M3 osservata dalla metà del 2001 ha determinato nell'area dell'euro livelli di liquidità significativamente superiori a quelli necessari per finanziare una crescita non inflazionistica. Ciò è illustrato dal marcato incremento delle misure del *gap* monetario (cfr. figura 4), che mostrano le

**Figura 3 Crescita di M3 e valore di riferimento**

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



Fonte: BCE.

deviazioni cumulate della crescita di M3 rispetto al valore di riferimento dall'inizio del 1999<sup>2</sup>. Sia il *gap* monetario nominale sia quello reale hanno continuato ad aumentare sensibilmente nel 2003, portandosi nel quarto trimestre sul livello più elevato dall'inizio della Terza fase dell'Unione economica e monetaria (UEM)<sup>3</sup>.

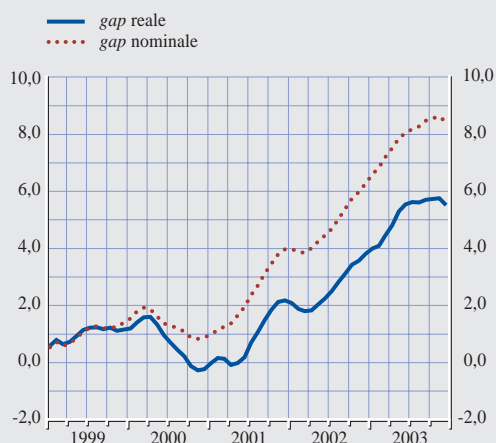
Al perdurare della sostenuta espansione della moneta nel 2003 hanno contribuito principalmente le componenti più liquide, ossia quelle che costituiscono l'aggregato ristretto M1 (cfr. tavola 1). Fra queste, la persistente crescita sostenuta delle banconote e monete in circolazione ha riflesso il continuo accrescimento

<sup>2</sup> La misura del *gap* monetario nominale corrisponde alla differenza fra il livello effettivo di M3 e il livello che risulterebbe da una crescita costante al valore di riferimento, pari al 4½ per cento, dal dicembre 1998 (scelto come periodo base). La misura del *gap* monetario reale è data dalla differenza fra il livello effettivo di M3, deflazionato con l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), e il livello che risulterebbe in termini reali da una crescita nominale costante di M3 pari al valore di riferimento e da un'inflazione al consumo in linea con la definizione di stabilità dei prezzi della BCE (sempre utilizzando dicembre 1998 come periodo base).

<sup>3</sup> Va considerato tuttavia che, poiché la scelta del periodo base è in una certa misura arbitraria, è necessario interpretare con cautela i livelli delle misure del *gap* monetario.

**Figura 4 Stime del gap monetario nominale e reale**

(in percentuale rispetto allo stock della moneta M3; medie mobili centrate di tre mesi)



Fonte: BCE.

Nota: Per maggiori dettagli, cfr. la nota 2 a pag. 26.

delle disponibilità di circolante sia dei soggetti residenti nell'area dell'euro sia dei non residenti. Di conseguenza, nella seconda metà dell'anno la consistenza di banconote e monete in circolazione ha raggiunto livelli in linea con la tendenza di lungo periodo precedente alla sostituzione del contante in euro. Anche i depo-

siti a vista hanno segnato una decisa espansione nel 2003, per effetto sia del loro basso costo opportunità, sia, nella prima parte dell'anno, del forte clima di incertezza.

Il tasso di variazione sul corrispondente periodo del 2002 dei depositi a breve termine diversi da quelli a vista è rimasto sostanzialmente stabile nell'arco del 2003, situandosi in media al 5,0 per cento. Gli agenti economici hanno ridotto i fondi detenuti in depositi a tempo a breve termine (con durata prestabilita fino a due anni), mentre sono notevolmente aumentati i depositi a risparmio a breve termine (rimborsabili con preavviso fino a tre mesi), in risposta al graduale assottigliamento, nella prima metà dell'anno, del differenziale tipicamente positivo fra i rispettivi tassi di interesse corrisposti dalle istituzioni finanziarie monetarie (IFM).

Infine, nel 2003 il tasso di crescita sui dodici mesi degli strumenti negoziabili è sceso all'8,4 per cento, dall'11,3 dell'anno precedente. La flessione, avvenuta soprattutto nella seconda metà dell'anno, fa ritenere che gli agenti economici abbiano iniziato lentamente a ridurre gli investimenti nelle attività sicure a breve termine comprese in M3, in risposta alla minore

**Tavola I Tavola riepilogativa delle variabili monetarie**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; medie annuali e trimestrali; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)

	2002	2003	2002 4° trim.	2003 1° trim.	2003 2° trim.	2003 3° trim.	2003 4° trim.	2004 gen.
<b>M1</b>	7,6	11,0	8,8	10,1	11,3	11,5	11,2	11,2
Banconote e monete in circolazione	-11,8	32,2	12,9	39,1	35,7	29,6	26,2	25,0
Depositi a vista	10,9	8,2	8,2	6,6	8,1	8,9	9,1	9,1
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	5,7	5,0	4,8	4,3	5,5	5,7	4,7	3,7
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	2,3	-1,0	1,5	0,4	0,0	-1,5	-3,2	-3,7
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	8,5	9,9	7,6	7,5	9,9	11,4	10,9	9,4
<b>M2</b>	6,6	8,0	6,7	7,1	8,3	8,5	7,9	7,4
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	11,3	8,4	8,5	10,5	9,8	7,4	6,0	1,1
<b>M3</b>	7,2	8,0	7,0	7,6	8,5	8,3	7,6	6,4
<b>Credito a residenti nell'area dell'euro</b>	4,5	5,1	4,1	4,2	4,8	5,4	5,9	5,9
Credito alle amministrazioni pubbliche	1,6	4,3	2,0	2,1	3,5	4,9	6,6	6,2
Prestiti alle amministrazioni pubbliche	-1,0	0,2	-1,2	-1,2	-0,4	1,0	1,5	1,4
Credito al settore privato	5,3	5,3	4,7	4,8	5,1	5,5	5,7	5,8
Prestiti al settore privato	5,3	5,0	4,8	5,0	4,6	4,9	5,3	5,5
<b>Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)</b>	4,4	5,6	5,2	5,1	5,2	5,6	6,4	7,1

Fonte: BCE.

incertezza nei mercati finanziari e all'accentuarsi dell'inclinazione della curva dei rendimenti.

Nello scorso gennaio il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato M3 è ulteriormente diminuito, al 6,4 per cento. Ciò ha confermato l'ipotesi secondo cui gli investitori nell'area dell'euro avrebbero gradualmente riallocato i propri portafogli a favore di attività a più lungo termine e più rischiose non comprese in M3. Allo stesso tempo il basso livello dei tassi di interesse ha continuato ad alimentare la domanda per attività monetarie.

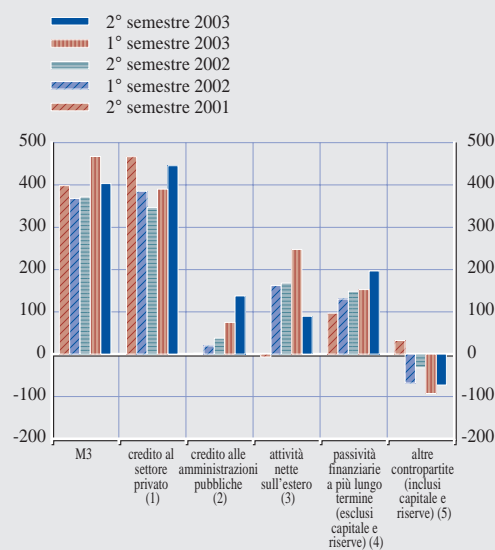
#### AUMENTA LA CRESCITA DEL CREDITO DELLE IFM AL SETTORE PRIVATO

La figura 5 fornisce una visione di insieme dei flussi sui dodici mesi di M3 e delle sue contropartite nel bilancio consolidato del settore delle IFM. L'accelerazione dell'aggregato monetario ampio nella prima metà del 2003 va principalmente ricondotta ai maggiori tassi di incremento sui dodici mesi delle attività nette sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro e del credito totale da queste erogato ai residenti nell'area; nello stesso periodo l'espansione delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (al netto di capitale e riserve) si è invece mantenuta sostanzialmente stabile. Nella seconda metà del 2003, alla moderazione della crescita di M3 hanno fatto riscontro l'aumento del tasso di crescita delle passività a più lungo termine delle IFM (al netto di capitale e riserve) e la decelerazione delle loro attività nette sull'estero. Con l'accentuarsi dell'inclinazione della curva dei rendimenti e il ridursi dell'incertezza del contesto finanziario, gli investitori potrebbero avere ripreso a investire maggiormente in attività a più lungo termine sia interne sia estere. Nondimeno, l'espansione del credito totale delle IFM ai residenti nell'area ha continuato a rafforzarsi.

Esaminando la dinamica del credito in maggiore dettaglio, si rileva che il tasso di crescita sui dodici mesi del credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro è salito dal 4,1 per cento nel quarto trimestre del 2002 al 5,9 nel corrispondente periodo del 2003; l'andamento

**Figura 5 Variazioni di M3 e delle sue contropartite**

(flussi sui dodici mesi, dati di fine periodo in miliardi di euro corretti per la stagionalità e gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.  
M3 = 1 + 2 + 3 - 4 + 5

è imputabile al maggiore fabbisogno di finanziamento sia del settore privato sia di quello pubblico.

Dopo la flessione registrata tra la metà del 2000 e la fine del 2002, la crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato (che rappresentano l'87 per cento del credito delle IFM a questo settore) è risultata relativamente stabile nella prima metà del 2003, per poi risalire nella restante parte dell'anno. La debole crescita economica avrebbe compensato, in particolare nella prima metà del 2003, l'effetto dei modesti tassi bancari attivi nell'area dell'euro. Con il successivo miglioramento delle prospettive economiche, tuttavia, la domanda di prestiti si è lievemente accresciuta.

In una prospettiva di più lungo periodo, nel 2003 l'incremento sui dodici mesi dei prestiti al settore privato è stato, in termini reali, inferiore di circa 1/4 punti percentuali rispetto alla media di lungo periodo calcolata dal 1980. Nondimeno, in confronto ad altre fasi di

protratta debolezza dell'attività economica, nel 2003 la dinamica dei prestiti è rimasta relativamente robusta, riflettendo il livello strutturalmente più basso dei tassi di interesse prevalso dall'introduzione dell'euro.

Nel 2003 la BCE ha introdotto un'indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro. L'indagine, che fornisce informazioni sulle condizioni della domanda e dell'offerta nei mercati del credito dell'area, è stata concepita per integrare altre statistiche sui tassi di interesse e sul credito delle IFM<sup>4</sup>. Agli inizi del 2003, quasi la metà delle banche partecipanti hanno segnalato un inasprimento delle condizioni di finanziamento per i prestiti alle imprese. Nel corso dell'anno, tuttavia, il numero di questi istituti è diminuito in modo costante, indicando una certa stabilizzazione dei criteri per la concessione del credito nell'area. Per quanto attiene il settore delle famiglie, il numero di banche che hanno dichiarato di aver adottato criteri di erogazione del credito più rigidi è rimasto contenuto nell'arco dell'anno; ciò potrebbe aver sostenuto l'espansione relativamente robusta nel 2003 dei prestiti a questo settore (specie dei mutui per l'acquisto di abitazioni).

Il credito alle amministrazioni pubbliche ha segnato una notevole accelerazione nel 2003. L'andamento è ascrivibile all'ampliarsi dei disavanzi di bilancio, fenomeno a sua volta strettamente connesso con la debole crescita economica dell'area.

### **LA LIQUIDITÀ RIMANE ABBONDANTE**

In sintesi, nel 2003 la crescita sui dodici mesi di M3 è continuata a un ritmo sostenuto, nonostante la flessione osservata nella seconda metà dell'anno. Ciò ha determinato nell'area dell'euro l'accumulo di una liquidità superiore a quella necessaria per finanziare una crescita non inflazionistica. Tuttavia, si è considerato che i rischi inflazionistici connessi alla notevole liquidità in eccesso fossero limitati, dato che questa risultava in buona parte da passate riallocazioni di portafoglio e che l'attività economica restava modesta. Tale valutazione è stata confor-

tata dall'incremento relativamente moderato dei prestiti delle IFM al settore privato.

In prospettiva, se l'inversione delle passate riallocazioni di portafoglio non dovesse rafforzarsi, vi è il rischio che in presenza di un significativo rafforzamento dell'attività economica l'eccesso di liquidità alimenti la spesa, generando pressioni inflazionistiche nel medio periodo. Per questo motivo il Consiglio direttivo ha ripetutamente sottolineato la necessità di tenere sotto stretta osservazione gli andamenti monetari.

### **AUMENTANO LE EMISSIONI DI TITOLI DI DEBITO**

Nel 2003 il mercato dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro è cresciuto a un ritmo lievemente superiore all'anno precedente. Alla fine del 2003 il tasso di variazione sui dodici mesi delle consistenze di titoli di debito si è collocato al 7,3 per cento, contro il 6,3 per cento a fine 2002. La maggiore crescita complessiva è in larga parte riconducibile alla dinamica dei titoli a lungo termine, che rappresentavano a fine 2003 il 90,5 per cento delle consistenze totali. La quota dei titoli di debito denominati in euro sul totale delle emissioni lorde dei residenti nell'area è stata di circa il 94 per cento. Gli emittenti esteri hanno intensificato il ricorso a prestiti denominati in euro; le consistenze di titoli di debito in euro emessi da non residenti nell'area sono aumentate del 17,4 per cento nel 2003, a fronte del 12,9 nel 2002.

Fra gli emittenti residenti nell'area, l'incremento sui dodici mesi delle emissioni di titoli delle amministrazioni pubbliche è salito dal 5,0 per cento a fine 2002 al 5,5 per cento nel corrispondente periodo del 2003 (cfr. figura 6), sospinto principalmente dalla dinamica delle emissioni delle amministrazioni centrali, il cui tasso di crescita si è portato dal 4,1 al 4,7 per cento. Il tasso di variazione delle emissioni di titoli di debito delle amministrazioni pubbliche (che comprendono principalmente le amministrazioni statali e locali), è sceso al 21,9 per

<sup>4</sup> Si veda l'articolo "L'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro" nel numero di aprile 2003 del Bollettino mensile.

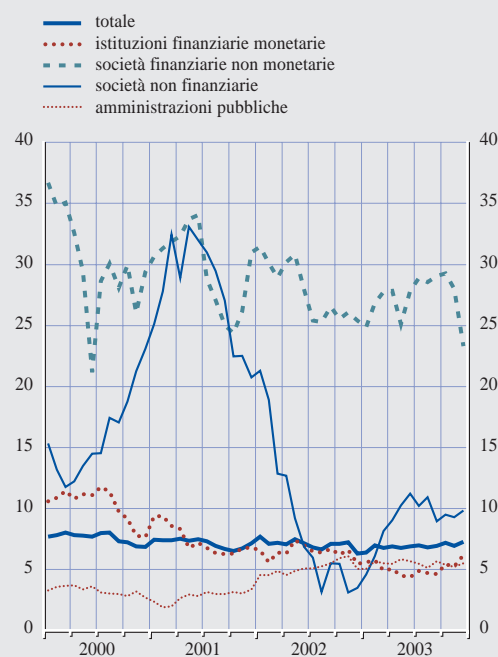
cento a fine 2003 (dal 28,0 per cento nel corrispondente periodo del 2002). L'attività di emissione relativamente sostenuta di entrambi i sottosettori riflette l'evoluzione meno favorevole dei conti pubblici e, in particolare, il persistere di una robusta domanda di prestiti da parte dei settori esterni alle amministrazioni centrali.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle IFM è aumentato, passando dal 5,4 al 6,2 per cento tra la fine del 2002 e la fine del 2003, mentre molto più pronunciato è stato l'aumento del tasso relativo alle società non finanziarie, salito dal 3,5 al 9,8 per cento. Nello stesso periodo l'incremento sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle società finanziarie non monetarie è passato dal 25,4 al 23,3 per cento. La vigorosa attività di emissione delle istituzioni private diverse dalle IFM è stata sostenuta da un ulteriore miglioramento delle condizioni di finanziamento e del clima di fiducia delle imprese nel corso dell'anno (cfr. il riquadro 2). La decisa accelerazione fatta osservare nel 2003 dai titoli di debito emessi dalle società non finanziarie va valutata tenendo conto della ridotta attività di emissione della seconda metà del 2002, quando numerose imprese avevano cercato di ridurre le passività a breve termine per tutelarsi contro le turbolenze finanziarie. All'origine del considerevole recupero dell'attività di emissione nel 2003 vi è la maggiore crescita sia dei titoli di debito a breve che di quelli a lungo termine.

A seguito di questi andamenti, alla fine del 2003 si è ulteriormente accresciuta la quota dei titoli di debito di società finanziarie non monetarie e

**Figura 6 Scomposizione per settore dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro**

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

Nota: i tassi di crescita sono basati sulle transazioni finanziarie e sono corretti per tenere conto di riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e di ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni.

di società non finanziarie sul totale delle consistenze di titoli emessi da residenti nell'area dell'euro, che si è portata al 14,5 per cento dal 13,4 della fine del 2002. Ciò è risultato in linea con la tendenza al rialzo della quota attribuibile alle istituzioni del settore privato diverse dalle IFM prevalsa negli anni precedenti (cfr. tavola 2). Di riflesso, la quota relativa al settore delle IFM è

**Tavola 2 Composizione settoriale delle consistenze delle obbligazioni denominate in euro emesse da residenti nell'area dell'euro**

(valori percentuali; dati di fine periodo)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Istituzioni finanziarie monetarie	37,2	38,6	39,0	38,6	38,4	38,0
Istituzioni diverse dalle IFM	8,1	9,5	11,2	12,9	13,4	14,5
<i>Società finanziarie non monetarie</i>	3,1	4,2	5,1	6,1	6,9	7,8
<i>Società non finanziarie</i>	4,9	5,3	6,1	6,8	6,6	6,7
Amministrazioni pubbliche	54,7	51,9	49,8	48,5	48,1	47,5
<i>Amministrazione centrale</i>	53,1	50,3	48,1	46,7	45,9	45,0
<i>Altre amministrazioni pubbliche</i>	1,7	1,6	1,6	1,8	2,2	2,5

Fonte: BCE.

## Riquadro 2

### IL MERCATO DELLE OBBLIGAZIONI DELLE IMPRESE NEI PAESI DELL'AREA DELL'EURO

Un mercato obbligazionario ampio e spesso offre alle aziende una fonte di finanziamento alternativa, che può contribuire allo sviluppo dell'economia. La decisione di una società di emettere titoli mobiliari viene determinata principalmente dalla necessità di reperire fondi e la scelta di questo strumento dipende da numerose considerazioni, relative al regime di tassazione, alle procedure fallimentari e ad altri costi.

Ai fini di questo riquadro, il settore delle imprese include le società non finanziarie e le società finanziarie non monetarie, ma non comprende le istituzioni finanziarie monetarie (IFM). Tra le società finanziarie non monetarie figurano le compagnie di assicurazione e altri intermediari finanziari, ma gran parte delle emissioni di questo settore viene effettuata tramite operatori che vengono chiamati società veicolo. Si tratta di istituzioni a carattere finanziario, il cui scopo principale è quello di raccogliere fondi per conto di un soggetto terzo, come istituti di credito, società non finanziarie, fondi di investimento o pubbliche amministrazioni. Da un punto di vista giuridico, una società veicolo può essere controllata dalla società finanziata oppure non intrattenere legami patrimoniali con tale società, che la costituisce per facilitare una particolare operazione finanziaria. In tal caso si parla di *special purpose vehicle* o SPV. Le SPV hanno per unico scopo quello di agire come canale per veicolare fondi dai prestatori verso i prenditori, non possono dedicarsi ad attività estranee alla transazione per cui sono state costituite e proteggono gli investitori dal rischio di fallimento del titolare originario dei crediti (*originator*)<sup>1</sup>.

Dall'inizio della Terza fase dell'Unione economica e monetaria (UEM), il tasso di crescita annuale medio delle emissioni di titoli di debito denominati in euro effettuate dal settore delle imprese ha ampiamente superato quello relativo al complesso degli altri settori. A partire dal gennaio 1999, le consistenze di titoli di debito in euro emessi da imprese non finanziarie sono cresciute a un tasso annuale medio del 14 per cento, un valore notevolmente più elevato del 2 per cento registrato nel corso della Seconda fase dell'UEM. Allo stesso modo, i titoli di debito denominati in euro emessi da imprese finanziarie non monetarie sono cresciuti ad un tasso annuale medio del 37 per cento dal gennaio 1999, rispetto all'11 per cento registrato nella Seconda fase dell'UEM. Attualmente il mercato delle obbligazioni delle imprese nell'area dell'euro si è ampliato per includere una varietà di emittenti provenienti da molteplici settori dell'economia con caratteristiche differenti riguardo alle necessità di finanziamento e al merito di credito. Quel che soleva essere un mercato limitato a prenditori con un *rating* elevato (uguale o maggiore di AA), è stato in grado di accogliere uno spettro di *rating* sempre più ampio, aprendosi al contempo a nuovi settori dell'economia. Sebbene nel biennio 2000-01 l'attività di emissione delle imprese non finanziarie si sia concentrata nei settori tecnologici, dei mezzi di informazione e delle telecomunicazioni, nel 2003 la quota delle emissioni effettuate in tali comparti è gradualmente tornata sui livelli precedenti all'introduzione della moneta unica.

Sebbene, negli ultimi tre anni, la crescita del mercato delle obbligazioni delle imprese sia stata molto forte nell'area dell'euro (cfr. figura 6 nel testo principale), la tendenza all'incremento

<sup>1</sup> Per informazioni maggiormente dettagliate sulla cartolarizzazione cfr. il riquadro 1 nell'articolo *Sviluppi recenti nelle strutture finanziarie dell'area dell'euro*, pubblicato nel numero di ottobre 2003 del Bollettino mensile, pagg. 49-51.



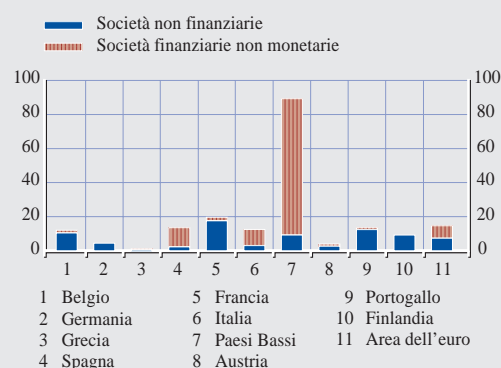
dell'accesso diretto a questo mercato è stata tutt'altro che omogenea nei paesi dell'area<sup>2</sup>. La figura mostra che il mercato dei titoli di debito emessi da imprese non finanziarie è relativamente ben sviluppato in Francia, dove alla fine del novembre 2003 esso rappresentava più della metà delle consistenze di tali titoli. I mercati delle obbligazioni delle imprese sono relativamente sviluppati anche in Portogallo, Finlandia, Paesi Bassi e Belgio. Le differenze tra paesi sono in una certa misura riconducibili al fatto che le emissioni di questi titoli sono state in parte effettuate tramite società finanziarie controllate.

Nell'area dell'euro, la rapida crescita delle emissioni obbligazionarie a partire dal 1999 in genere è stata strettamente correlata all'ondata di fusioni e acquisizioni, e ciò potrebbe spiegare, in parte, perché il grado di ricorso al mercato obbligazionario differisce in misura notevole nelle varie economie dell'area. Un'altra ragione è rappresentata dalle forti diversità del quadro fiscale ed istituzionale, nonché di altre caratteristiche che hanno contribuito a definire nel corso della storia le diverse strutture finanziarie.

Le differenze tra i vari paesi dell'area dell'euro sono ancora più marcate nel caso del mercato dei titoli di debito emessi da società finanziarie non monetarie (cfr. la figura). Secondo le statistiche elaborate dalla BCE, il mercato più importante per questi titoli è quello dei Paesi Bassi, seguito a una certa distanza da quelli di Italia e Spagna. Alla fine del 2003, il mercato olandese rappresentava quasi il 60 per cento delle consistenze di titoli di debito in euro emessi da società finanziarie non monetarie. Ciò è riconducibile, in una certa misura, a considerazioni di carattere fiscale. I beneficiari ultimi dei finanziamenti obbligazionari in molti casi sono società residenti in altri paesi dell'area dell'euro, che utilizzano istituzioni finanziarie domiciliate nei Paesi Bassi solo come veicolo di finanziamento. L'attività interna dei Paesi Bassi è riconducibile principalmente alla cartolarizzazione di mutui ipotecari concessi dalle IFM<sup>3</sup>. Queste obbligazioni con garanzia ipotecaria (*mortgage-backed securities*), che prevedono la cessione delle attività da parte del prestatore o dell'*originator* (ad esempio una IFM) a un soggetto distinto, la SPV, sono differenti dai *covered bonds* (titoli di debito garantiti da crediti che rimangono iscritti sul bilancio del prestatore). Questi ultimi vengono indicati anche con il nome di *Pfandbrief*. Nel complesso, come nel caso dei titoli di credito emessi da imprese non finanziarie, le differenze osservate nello sviluppo del mercato dei titoli emessi dalle società finanziarie non monetarie nelle varie economie dell'area dipendono in larga parte da fattori di carattere storico, fiscale e istituzionale.

### Consistenze di titoli di debito in euro emessi da società dell'area dell'euro diverse dalle IFM

(in percentuale del PIL, dati di fine dicembre 2003)



Fonti: BCE e Eurostat.

Nota: Le statistiche di fonte BCE sulle emissioni di valori mobiliari nell'area dell'euro non sono al momento armonizzate; ciò dà origine a differenze nei dati relativi ai diversi paesi. Le statistiche della BCE sull'emissione di titoli per quanto attiene le consistenze di titoli di debito emessi da società diverse dalle IFM residenti in Irlanda e Lussemburgo non sono disponibili. I dati su PIL si riferiscono al 2002.

<sup>2</sup> Cfr. BCE (2002), *Report on financial structures*.

<sup>3</sup> Cfr. *Growing importance of securitisation and special purpose vehicles (SPVs)*, in De Nederlandsche Bank Statistical Bulletin, dicembre 2003, pagg. 31-35.

**Tavola 3 Finanziamento e investimenti finanziari del settore non finanziario nell'area dell'euro**

	Consistenze espresse in percentuale del finanziamento/degli investimenti finanziari (del settore) <sup>1)</sup>	Tassi di crescita sul periodo corrispondente (a fine periodo) <sup>2)</sup>						
		2000	2001	2002	2003 1° trim.	2003 2° trim.	2003 3° trim.	2003 4° trim. <sup>2)</sup>
		<b>Finanziamento</b>						
<b>Settore non finanziario</b>	<b>100</b>	<b>6,2</b>	<b>4,5</b>	<b>3,9</b>	<b>4,3</b>	<b>4,7</b>	<b>5,0</b>	<b>5</b>
Debiti finanziari <sup>3)</sup>	84,7	7,3	5,6	4,7	5,3	5,6	5,8	5 3/4
<i>di cui:</i> a breve termine	15,0	11,5	5,4	2,1	5,2	7,1	6,5	5
<i>di cui:</i> a lungo termine	69,7	6,4	5,6	5,3	5,3	5,2	5,6	5 3/4
<b>Famiglie <sup>3),4)</sup> (prestiti)</b>	<b>23,2</b>	<b>7,4</b>	<b>5,7</b>	<b>6,6</b>	<b>6,6</b>	<b>6,3</b>	<b>7,0</b>	<b>7 1/4</b>
<i>di cui:</i> a breve termine	7,3	6,3	-0,7	1,9	1,0	-1,0	-1,3	-1 1/2
<i>di cui:</i> a lungo termine	92,7	7,5	6,3	7,0	7,1	7,0	7,7	8
<b>Società non finanziarie</b>	<b>43,4</b>	<b>8,4</b>	<b>5,1</b>	<b>2,5</b>	<b>2,9</b>	<b>3,3</b>	<b>3,5</b>	<b>3 1/4</b>
Debiti finanziari <sup>3)</sup>	64,8	14,6	8,8	3,9	4,9	5,1	4,9	4 3/4
<i>di cui:</i> a breve termine	19,3	20,6	4,7	-2,5	0,4	3,9	3,0	3
<i>di cui:</i> a lungo termine	45,5	11,8	10,9	7,0	7,0	5,6	5,7	5 1/2
azioni quotate	35,2	3,4	1,5	0,7	0,4	0,8	1,0	3/4
<b>Amministrazioni pubbliche <sup>3)</sup></b>	<b>33,4</b>	<b>1,9</b>	<b>2,8</b>	<b>4,1</b>	<b>4,8</b>	<b>5,5</b>	<b>5,7</b>	<b>5 1/4</b>
<i>di cui:</i> a breve termine	14,8	-1,9	9,5	11,6	16,5	16,2	15,7	11 1/4
<i>di cui:</i> a lungo termine	85,2	2,5	1,8	2,9	3,0	3,7	4,0	4 1/4
<b>Investimenti finanziari</b>	<b>100</b>	<b>6,0</b>	<b>4,6</b>	<b>4,4</b>	<b>4,5</b>	<b>5,0</b>	<b>5,1</b>	<b>.</b>
<i>di cui:</i> investimenti finanziari a breve termine <sup>5)</sup>	43,1	3,8	5,8	5,3	5,3	5,9	5,4	.
<i>di cui:</i> investimenti finanziari a lungo termine <sup>6)</sup>	55,7	7,2	4,3	4,0	4,0	4,1	4,5	.
Circolante e depositi	37,9	3,4	4,6	4,9	5,9	6,5	6,7	.
Titoli non azionari	13,3	9,2	7,7	4,2	0,7	-0,7	-1,8	.
Quote di fondi comuni	12,2	6,2	5,6	4,3	5,3	6,8	6,7	.
<i>di cui:</i> quote di fondi comuni (esclusi quelli monetari)	9,6	7,0	3,7	3,1	4,2	5,6	6,3	.
<i>di cui:</i> quote di fondi comuni monetari	2,7	0,1	21,1	11,3	11,2	12,9	8,7	.
Azioni quotate	12,2	6,1	-0,4	1,0	1,6	2,4	3,3	.
Riserve tecniche di assicurazione	24,4	8,5	7,2	6,5	6,4	6,5	6,5	.

Fonte: BCE.

1) Consistenze alla fine del terzo trimestre 2003. Eventuali mancate quadrature nei totali sono attribuibili ad arrotondamenti.

2) I dati relativi ai trimestri più recenti sono stati stimati sulla base delle statistiche monetarie e bancarie e delle statistiche sulle emissioni di titoli.

3) I debiti finanziari includono prestiti, titoli di debito, riserve dei fondi pensione e passività delle amministrazioni centrali. In particolare, quelli a breve termine, ossia con scadenza originaria fino a un anno, includono prestiti a breve termine, titoli di debito a breve termine e passività delle amministrazioni centrali. I debiti finanziari a lungo termine, ossia con scadenza originaria superiore a un anno, includono prestiti a lungo termine, titoli di debito a lungo termine e riserve dei fondi pensione delle società non finanziarie.

4) Compresa le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.

5) Gli investimenti finanziari a breve termine comprendono principalmente circolante e depositi (esclusi i depositi delle amministrazioni centrali), titoli di debito a breve termine e quote di fondi comuni monetari. A seguito dell'esclusione dei depositi delle amministrazioni centrali, la somma degli investimenti finanziari a breve e a lungo termine non è pari al 100 per cento. Nell'interpretare questi dati si dovrebbe avere ben presente che i depositi a breve e a lungo termine sono inclusi negli investimenti a breve termine.

6) Gli investimenti finanziari a lungo termine comprendono titoli di debito a lungo termine, quote di fondi comuni (esclusi quelli monetari), azioni quotate, prodotti assicurativi e previdenziali.

scesa al 38,0 per cento a fine 2003, mentre è scesa, al 47,5 per cento, quella del settore delle amministrazioni pubbliche.

### IN RIPRESA IL FINANZIAMENTO COMPLESSIVO DEL SETTORE NON FINANZIARIO DELL'AREA DELL'EURO

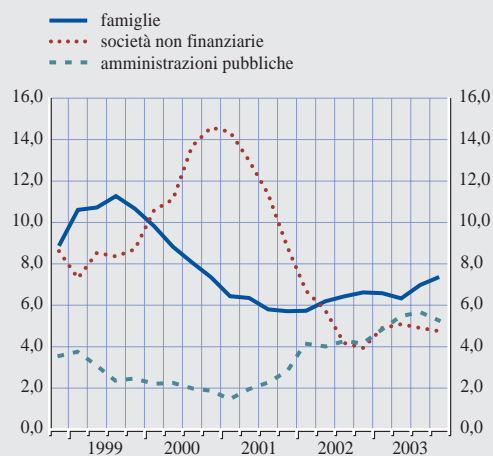
La crescita sui dodici mesi dei finanziamenti al settore non finanziario <sup>5</sup> dell'area dell'euro ha segnato un lieve recupero nel corso del 2003 (cfr. tavola 3). In particolare, si stima che il

tasso di crescita dei debiti finanziari sia aumentato al 5 3/4 per cento nel quarto trimestre, mentre è rimasto modesto quello relativo al finanziamento con emissione di azioni quotate. Questi andamenti rispecchiano un costo molto ridotto dell'indebitamento finanziario e un costo relativamente elevato del finanziamento con capitale di rischio.

5) Il settore non finanziario include le famiglie (comprese le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie), le società non finanziarie e le amministrazioni pubbliche.

**Figura 7 Debiti finanziari del settore non finanziario**

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

Nota: per maggiori dettagli, cfr. la tavola 3.

Nonostante la debole ripresa economica, nel 2003 è cresciuta ancora vigorosamente la domanda di credito delle famiglie (cfr. figura 7), in connessione con il perdurare di una forte domanda di prestiti per l'acquisto di abitazioni, sostenuta a sua volta sia dall'ulteriore aumento dei prezzi dell'edilizia residenziale, soprattutto in alcuni paesi, sia dal basso livello dei tassi di interesse sui mutui. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei debiti finanziari a breve termine è diminuito gradualmente fino ad assumere valori negativi nel secondo trimestre del 2003.

Nella prima metà del 2003 il tasso di crescita dell'indebitamento delle società non finanziarie è leggermente aumentato, in connessione con l'aumento della componente a breve termine; al contrario, nella seconda metà dell'anno è rimasto sostanzialmente stabile. Nel complesso, l'evoluzione dei debiti finanziari delle società non finanziarie ha portato negli ultimi anni a una sostanziale stabilizzazione del rapporto debito/PIL (cfr. la figura A nel riquadro 3).

In contrasto con l'aumento relativamente consistente dei debiti finanziari, nel 2003 la crescita delle azioni quotate emesse da società non

finanziarie è rimasta modesta. Vi è stata tuttavia una lieve ripresa nel corso dell'anno grazie al rialzo delle quotazioni, che tende ad abbassare il costo del finanziamento azionario.

Infine, nel 2003 sono cresciuti i debiti finanziari delle amministrazioni pubbliche, in larga misura a causa della debole crescita economica, ponendo sotto pressione la finanza pubblica dei paesi coinvolti.

#### **PERDURA LA RILUTTANZA ALL' INVESTIMENTO AZIONARIO DA PARTE DEL SETTORE NON FINANZIARIO**

La crescita sui dodici mesi degli investimenti finanziari del settore non finanziario ha registrato un lieve aumento nei primi tre trimestri del 2003. Per la prima metà dell'anno, l'aumento va ricondotto principalmente alla dinamica degli investimenti finanziari a breve termine, che ha riflesso, nel periodo considerato, la preferenza degli agenti economici per le attività liquide e non rischiose. Nel terzo trimestre, tuttavia, il tasso di crescita degli investimenti finanziari a breve termine è lievemente diminuito, in connessione con l'accentuarsi della pendenza positiva della curva dei rendimenti e la riduzione dell'incertezza sui mercati finanziari.

La crescita degli investimenti finanziari a lungo termine è rimasta sostanzialmente stabile nella prima metà del 2003 ed è ripresa nel terzo trimestre. Allo stesso tempo, la crescita sui dodici mesi degli investimenti in titoli di debito a lungo termine è diminuita nella prima metà dell'anno ed è poi rimasta su livelli ridotti. Il calo è presumibilmente connesso con il basso livello dei tassi di interesse, con la volatilità relativamente elevata nel mercato obbligazionario che ha caratterizzato il periodo, nonché, dal secondo trimestre, con il rialzo dei corsi azionari, che ha accresciuto l'attrattiva degli investimenti azionari rispetto a quelli obbligazionari. Il tasso di crescita sui dodici mesi degli investimenti in quote di fondi comuni (esclusi quelli monetari) è aumentato significativamente nei primi tre trimestri del 2003. Si è altresì registrato un recupero degli investimenti

### Riquadro 3

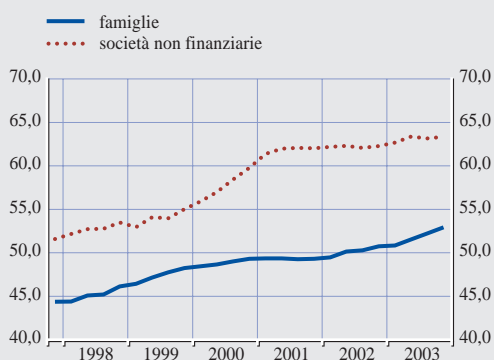
#### LA RECENTE EVOLUZIONE DELLA SITUAZIONE FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE E DELLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE DELL'AREA DELL'EURO

Tra la metà degli anni novanta e il 2000, l'indebitamento del settore privato non finanziario dell'area dell'euro è aumentato significativamente portando il rapporto debito/PIL su livelli relativamente elevati, in particolare per le società non finanziarie (cfr. figura A).

Come si può osservare nella figura B, nella seconda metà degli anni novanta è cresciuta la domanda di finanziamenti esterni delle società non finanziarie in seguito all'aumento del loro fabbisogno netto (cioè l'eccedenza degli investimenti reali rispetto alla somma di risparmio lordo e trasferimenti in conto capitale). Il fabbisogno di queste società è inoltre aumentato a causa di rilevanti acquisti netti di attività finanziarie, riconducibili alla forte crescita delle operazioni di fusione e acquisizione verificatesi nel corso del periodo considerato. In seguito, il peggioramento della loro situazione finanziaria assieme al deterioramento del contesto economico e all'andamento meno favorevole dei mercati dei capitali hanno fatto sorgere dei timori sulla vulnerabilità del settore. Tuttavia, nel valutare la sostenibilità degli attuali livelli di indebitamento, occorre tenere conto anche degli oneri finanziari. Di fatto, a causa della significativa e prolungata diminuzione del costo del debito nel corso degli anni novanta, fino dal 1996 la spesa per interessi delle società non finanziarie si è mantenuta sostanzialmente stabile in percentuale del PIL.

**Figura A Debito del settore privato non finanziario**

(in percentuale del PIL)



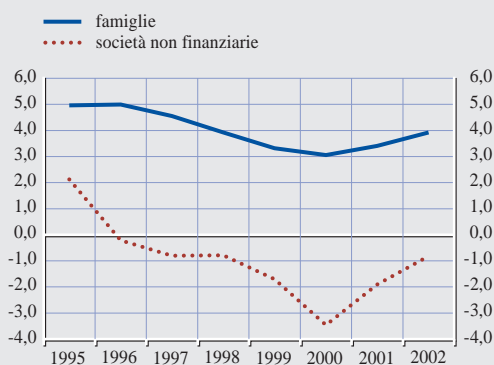
Fonte: BCE.

Nota: Per le società non finanziarie il debito si riferisce alla somma di prestiti, titoli di debito e riserve di fondi pensione. I dati relativi all'ultimo trimestre del 2003 sono stati stimati sulla base delle statistiche monetarie e bancarie e delle statistiche sulle emissioni di titoli.

I rapporti tra debiti e PIL calcolati sulla base dei dati trimestrali risultano in qualche misura inferiori a quelli calcolati sulla base dei dati annuali, principalmente per la mancata inclusione dei prestiti erogati dai settori non finanziari e da banche non residenti nell'area dell'euro. Per un confronto con i dati annuali, cfr. la figura 4 nell'articolo intitolato *Andamenti dei bilanci del settore privato nell'area dell'euro e negli Stati Uniti* nel numero di febbraio 2004 del Bollettino mensile.

**Figura B Saldi finanziari (accreditamento netto/indebitamento netto) del settore privato non finanziario**

(in percentuale del PIL)



Fonte: BCE.

Nota: Dati annuali. L'accreditamento netto/indebitamento netto sono definiti come la somma del risparmio lordo e dei trasferimenti in conto capitale meno le spese per investimenti lordi. I dati per il 2003 non erano disponibili al momento della pubblicazione.

Dal 2001, le società non finanziarie hanno ristrutturato i propri bilanci al fine di ridurre gradualmente gli squilibri finanziari. Le ristrutturazioni, le riduzioni dei costi e il ridimensionamento degli investimenti reali e finanziari hanno frenato la crescita dell'indebitamento e favorito un graduale recupero dell'autofinanziamento. Di conseguenza, tra il 2000 e il 2002 il fabbisogno netto delle società non finanziarie dell'area dell'euro è sceso gradualmente dal 3,5 allo 0,8 per cento del PIL e si prevede che sia rimasto sostanzialmente invariato nel corso del 2003. Nel contempo, dal 2001 il rapporto debito/PIL è cresciuto più lentamente, stabilizzandosi nel periodo più recente. Tenute in debito conto nella misura del possibile le differenze contabili, nel 2003 l'indebitamento delle società non finanziarie dell'area dell'euro si è collocato su livelli simili a quelli degli Stati Uniti e al di sotto dei livelli registrati in Gran Bretagna e in Giappone<sup>1</sup>.

La situazione finanziaria delle società non finanziarie dell'area dell'euro è nel complesso migliorata dal 2001. Questa tendenza si è riflessa in una percezione del rischio di questo settore più positiva fin dalla fine del 2002, come evidenziato dalla marcata riduzione dei differenziali di rendimento registrata dalle obbligazioni emesse da società non finanziarie. Ciononostante, potrebbero rivelarsi necessari ulteriori sforzi per migliorare la redditività e i bilanci in alcuni settori.

Per quanto riguarda la situazione finanziaria delle famiglie dell'area dell'euro, il loro indebitamento è costantemente cresciuto a partire dalla seconda metà degli anni novanta, riflettendo in particolare la forte crescita degli investimenti in abitazioni. Le favorevoli condizioni di finanziamento derivanti dal significativo calo dei tassi di interesse sui mutui hanno stimolato la domanda per i mutui medesimi e concorso al forte apprezzamento delle abitazioni in alcuni paesi dell'area dell'euro. Allo stesso tempo, l'aumento dei prezzi delle abitazioni ha contribuito alla necessità di contrarre prestiti per l'acquisto di abitazioni di importo più elevato, risultando anche in un incremento della ricchezza e in un aumento del valore delle garanzie ipotecarie. Nonostante la tendenza al rialzo del grado di indebitamento delle famiglie, gli oneri finanziari in percentuale del PIL sono rimasti su livelli inferiori a quelli osservati nei primi anni novanta, a causa del forte calo del costo del debito. Inoltre, confrontando il grado di indebitamento delle famiglie dei maggiori paesi industrializzati, le famiglie dell'area dell'euro sono significativamente meno indebitate rispetto a quelle degli Stati Uniti, della Gran Bretagna e del Giappone<sup>1</sup>.

Grazie alla ripresa del saggio di risparmio delle famiglie in atto dal 2001 in un contesto di incertezza economica (in particolare in materia di occupazione), è migliorato il saldo creditore delle famiglie dell'area dell'euro. Nel 2002, il saldo positivo era su livelli simili a quelli registrati a metà degli anni novanta (cfr. figura B) e si prevede che nel corso del 2003 si sia stabilizzato. Di conseguenza la situazione finanziaria delle famiglie dell'area dell'euro appare relativamente solida sebbene in alcuni paesi dell'area potrebbero sussistere dei rischi in connessione con i repentini aumenti registrati dai prezzi degli immobili.

<sup>1</sup> Cfr. l'articolo *Andamenti dei bilanci nel settore privato nell'area dell'euro e negli Stati Uniti* nel numero di febbraio 2004 del Bollettino mensile.

in azioni quotate da parte del settore non finanziario, sebbene la crescita sui dodici mesi sia rimasta contenuta rispetto agli ultimi anni novanta, confermando l'atteggiamento di cautela

degli agenti economici, perdurante seppure in calo in seguito alle perdite riportate sul portafoglio azionario dagli inizi del 2000.

## I TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO SI COLLOCANO SU LIVELLI MOLTO BASSI

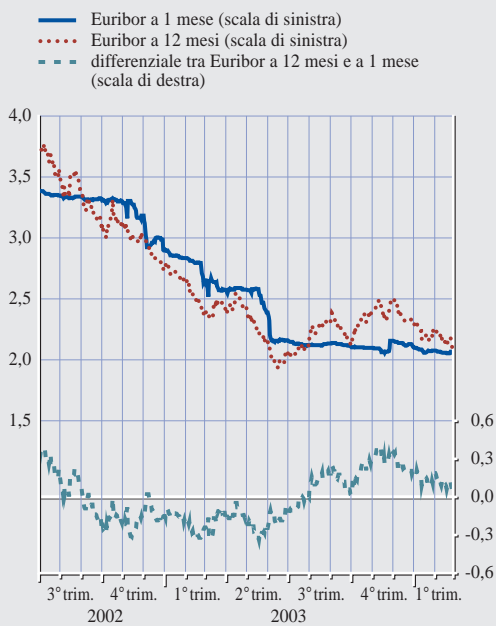
In linea con le riduzioni dei tassi di interesse di riferimento della BCE decise dal Consiglio direttivo in marzo e in giugno del 2003, i tassi di interesse del mercato monetario sono scesi nella prima metà dell'anno, proseguendo l'andamento calante in atto da metà maggio 2002. Questo andamento si è interrotto dopo la riduzione dei tassi di riferimento in giugno. Successivamente i tassi del mercato monetario a più lungo termine sono risaliti, contestualmente al rafforzarsi delle prospettive di ripresa economica.

Il mercato aveva ampiamente anticipato la diminuzione dei tassi di riferimento della BCE nella prima metà del 2003. Agli inizi dell'anno i tassi di interesse del mercato monetario a più lungo termine sono scesi, stante la modesta crescita economica e l'apprezzamento dell'euro, che hanno creato attese di un allentamento delle pressioni inflazionistiche. Nella prima metà del 2003, l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario (misurata dal differenziale fra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese) è rimasta sostanzialmente invariata su valori negativi, a seguito dei cali di entità analoga registrati dai tassi sulle diverse scadenze (cfr. figura 8).

A metà del 2003 l'andamento calante dei tassi del mercato monetario ha iniziato un'inversione riconducibile alla diminuzione del pessimismo e al graduale emergere di attese di una ripresa dell'attività nell'area in un contesto caratterizzato da livelli di liquidità superiori a quelli necessari per sostenere una crescita non inflazionistica. Verso la fine dell'anno il rialzo dei tassi si è in parte invertito, nella misura in cui l'apprezzamento della valuta europea ha smorzato le aspettative di un aumento dei tassi di interesse a breve termine. Alla fine del 2003 l'Euribor a un mese e quello a dodici mesi si collocavano rispettivamente al 2,10 e al 2,31 per cento, registrando livelli significativamente inferiori rispetto alla fine del 2002 ma in lieve ripresa rispetto alla metà del 2003.

**Figura 8 Tassi di interesse a breve termine nel mercato dell'area dell'euro**

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



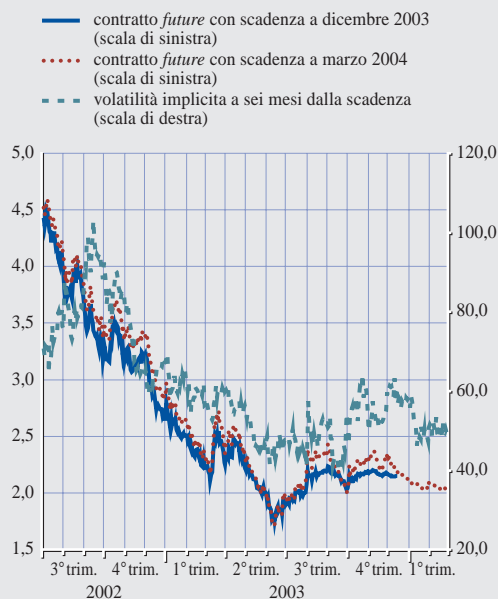
Fonte: Reuters.

Nei primi due mesi del 2004, i tassi Euribor sulle scadenze più lunghe sono lievemente diminuiti, in corrispondenza con revisioni al ribasso del livello dei tassi di interesse a breve termine atteso dagli operatori per il 2004. Il 27 febbraio, l'Euribor a un mese e quello a dodici mesi si sono collocati rispettivamente al 2,05 e al 2,09 per cento.

Con il progressivo allentamento delle tensioni economiche, finanziarie e geopolitiche verso la fine della prima metà del 2003, la volatilità implicita desunta dai prezzi delle opzioni sui contratti *future* sull'Euribor a tre mesi si è ridotta sensibilmente, rivelando il grado di incertezza estremamente basso attribuito in quel momento dagli operatori all'andamento futuro dei tassi a breve termine (cfr. figura 9). Dopo essersi attestata su livelli relativamente contenuti per diversi mesi, la volatilità è leggermente risalita verso la fine del 2003, restando tuttavia su valori ampiamente inferiori a quelli prevalenti un anno prima.

**Figura 9 Tassi *future* sull'Euribor a tre mesi e volatilità implicita**

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

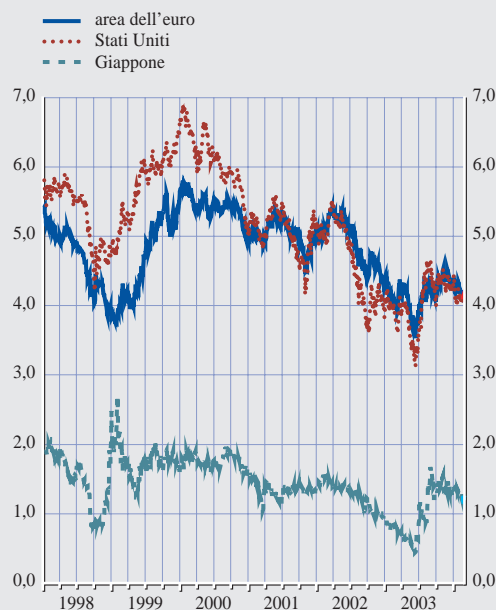


Fonti: Bloomberg, Reuters ed elaborazioni della BCE.

Nota: La volatilità implicita desunta da contratti con vita residua di sei mesi è ottenuta mediante interpolazione della curva per scadenza della volatilità implicita nei prezzi delle opzioni sui contratti *future* basati sull'Euribor a tre mesi (cfr. anche il riquadro *Le misure di volatilità implicita desunte dai prezzi delle opzioni sui contratti future sui tassi di interesse a breve termine* nel numero di maggio 2002 del Bollettino mensile, pagg. 14-16).

**Figura 10 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine**

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



Fonte: Reuters.

Nota: i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine si riferiscono a titoli a 10 anni o alla scadenza più vicina disponibile. Dal 1° gennaio 2001 i dati per l'area dell'euro includono la Grecia.

Nel segmento a brevissimo termine del mercato monetario, per quasi tutto il 2003 il tasso di interesse *overnight*, misurato dall'Eonia, ha oscillato intorno a livelli appena superiori al tasso minimo sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema. Il differenziale fra l'Eonia e il tasso minimo si è lievemente ampliato durante l'estate, per poi riportarsi su valori normali nel corso di settembre e ottobre in un contesto di distese condizioni di liquidità nel mercato monetario (cfr. capitolo 2, sezione 1.1).

### I MERCATI OBBLIGAZIONARI REGISTRANO MARCATE OSCILLAZIONI DURANTE L'INTERO 2003

Nel 2003 i rendimenti obbligazionari sui mercati mondiali sono stati caratterizzati da marcate oscillazioni, mostrando andamenti sostanzialmente analoghi nelle principali economie.

La volatilità è riconducibile alle mutevoli valutazioni degli operatori di mercato circa le prospettive per la crescita economica, l'inflazione e il relativo orientamento della politica monetaria. Le incertezze generate dalle tensioni geopolitiche hanno influito in misura considerevole, soprattutto nel primo trimestre dell'anno, poiché l'elevato grado di avversione al rischio ha innescato una ricomposizione dei portafogli dai mercati azionari a quelli a reddito fisso. Nel prosieguo dell'anno, l'attenuarsi di tali incertezze e l'emergere di chiari segnali di ripresa nelle maggiori economie hanno determinato una parziale inversione di questi flussi. Nel complesso, i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni nell'area dell'euro e negli Stati Uniti sono saliti di circa 10 e 50 punti base rispettivamente, attestandosi entrambi intorno al 4,3 per cento alla fine dell'anno (cfr. figura 10).

Nelle ultime settimane del 2003, il differenziale fra i rendimenti dei titoli statunitensi e quelli dell'area dell'euro si è collocato intorno a valori prossimi allo zero, dopo essere stato negativo per gran parte dell'anno.

Negli Stati Uniti i rendimenti dei titoli di Stato sono calati durante la prima metà del 2003, proseguendo la tendenza iniziata nel 2002. Il calo ha riflesso le valutazioni più pessimistiche degli operatori di mercato sulle prospettive di breve-medio periodo dell'attività economica, alla luce delle tensioni generate dall'incertezza geopolitica e dei deludenti dati macroeconomici. All'andamento ha altresì concorso la crescente preoccupazione degli investitori per il rischio di tendenze deflazionistiche nell'economia statunitense. Conseguentemente, a metà giugno, i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni sono scesi su livelli storicamente bassi, pari al 3,1 per cento. Il successivo aumento dei rendimenti obbligazionari va attribuito principalmente alle revisioni al rialzo delle attese degli operatori sull'espansione economica e sull'inflazione, ma potrebbe essere altresì collegato ai sempre più forti timori riguardanti la sostenibilità degli ampi disavanzi di bilancio e delle partite correnti del paese. Le strategie di copertura del rischio di tasso di interesse delle agenzie statunitensi che operano nel settore dei mutui ipotecari potrebbero aver accentuato sia la tendenza al ribasso dei rendimenti obbligazionari, sia il loro marcato recupero nel corso dell'estate. Nonostante quest'ultimo rialzo, i rendimenti obbligazionari a lungo termine si collocavano a fine anno su livelli relativamente bassi, grazie anche all'effetto dell'opinione diffusa fra gli operatori secondo cui la Federal Reserve potrebbe mantenere i tassi a breve termine su livelli molto bassi ancora per lungo tempo.

L'incertezza degli operatori riguardo agli andamenti futuri dei rendimenti obbligazionari nei mercati statunitensi è stata relativamente elevata durante tutto l'anno, come è desumibile dalla volatilità implicita nei contratti *future* sui titoli a dieci anni emessi dal Tesoro statunitense, che ha raggiunto livelli elevati in termini

storici, soprattutto durante l'estate. L'incertezza avrebbe riflesso, in una certa misura, il dibattito aperto sulla sostenibilità di rendimenti obbligazionari a lungo termine molto bassi negli Stati Uniti.

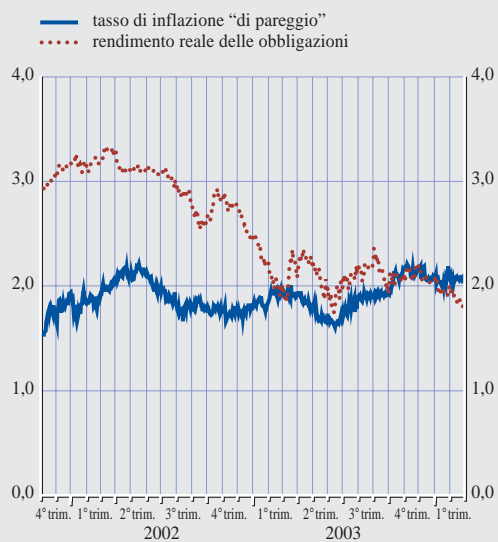
In Giappone, i rendimenti obbligazionari a lungo termine hanno evidenziato un profilo analogo a quelli degli Stati Uniti e dell'area dell'euro, pur mantenendosi su livelli ampiamente inferiori. Nella prima metà del 2003 i rendimenti obbligazionari a dieci anni hanno toccato minimi storici (pari a circa lo 0,4 per cento a metà giugno), in ragione del crescente pessimismo degli investitori riguardo le prospettive dell'economia nipponica. I timori degli operatori sono scaturiti dal deciso apprezzamento dello yen rispetto al dollaro statunitense, considerato un fattore negativo per le esportazioni giapponesi, nonché dalle ripercussioni dell'epidemia di SARS. I rendimenti obbligazionari a dieci anni hanno registrato un sensibile rialzo nel terzo trimestre per poi stabilizzarsi nell'ultimo scorcio dell'anno; il 31 dicembre essi si sono collocati all'1,4 per cento, un valore prossimo ai livelli osservati per l'ultima volta agli inizi del 2002. Le circostanze che hanno concorso al rialzo dei rendimenti a lungo termine nella seconda metà dell'anno sono state le attese di una ripresa economica più rapida e le riallocazioni di portafoglio dai mercati a reddito fisso a quelli dei titoli azionari.

Nell'area dell'euro, gli andamenti dei mercati a reddito fisso nel 2003 hanno rispecchiato in larga misura quelli negli Stati Uniti, anche se con oscillazioni dei rendimenti relativamente più ridotte. Nella prima metà del 2003, l'ottimismo del mercato riguardo alle prospettive di crescita si è progressivamente affievolito, sospingendo al ribasso i tassi di interesse a lungo termine. Il forte grado di incertezza risultante dalla situazione geopolitica si è tradotto in un aumento dell'avversione al rischio, innescando così ricomposizioni di portafoglio dai mercati azionari verso quelli a reddito fisso, alla ricerca di investimenti più sicuri. Dalla metà di giugno i rendimenti obbligazionari



**Figura 11 Rendimento reale a lungo termine delle obbligazioni e tasso di inflazione di pareggio nell'area dell'euro**

(punti percentuali; dati giornalieri)



Fonti: Reuters, Ministero del Tesoro francese e ISMA.

Nota: i rendimenti reali dei titoli dell'area dell'euro sono ricavati dai prezzi di mercato dei titoli di Stato francesi indicizzati allo IAPC dell'area (esclusi i prezzi del tabacco) con scadenza nel 2012. Il metodo utilizzato per calcolare il tasso di inflazione di pareggio è descritto a pagina 16 del numero di febbraio 2002 del Bollettino mensile.

dell'area dell'euro hanno iniziato a salire, ancorché in misura minore rispetto agli Stati Uniti. All'origine del recupero vi sono le revisioni al rialzo da parte degli operatori sia delle attese sulla crescita economica, sia, in una certa misura, delle aspettative di inflazione. In effetti, il tasso di inflazione "di pareggio", misurato dal differenziale fra i rendimenti nominali dei titoli a dieci anni e quelli sui titoli con pari scadenza indicizzati, è alquanto aumentato dopo la metà di giugno, sebbene ciò sia in parte riconducibile a fattori tecnici (cfr. figura 11). Il grado di incertezza prevalente nei mercati obbligazionari dell'area dell'euro è variato poco nell'insieme del 2003, come si può desumere dalla dinamica della volatilità implicita nelle opzioni sui titoli di Stato. A differenza che negli Stati Uniti, inoltre, la volatilità non è stata, in generale, particolarmente elevata.

Le condizioni di finanziamento sui mercati delle obbligazioni societarie dell'area dell'euro

sono migliorate significativamente nella prima parte del 2003, rimanendo molto favorevoli fino alla fine dell'anno. Ad esempio, il costo relativo del finanziamento delle società con merito di credito BBB, misurato dal differenziale fra il rendimento delle loro obbligazioni e quello di titoli di Stato comparabili, è diminuito nel 2003 di circa 150 punti base, a un livello di circa 80 punti base alla fine dell'anno, storicamente molto basso. Questi sviluppi nelle condizioni di finanziamento vanno ricondotti a valutazioni più positive del rischio di credito societario da parte degli investitori, nonché alla maggiore preferenza di questi ultimi per le attività a più elevato rendimento, considerati i minimi storici raggiunti dai tassi di interesse privi di rischio.

All'inizio del 2004 i rendimenti obbligazionari a lungo termine si sono ridotti sensibilmente su tutti i principali mercati. Tra la fine di dicembre 2003 e il 27 febbraio 2004 i rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni sono scesi sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti, di 20 e 25 punti base rispettivamente. Nello stesso periodo, il differenziale di rendimento fra obbligazioni societarie con merito di credito BBB e titoli di Stato comparabili nell'area dell'euro è rimasto pressoché invariato.

#### **I TASSI DI INTERESSE DELLE IFM HANNO SOSTANZIALMENTE SEGUITO I TASSI DI MERCATO**

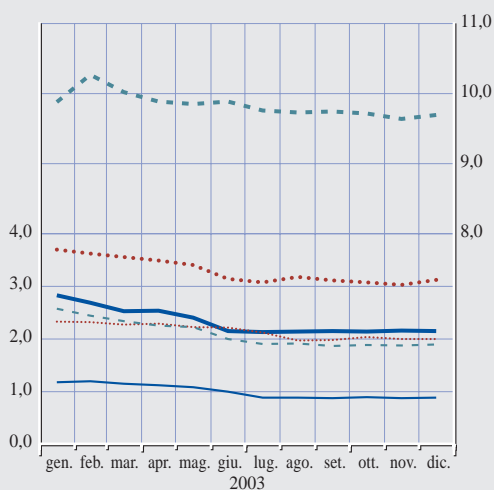
I tassi di interesse a breve termine applicati dalle IFM<sup>6</sup> sono diminuiti nella prima metà del 2003, per poi stabilizzarsi nel prosieguo dell'anno (cfr. figura 12). Tra gennaio e dicembre i tassi corrisposti sui depositi a risparmio a breve termine delle famiglie (rimborsabili con preavviso fino a tre mesi) e sui depositi a vista delle società non finanziarie sono scesi di circa 30 punti base, collocandosi rispettivamente al 2,0 e allo 0,9 per cento. Anche i tassi sui

6 La BCE ha pubblicato per la prima volta a dicembre 2003 le nuove statistiche sui tassi di interesse delle IFM dell'area dell'euro. I nuovi dati sono disponibili per il periodo da gennaio 2003 e sostituiscono le statistiche sui tassi di interesse al dettaglio pubblicate in precedenza e prodotte sulla base delle statistiche nazionali sui tassi di interesse già esistenti prima del 1999. Le nuove statistiche sui tassi di interesse delle IFM sono armonizzate e dunque generalmente utili ai fini di un confronto tra i vari paesi.

**Figura 12 Tassi di interesse delle IFM a breve termine e tasso di mercato a breve termine**

(variazioni percentuali in ragione d'anno; tassi sulle nuove operazioni)

- tasso del mercato monetario a tre mesi (scala di sinistra)
- ..... prestiti a breve termine a società non finanziarie<sup>1)</sup> (scala di sinistra)
- - - conti correnti attivi nei confronti delle famiglie (scala di destra)
- depositi a vista da società non finanziarie (scala di sinistra)
- ..... depositi a risparmio a breve termine delle famiglie<sup>2)</sup> (scala di sinistra)
- - - depositi a termine a breve scadenza delle famiglie<sup>3)</sup> (scala di sinistra)



Fonte: BCE.

1) Includono i prestiti a società non finanziarie superiori a un milione di euro a tasso variabile o con periodo iniziale di determinazione del tasso fino a un anno.

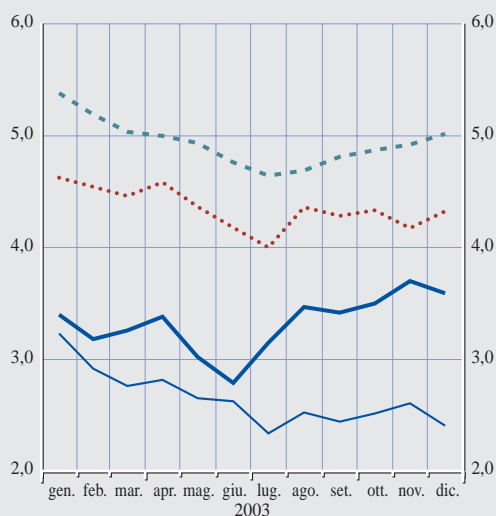
2) Comprendono i depositi delle famiglie rimborsabili con preavviso fino a tre mesi.

3) Comprendono i depositi delle famiglie con durata prestabilita fino a un anno.

**Figura 13 Tassi di interesse delle IFM a lungo termine e tasso di mercato a lungo termine**

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

- rendimenti sui titoli di stato a 5 anni
- ..... prestiti a lungo termine a società non finanziarie<sup>1)</sup>
- - - prestiti a lungo termine per acquisto di abitazione<sup>2)</sup>
- depositi a termine a lunga scadenza delle famiglie<sup>3)</sup>



Fonte: BCE.

1) Includono i prestiti a società non finanziarie superiori a un milione di euro con periodo iniziale di determinazione del tasso superiore a cinque anni.

2) Comprendono i prestiti alle famiglie con periodo iniziale di determinazione del tasso compreso tra cinque e dieci anni.

3) Comprendono i depositi delle famiglie con durata prestabilita superiore a due anni.

prestiti a breve termine sono diminuiti, pur se in misura diversa a seconda della tipologia del debitore. Dall'inizio del 2003, i tassi sui prestiti a società non finanziarie di importo superiore a un milione di euro e a breve termine (ossia a tasso variabile o con periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno) si sono ridotti di circa 60 punti base, portandosi al 3,1 per cento a dicembre, mentre i tassi applicati ai prestiti in conto corrente alle famiglie sono calati solo lievemente, di circa 20 punti base, al 9,7 per cento. La dinamica dei tassi di interesse a breve termine delle IFM si iscrive nel contesto della flessione di circa 70 punti base registrata dal tasso del mercato monetario a tre mesi nel 2003. I modi e i tempi

con cui il pronunciato calo dei tassi di mercato si è trasmesso ai tassi bancari a breve termine risultano sostanzialmente in linea con quelli storicamente osservati, specie per quanto concerne il ritardo con cui i tassi sui depositi a vista e quelli sui depositi a risparmio a breve termine tendono ad adeguarsi alle variazioni dei tassi di mercato.

I tassi di interesse a lungo termine applicati dalle IFM ai nuovi contratti sono diminuiti nella prima metà del 2003 per poi segnare un recupero a partire da agosto, ricalcando in linea di massima l'evoluzione dei rendimenti di titoli di Stato comparabili (cfr. figura 13). Per l'anno nel suo complesso, i tassi sui prestiti alle famiglie

per l'acquisto di abitazioni con periodo di determinazione iniziale del tasso tra i cinque e i dieci anni e quelli sui prestiti alle società non finanziarie, di importo superiore a un milione di euro e a lungo termine (con periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a cinque anni) sono diminuiti di circa 35 e 30 punti base, al 5,0 e al 4,3 per cento rispettivamente. Pertanto, la dinamica complessiva dei tassi di interesse a lungo termine relativi ai prestiti concessi dalle IFM ha fornito ulteriore evidenza delle condizioni di finanziamento molto favorevoli prevalse nel 2003. Per quanto concerne i tassi di interesse a lungo termine applicati dalle IFM sui depositi, i tassi sui depositi a lunga scadenza delle famiglie (con durata prestabilita superiore a due anni) sono scesi di 80 punti base fra gennaio e dicembre, a circa il 2,4 per cento.

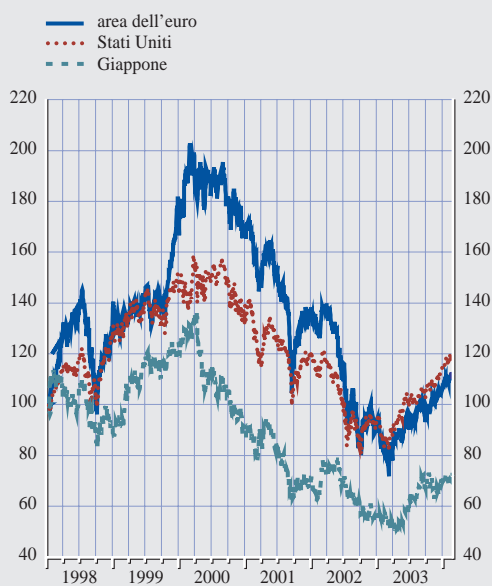
### IN FORTE RIALZO LE QUOTAZIONI AZIONARIE MONDIALI NEL 2003

Nel 2003 le quotazioni azionarie sono sensibilmente risalite nei principali mercati, ponendo fine al calo iniziato a marzo del 2000 e registrando il primo incremento sui dodici mesi dal 1999 (cfr. figura 14a). Il rialzo dei corsi è stato accompagnato da una significativa riduzione della volatilità implicita nelle opzioni sugli indici azionari, che misura il grado di incertezza degli operatori (cfr. figura 14b).

In generale, gli indici azionari ampi negli Stati Uniti, in Giappone e nell'area dell'euro hanno evidenziato andamenti simili nel corso del 2003. Il calo delle quotazioni registrato fino a metà marzo è ascrivibile al peggioramento delle prospettive sulla crescita mondiale e all'aumento dell'incertezza e dell'avversione al rischio. Tali fattori sembrerebbero essere

**Figura 14 (a) Indici dei corsi azionari**

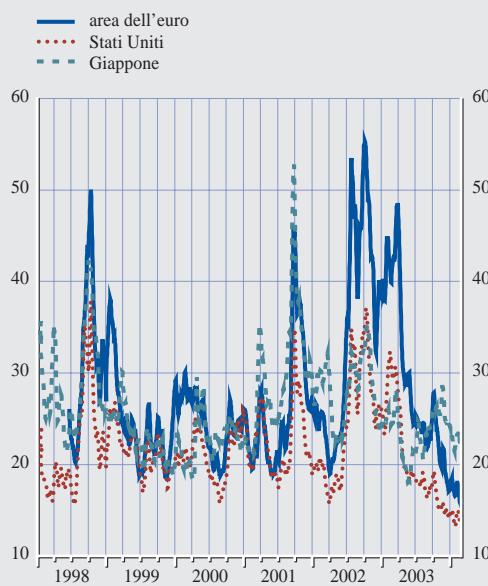
(indici: 1° gennaio 1998 = 100; dati giornalieri)



Fonte: Reuters.  
Nota: indice Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia) per l'area dell'euro, Standard and Poor's 500 per gli Stati Uniti e Nikkei 225 per il Giappone. Dal 1° gennaio 2001 i dati per l'area dell'euro includono la Grecia.

**Figura 14 (b) Volatilità implicita dei mercati azionari**

(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili su dieci giorni, calcolate su dati giornalieri)



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

stati strettamente connessi all'intensificarsi delle tensioni geopolitiche e al profilarsi di una guerra in Iraq. La "fuga" dai mercati azionari mondiali è stata altresì favorita dai crescenti timori sulla qualità degli utili societari, a seguito dei ripetuti scandali sulle irregolarità contabili. Nel resto dell'anno le quotazioni azionarie nei principali mercati hanno evidenziato una solida tendenza al rialzo. Inizialmente, il recupero dei listini è stato innescato da condizioni più distese sui mercati finanziari favorite dall'attenuarsi delle incertezze degli operatori in concomitanza con l'inizio delle operazioni militari in Iraq. Nella seconda metà dell'anno, le quotazioni sono state ulteriormente sostenute dal continuo miglioramento degli utili societari e dalle rischiarate prospettive per l'economia mondiale.

Complessivamente, tra la fine del 2002 e la fine del 2003, i corsi azionari negli Stati Uniti, misurati dall'indice Standard & Poor's 500, sono aumentati del 26 per cento. Nello stesso periodo, quelli giapponesi, misurati dall'indice Nikkei 225, sono aumentati del 24 per cento, mentre nell'area dell'euro l'indice Dow Jones Euro Stoxx ha guadagnato il 18 per cento.

Ai forti rialzi azionari registrati negli Stati Uniti nel 2003 potrebbe aver concorso anche il pacchetto di misure di stimolo all'economia varato dal Congresso a fine maggio, comprendente una riduzione delle aliquote di imposta sui dividendi e sulle plusvalenze patrimoniali. Alle migliori prospettive per le imprese si sono aggiunti, per gran parte del 2003, annunci di utili correnti superiori alle attese; al miglioramento degli utili correnti avrebbero contribuito nella prima metà dell'anno principalmente riduzioni dei costi e una ripresa dell'attività economica generale nella seconda metà.

In Giappone, le quotazioni azionarie sono calate nei primi quattro mesi del 2003, risentendo negativamente dei timori del mercato per i crediti in sofferenza del settore bancario nazionale. A ciò si è aggiunto l'impatto negativo del rafforzamento dello yen nei confronti del dollaro statunitense sulle quotazioni delle

imprese esportatrici. Fra aprile e metà settembre, i mercati azionari nipponici sono aumentati in misura sostenuta, sospinti dal miglioramento dei dati economici, da annunci di utili societari più consistenti e, forse, anche da effetti indiretti esercitati dal mercato azionario statunitense. A partire da metà settembre i corsi si sono sostanzialmente stabilizzati.

Nell'area dell'euro, gli andamenti dei corsi azionari hanno mostrato un forte sincronismo con quelli statunitensi. Come negli Stati Uniti, l'aumento delle quotazioni azionarie ha rispecchiato l'attenuarsi dell'incertezza del mercato e una valutazione più favorevole da parte degli operatori delle prospettive per l'economia e per il settore societario. La scomposizione per settore indica che al rialzo generalizzato dei mercati azionari dell'area hanno contribuito principalmente i comparti tecnologico, finanziario e dei beni di consumo ciclici, che nel 2002 avevano registrato cali proporzionalmente più rilevanti. Nel settore finanziario, inoltre, la redditività delle banche sembrerebbe essere stata sostenuta dal miglioramento delle condizioni dei mercati finanziari dal marzo 2003, dagli sforzi di riduzione dei costi e dalla contrazione degli accantonamenti per perdite su crediti.

Tra la fine del 2003 e il 27 febbraio scorso gli indici Dow Jones Euro Stoxx, Standard & Poor's 500 e Nikkei 225 sono ulteriormente aumentati del 5, 3 e 3 per cento rispettivamente. Ciò rifletterebbe indicazioni di un ulteriore miglioramento della redditività delle imprese, di un livello più basso dei tassi di interesse a lungo termine e di una diminuzione dell'incertezza sui mercati azionari.

## 2.2 I PREZZI

Nonostante la ridotta attività economica e l'apprezzamento della moneta unica, nel 2003 l'inflazione complessiva misurata sulla base dello IAPC nell'area dell'euro è risultata in media pari al 2,1 per cento, solo 0,2 punti percentuali in meno rispetto ai due anni precedenti (cfr. tavola 4). Questa diminuzione rispetto al valore del 2002 è riconducibile essenzialmente al minor tasso di

## Tavola 4 Prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2001	2002	2003	2002 4° trim.	2003 1° trim.	2003 2° trim.	2003 3° trim.	2003 4° trim.	2003 dic.	2004 gen.
<b>Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti</b>										
Indice complessivo	2,3	2,3	2,1	2,3	2,3	1,9	2,0	2,0	2,0	1,9
Beni energetici	2,2	-0,6	3,0	2,9	7,0	1,5	2,1	1,6	1,8	-0,4
Alimentari trasformati	2,9	3,1	3,3	2,6	3,1	3,3	3,1	3,8	3,8	3,3
Alimentari non trasformati	7,0	3,1	2,1	1,6	0,1	1,5	3,4	3,6	3,2	2,9
Beni industriali non energetici	0,9	1,5	0,8	1,2	0,7	0,9	0,7	0,8	0,7	0,6
Servizi	2,5	3,1	2,5	3,1	2,7	2,6	2,4	2,4	2,3	2,5
<b>Altri indicatori di prezzi e costi</b>										
Prezzi alla produzione dei beni industriali <sup>1)</sup>	2,1	-0,1	1,6	1,2	2,4	1,5	1,2	1,1	1,0	0,3
Prezzo del petrolio (euro per barile) <sup>2)</sup>	27,8	26,5	25,1	26,5	28,4	22,7	25,1	24,5	24,0	24,2
Prezzi delle materie prime <sup>3)</sup>	-8,1	-0,9	-4,5	5,6	-3,2	-7,9	-5,8	-1,2	-0,2	5,1

Fonti: Eurostat, Thomson Financial Datastream e HWWA (Istituto per l'economia internazionale di Amburgo).

1) Escluse le costruzioni.

2) Qualità Brent, per consegne a un mese.

3) Esclusi i beni energetici; dati in euro.

crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni industriali non energetici e dei servizi, che ha permesso anche un rallentamento del tasso di crescita sui dodici mesi dello IAPC al netto dei prodotti alimentari non trasformati e di quelli energetici, portatosi al 2,0 per cento dal 2,5 registrato nel 2002. In questo contesto, nel corso del 2003, l'andamento dello IAPC complessivo ha riflesso gli sviluppi nelle componenti più variabili dell'indice: prodotti energetici e beni alimentari non trasformati. Nel 2003, le pressioni sui costi sono state contenute, dato che i prezzi alla produzione hanno fatto segnare tassi di incremento modesti e la crescita del costo del lavoro nominale si è stabilizzata. Tuttavia, il rallentamento della produttività, in un contesto di debolezza dell'attività economica, ha determinato un incremento del tasso di crescita del costo del lavoro per unità di prodotto nella prima metà del 2003.

Nel gennaio del 2004, l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC è scesa all'1,9 per cento, registrando un calo di 0,1 punti percentuali rispetto a dicembre 2003. Questo andamento è riconducibile principalmente a un forte effetto-base relativo ai prezzi dei tabacchi e dei prodotti energetici che è stato solo in parte compensato dall'impatto positivo proveniente dalle variazioni dei prezzi dei prodotti amministrati e delle imposte indirette. Il tasso di variazione

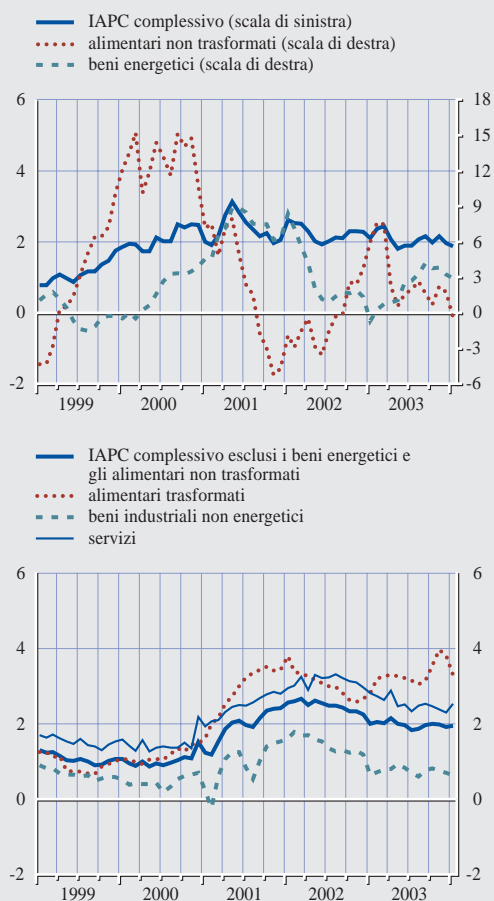
sui dodici mesi dello IAPC al netto dei prodotti alimentari non trasformati e di quelli energetici è rimasto invariato all'1,9 per cento.

### L'INFLAZIONE HA RIFLESSO GLI ANDAMENTI DELLE COMPONENTI PIÙ VARIABILI DELL'INDICE

L'inflazione media calcolata sulla base dello IAPC ha registrato nel corso del 2003 un andamento piuttosto irregolare (cfr. figura 15). Nei primi mesi dell'anno, le incertezze sul piano geopolitico determinate dal conflitto in Iraq hanno spinto al rialzo i prezzi dei prodotti energetici, provocando un aumento dell'inflazione al consumo. In seguito, quando le tensioni del contesto geopolitico si sono attenuate e l'euro ha continuato ad apprezzarsi nei confronti del dollaro, gli effetti dell'andamento della componente energetica si sono mitigati e l'inflazione ha ripreso a scendere toccando l'1,8 per cento in maggio, il tasso di inflazione più basso osservato negli ultimi tre anni. Tuttavia, nel corso del secondo semestre, l'inflazione ha oscillato intorno al 2 per cento riflettendo principalmente due effetti di segno opposto: da un lato un contributo crescente proveniente dai prezzi dei beni alimentari – quelli dei prodotti alimentari non trasformati sono saliti a causa dell'ondata di caldo estiva in Europa, mentre gli aumenti delle imposte sul tabacco, hanno spinto al rialzo anche i prezzi degli alimentari

**Figura 15 Dinamica delle principali componenti dello IAPC**

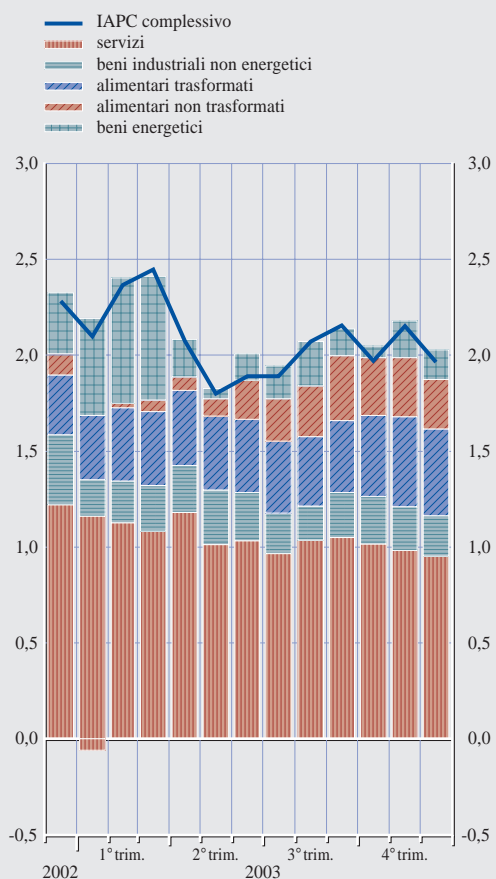
(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

**Figura 16 Contributi alla crescita dello IAPC**

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



Fonte: Eurostat.

trasformati; dall'altro lato il contributo dei rincari dei prodotti energetici si è ridotto rispetto al primo semestre dell'anno a causa del rafforzamento dell'euro, che ha attenuato gli effetti del rincaro del petrolio espresso in dollari statunitensi sui prezzi dell'energia (cfr. figura 16).

Nel 2003 l'inflazione ha evidenziato una particolare persistenza, a dispetto della modesta attività economica e dell'apprezzamento dell'euro, nonostante l'effetto diretto che questo ha avuto sulla componente energetica dell'indice. Per alcuni aspetti, lo stesso vale anche per l'indice al netto dei prodotti alimentari non trasformati e di quelli energetici.

I prezzi dei prodotti alimentari trasformati sono stati influenzati principalmente dal rincaro dei tabacchi derivato da un aumento delle imposte indirette in alcuni paesi, sia nei primi mesi del 2003 che, in particolare, nell'ultima parte dell'anno. Ciò si è tradotto in un contributo di questa componente all'inflazione complessiva pari circa a 0,4 punti percentuali.

La crescita dei prezzi dei servizi nel 2003 ha registrato un graduale rallentamento rispetto ai livelli abbastanza elevati raggiunti nel 2002. Il tasso di variazione sui dodici mesi di questa componente ha continuato a scendere nel corso dell'anno, collocandosi al 2,3 per cento

## Riquadro 4

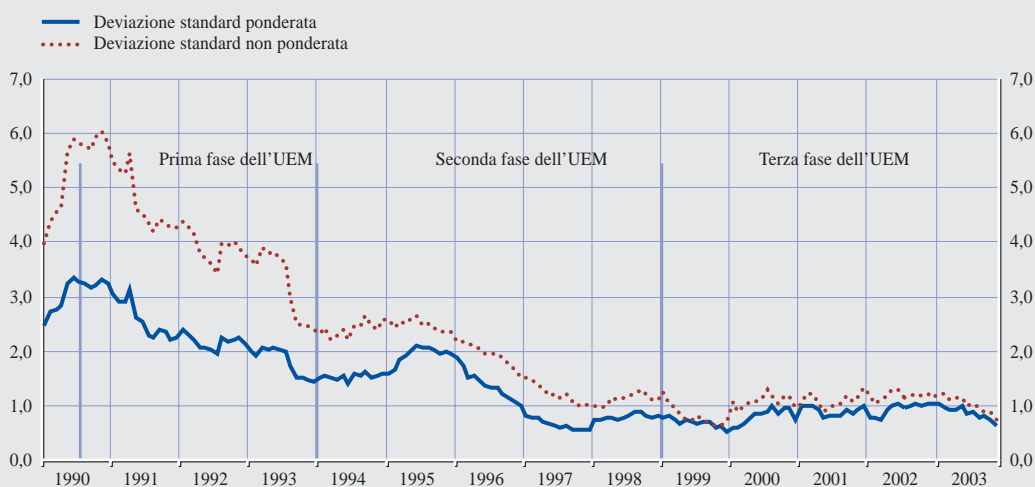
### I DIFFERENZIALI DI INFLAZIONE NELL'AREA DELL'EURO: CAUSE POSSIBILI E IMPLICAZIONI PER LE POLITICHE ECONOMICHE

La diversità fra le dinamiche inflazionistiche dei paesi dell'area dell'euro, misurata da diversi indicatori del grado di dispersione, si è ridotta significativamente nel corso degli anni novanta. Dopo l'inizio della Terza fase dell'UEM, nel 1999, il grado di dispersione è ulteriormente diminuito, raggiungendo il livello minimo nella seconda metà del 1999. Successivamente esso è risalito moderatamente fino agli inizi del 2001; da allora si è mantenuto all'incirca stabile, per flettere nuovamente nel corso del 2003 riportandosi su livelli prossimi a quelli registrati nella seconda metà del 1999. Nel complesso, la dispersione tra i tassi di inflazione al momento osservata nell'area dell'euro non è significativamente differente da quella registrata negli Stati Uniti.

Nonostante il livello storicamente basso dell'attuale grado di dispersione dell'inflazione nell'area dell'euro, negli ultimi quattro anni si sono osservati differenziali di inflazione relativamente persistenti. Ad eccezione del Belgio, della Francia, del Lussemburgo e della Finlandia, in tutti i paesi dell'area l'inflazione è stata sistematicamente superiore o inferiore alla media dell'area dell'euro calcolata dal 1999<sup>1</sup>. In particolare, cinque paesi (Grecia, Spagna, Irlanda, Paesi Bassi e Portogallo) hanno evidenziato differenziali relativamente ampi e permanentemente positivi rispetto alla media dell'area, che hanno tuttavia iniziato a ridursi già a partire dal 2002 nel Portogallo e nel corso del 2003 in Spagna, Grecia e Irlanda; nei Paesi Bassi, il differenziale di inflazione rispetto alla media dell'area dell'euro è recentemente divenuto negativo. Per contro, in altri due paesi (Germania e Austria) i differenziali sono risultati sistematicamente negativi. In questo riquadro si esaminano le possibili cause e le implicazioni per le politiche economiche della dispersione dell'inflazione nell'area dell'euro<sup>2</sup>.

### Dispersione dell'inflazione nell'area dell'euro

(deviazione standard in punti percentuali)



Fonte: Eurostat.

1 Basata sui tassi di inflazione annuali medi nel periodo 1999-2003.

2 Per un approfondimento e un'analisi più dettagliata dei differenziali di inflazione nell'area dell'euro, si veda il rapporto della BCE *Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications*, pubblicato sul sito Internet della BCE ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)) il 30 settembre 2003.

## Le cause possibili

Con riferimento ai differenziali di inflazione osservati nell'area dell'euro, occorre sottolineare che la politica monetaria unica ha implicato un cambio di regime e che saranno necessari diversi anni prima che gli effetti di tale mutamento si esplichino pienamente sui processi di formazione dei prezzi. In particolare, il passaggio alla Terza fase ha determinato un forte calo dei tassi di interesse in Irlanda, Portogallo, Spagna e, successivamente, in Grecia, vale a dire in paesi che fino alla metà degli anni novanta avevano sistematicamente registrato tassi di inflazione superiori alla media dell'area dell'euro. Nella maggior parte degli altri paesi dell'area questi effetti della convergenza nominale sono stati molto meno rilevanti. Tuttavia, l'azione di riequilibrio esercitata dalle variazioni nella competitività di ciascun paese prodotte dai differenziali di inflazione dovrebbe limitare l'entità e la persistenza dei differenziali medesimi risultanti dall'adeguamento al nuovo regime monetario. A questo riguardo, i paesi con tassi di inflazione inferiori alla media dovrebbero beneficiare sia di guadagni di competitività, sia, nel breve termine, degli effetti avversi relativamente più contenuti dell'inflazione sul reddito disponibile e sulla ricchezza in termini reali, mentre, a parità di altre condizioni, quelli con tassi di inflazione superiori alla media dovrebbero subire perdite di competitività e risentire dei maggiori effetti negativi dell'inflazione sul reddito e sulla ricchezza in termini reali.

Oltre che dallo specifico impatto connesso con l'inizio della Terza fase, i differenziali di inflazione osservati paiono risultare dall'effetto congiunto di fattori sia temporanei sia di natura più duratura. Tra i fattori temporanei vi è la diversità delle misure *una tantum* attuate nei singoli paesi, come la modifica dei prezzi amministrati e delle imposte indirette. Queste misure, tuttavia, non paiono aver contribuito in modo determinante ai differenziali osservati dall'inizio della Terza fase ed è improbabile che il loro ruolo si accresca, a meno che l'azione di politica economica dei singoli paesi dell'area diverga ulteriormente in futuro. Inoltre la diversa velocità delle riforme strutturali nei vari paesi può a sua volta tradursi in un aumento temporaneo dei differenziali di inflazione, così come la diversa esposizione dei paesi dell'area agli shock esterni, che risulta dal rispettivo grado di apertura al commercio con i paesi esterni all'area e di dipendenza dal petrolio.

A ciò si aggiunge la correlazione esistente fra i tassi di inflazione e la posizione nel ciclo: i paesi dell'area con un'inflazione superiore alla media hanno evidenziato i più elevati tassi di crescita medi della domanda interna, unitamente a *output gap* positivi relativamente ampi. Il contrario vale per i paesi con un'inflazione inferiore alla media. Anche il diverso orientamento delle politiche di bilancio nazionali potrebbe aver influito sui differenziali di inflazione, specie in paesi come la Grecia e l'Irlanda, dove tale orientamento è stato relativamente espansivo negli ultimi anni.

Infine, per quanto attiene ai fattori di natura più duratura, in Grecia, Irlanda, Portogallo e, in misura minore, in Spagna è possibile che i più elevati differenziali di inflazione siano stati in parte causati dal processo di convergenza dei livelli dei prezzi e dei redditi e/o dagli effetti noti come effetti Balassa-Samuelson<sup>3</sup>. Per contro, in Germania i modesti differenziali della crescita della produttività fra il settore dei beni commerciabili e quello dei beni non commerciabili potrebbero aver contribuito a un'inflazione in quel paese inferiore alla media. Tuttavia,

<sup>3</sup> L'effetto Balassa-Samuelson imputa il più rapido incremento dei prezzi nel settore dei beni non commerciabili, rispetto a quelli dei beni commerciabili, al fatto che la crescita della produttività in quel settore è normalmente inferiore. Quando i salari nel comparto dei beni commerciabili aumentano per effetto di un incremento della produttività, le retribuzioni tenderanno ad accrescersi anche nel settore dei beni non commerciabili. Tuttavia, poiché in quest'ultimo settore all'aumento dei salari non corrispondono analoghi guadagni di produttività, il costo del lavoro e i prezzi saliranno più rapidamente. Dato che i prezzi dei beni commerciabili sono fissati a livello internazionale, i paesi che registrano forti disparità fra settori in termini di crescita di produttività tenderanno a evidenziare un maggiore aumento dell'indice complessivo dei prezzi.



secondo le stime disponibili, i differenziali di inflazione osservati fra paesi sono stati notevolmente più ampi di quelli che sarebbero implicati dal modello Balassa-Samuelson.

Altri fattori di natura strutturale, come le rigidità dei salari e dei prezzi o l'intensità della concorrenza nei principali mercati interni, potrebbero aver concorso ai differenziali di inflazione osservati e al loro perdurare. A questo proposito, studi empirici mostrano che il grado relativo di concorrenza nel mercato pare essere un parametro importante per spiegare la dimensione e la variabilità della reazione dei prezzi relativi agli shock nei paesi dell'area. In ogni caso, nel lungo periodo l'assottigliarsi delle differenze fra i livelli dei prezzi e dei redditi connesso al perdurante processo di convergenza fra i paesi dell'area dovrebbe portare a una diminuzione del grado di dispersione dell'inflazione. Nondimeno, in considerazione dell'eterogeneità delle strutture economiche nazionali e del diverso grado di esposizione agli shock idiosincratici, è probabile che una certa disparità fra i tassi di inflazione permanga in futuro.

### **Le implicazioni per le politiche economiche**

Dall'inizio della Terza fase, i paesi dell'area dell'euro non hanno più potuto usare la politica monetaria per far fronte agli squilibri economici regionali e agli shock (asimmetrici). Al contrario, la politica monetaria unica della BCE può essere unicamente indirizzata al conseguimento dell'obiettivo della stabilità dei prezzi per l'area nel suo complesso. Come in una qualsiasi unione monetaria, i differenziali di inflazione all'interno dell'area dell'euro riflettono le diverse dinamiche dei prezzi a livello regionale e gli adeguamenti dei prezzi relativi; essi pertanto non possono essere affrontati nell'ambito della politica monetaria unica. D'altra parte, nel calibrare il margine di sicurezza relativo al livello di inflazione tollerabile nell'area, la strategia di politica monetaria della BCE attribuisce ai differenziali di inflazione un ruolo complementare, poiché la loro presenza potrebbe avere implicazioni per le regioni a più bassa inflazione. Inoltre i differenziali di inflazione restano per la BCE un'importante sfida sul piano della comunicazione, dato che la politica monetaria è spesso discussa dal punto di vista dei tassi di inflazione nazionali e delle sue implicazioni per le politiche economiche dei singoli paesi.

La presenza di differenziali di inflazione ampi e persistenti potrebbe richiedere in alcuni paesi interventi a livello nazionale per evitare inopportune perdite di competitività. Le politiche economiche nazionali, come quelle strutturali e di bilancio, vanno adeguate al fine di contrastare il perdurare di differenziali potenzialmente dannosi. Le riforme strutturali, in particolare quelle tese a rimuovere le rigidità nominali dei salari e dei prezzi e a favorire una maggiore diversificazione del processo di formazione dei salari all'interno dei singoli paesi dell'area dell'euro, possono rendere più rapidi gli adeguamenti dei salari e dei prezzi, inclusa una risposta più sincronizzata dei prezzi interni agli shock. Al tempo stesso queste politiche ridurrebbero le probabilità di un perdurare dei differenziali di inflazione nell'area dell'euro. Infine, considerati i notevoli ritardi con cui la politica di bilancio esplica i suoi effetti, questa potrebbe rivelarsi inadeguata per correggere in modo puntuale le dinamiche inflazionistiche nel breve periodo; essa, tuttavia, potrebbe essere utilizzata per affrontare la problematica nel lungo termine, specie nei paesi che continuano a evidenziare persistenti differenziali di inflazione positivi.

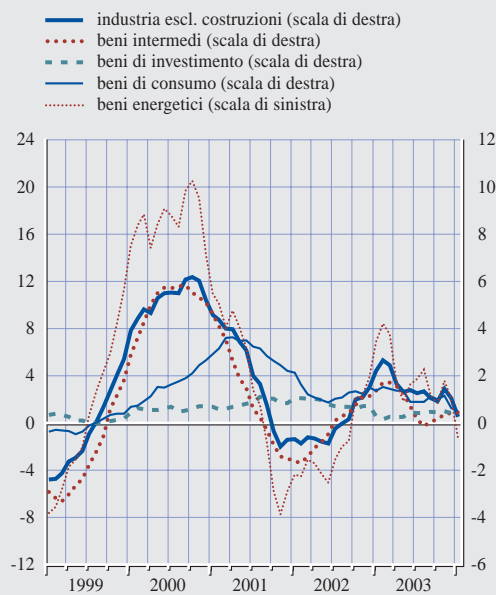
in dicembre, valore inferiore di circa 0,7 punti percentuali rispetto al dicembre 2002. Di conseguenza il contributo dei servizi all'inflazione complessiva è sceso a circa 1,0 punto percentuale, che nondimeno ha rappresentato circa la metà del tasso di crescita dei prezzi (IAPC) osservato per la maggior parte del 2003. Per contro, nell'anno in esame il tasso di inflazione sui dodici mesi dei beni industriali non energetici è rimasto sostanzialmente stabile intorno allo 0,8 per cento, all'incirca la metà del tasso di incremento registrato nel 2002, portando un contributo all'inflazione complessiva di circa 0,2 punti percentuali.

Durante il 2003, la dispersione dei tassi di inflazione nell'area dell'euro è diminuita dopo essere rimasta complessivamente stabile nel corso dei due anni precedenti. Il riquadro 4 illustra e analizza le possibili cause alla base dei differenziali di inflazione osservati nell'area dell'euro.

La percezione del pubblico circa gli andamenti passati dell'inflazione, misurata negli ultimi dodici mesi dall'indicatore qualitativo della Commissione europea sull'inflazione percepita, ha registrato una graduale diminuzione del corso del primo semestre dell'anno. Questo calo tuttavia si è interrotto in estate a causa del rialzo dei prezzi dei beni alimentati non trasformati dovuto all'eccezionale ondata di caldo. Ciò sembra confermare che le percezioni di inflazione da parte dei consumatori si formino soprattutto in base alle variazioni dei prezzi dei prodotti acquistati con maggior frequenza, che per la maggior parte rientrano nella categoria degli acquisti con pagamento in contanti (*out-of-pocket*). Inoltre, questa circostanza contribuisce a spiegare la dinamica alquanto variabile delle percezioni relative alla crescita dei prezzi. Nel secondo semestre del 2003, le percezioni di inflazione da parte dei consumatori sono sembrate stabilizzarsi su livelli piuttosto elevati rispetto ai valori storici, mentre nel corso dell'anno le aspettative di inflazione per i successivi dodici mesi sono rimaste su livelli molto bassi rispetto a quelli storici.

**Figura 17 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria**

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

#### LA PRESSIONE SUI PREZZI ALLA PRODUZIONE RIMANE SU LIVELLI MODESTI

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione per l'intero settore industriale al netto delle costruzioni è sceso nel corso del 2003, riflettendo gli effetti dell'apprezzamento del tasso di cambio dell'euro, che hanno compensato il rialzo dei prezzi del petrolio e delle materie prime non energetiche (cfr. figura 17). Ciò ha determinato nel 2003 un incremento medio dei prezzi alla produzione pari all'1,6 per cento. Anche la debolezza delle condizioni della domanda potrebbe aver impedito alle aziende di aumentare i prezzi alla produzione per la maggior parte dell'anno.

L'andamento del tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi complessivi alla produzione durante il 2003, è riconducibile principalmente alla dinamica dei prezzi dell'energia e di quelli dei beni intermedi. Rispecchiando l'evoluzione del prezzo del petrolio, il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi dell'energia è aumentato nei primi mesi dell'anno, per poi scendere successivamente grazie alla

**Tavola 5 Indicatori del costo del lavoro**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2001	2002	2003	2002 4° trim.	2003 1° trim.	2003 2° trim.	2003 3° trim.	2003 4° trim.
Retribuzioni contrattuali	2,6	2,7	2,4	2,7	2,7	2,4	2,5	2,2
Costo orario complessivo del lavoro	3,3	3,5	.	3,5	3,1	3,2	2,9	.
Retribuzioni lorde mensili	2,9	3,0	.	3,1	2,9	2,8	2,6	.
Redditi per occupato	2,8	2,6	.	2,5	2,6	2,7	2,6	.
Produttività del lavoro	0,2	0,4	.	0,9	0,6	0,0	0,2	.
Costo del lavoro per unità di prodotto	2,6	2,2	.	1,6	2,0	2,7	2,4	.

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

moderazione dei corsi petroliferi e al rafforzamento dell'euro. Nell'insieme del 2003, il tasso annuo dei prezzi dei beni intermedi, pari in media allo 0,8 per cento, è risultato più elevato nel corso del primo semestre per poi rallentare nel secondo quando l'influenza dell'apprezzamento del tasso di cambio dell'euro ha cominciato a farsi sentire. Come di consueto, le altre componenti dei prezzi complessivi alla produzione, i prezzi dei beni d'investimento e dei beni di consumo, hanno registrato tassi di variazione sui dodici mesi molto più stabili. Ciò fa ritenere che la debolezza della domanda potrebbe avere impedito alle imprese industriali di scaricare gli incrementi dei prezzi dell'energia e dei beni intermedi osservati all'inizio del 2003 nelle fasi di produzione successive. I tassi di crescita annui dei prezzi dei beni di consumo e dei beni di investimento sono risultati rispettivamente pari, in media, all'1,1 e allo 0,4 per cento.

#### LA CRESCITA DEL COSTO DEL LAVORO NOMINALE SI È STABILIZZATA NEL 2003

La graduale tendenza al rialzo fatta registrare dai tassi di crescita degli indicatori dei salari e del costo del lavoro per l'insieme dell'area dell'euro a partire dal 1999 si è stabilizzata all'inizio del 2003 (cfr. tavola 5).

La crescita dei redditi per addetto ha mostrato una diminuzione nel secondo semestre del 2002, per poi rimanere sostanzialmente invariata nel corso dei primi tre trimestri del 2003.

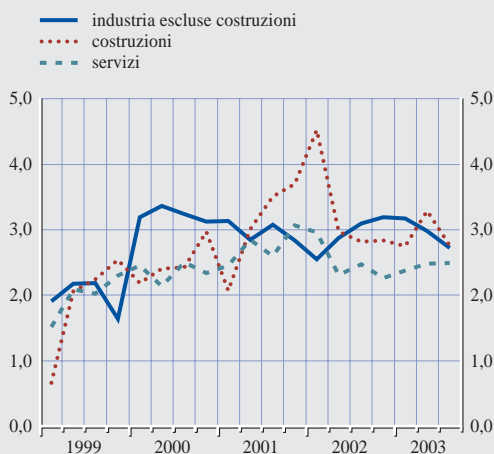
I dati disponibili relativi ai redditi per occupato mostrano alcune rimarchevoli differenze a

livello settoriale nel corso dei primi tre trimestri del 2003. Il tasso di crescita nel settore delle costruzioni è aumentato nella prima metà del 2003 flettendo successivamente, mentre nel settore industriale al netto delle costruzioni sembra essersi verificato un rallentamento graduale nel corso dell'intero anno. Per quanto riguarda i servizi, nel corso del 2003 la crescita dei redditi per addetto è parsa stabilizzarsi per l'insieme del settore. Tuttavia nei vari sottosettori sono stati registrati effetti che si sono compensati reciprocamente: l'aumento nei primi due trimestri dell'anno nel settore servizi di mercato (che includono il commercio, i servizi alberghieri e di ristorazione, i servizi finanziari e per le imprese) ha perso vigore nel corso del terzo trimestre, mentre il tasso di crescita registrato nel comparto dei servizi non di mercato è salito nel terzo trimestre. Questi andamenti suggeriscono che il calo dei tassi di espansione dell'attività industriale potrebbe essere alla base della diminuzione della crescita del costo del lavoro nel settore dell'industria durante i primi tre trimestri del 2003. L'andamento del costo del lavoro nei servizi potrebbe contribuire a spiegare la tenuta dei prezzi in questo settore nell'insieme dell'anno, considerato che esso risente in misura maggiore di tale onere.

Il tasso di crescita medio dei salari contrattuali è sceso nel 2003 rispetto all'anno precedente, mentre quello delle retribuzioni lorde mensili sembra aver seguito un andamento analogo a quello registrato nel 2002. Inoltre, è stata osservata una notevole moderazione della crescita del costo del lavoro, se misurata in

**Figura 18 Redditi per occupato per settore**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

termini di ore lavorate, dato che i tassi di incremento del costo orario del lavoro nei primi tre trimestri del 2003 si sono rivelati inferiori rispetto alla crescita media registrata nel 2001 e nel 2002.

Considerato che la crescita dei redditi per occupato è rimasta sostanzialmente invariata nel corso dei primi tre trimestri dell'anno, la minore crescita della produttività osservata nel secondo e nel terzo trimestre del 2003, ha prodotto un incremento del costo del lavoro per unità di prodotto, passato dal 2,0 per cento sui dodici mesi nel primo trimestre al 2,7 e 2,4 per cento rispettivamente nel secondo e nel terzo. L'andamento dei margini di profitto, approssimati dalla differenza tra i tassi di crescita annua del deflatore del PIL e del costo del lavoro per unità di prodotto, indica che il ritardo della ripresa economica nell'area dell'euro ha continuato ad esercitare pressioni sui profitti. Tuttavia, nel secondo semestre dell'anno il recupero della produttività ha contribuito a frenare la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto.

## 2.3 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

### L'ATTIVITÀ ECONOMICA HA REGISTRATO UNA RIPRESA NEL CORSO DEL 2003

L'attività economica nell'area dell'euro ha segnato una ripresa nella seconda metà del 2003, dopo la sostanziale stagnazione iniziata nel quarto trimestre del 2002 (cfr. tavola 6). Tuttavia, le iniziali attese di crescita per il 2003 sono state corrette al ribasso. Il PIL in termini reali è aumentato dello 0,4 per cento, rallentando ulteriormente dallo 0,9 per cento del 2002, rimanendo per il terzo anno consecutivo al di sotto della crescita di lungo periodo del prodotto potenziale. Inoltre, gli andamenti del mercato del lavoro sono stati modesti durante tutto l'anno, accentuando così la necessità di migliorare nell'area dell'euro la flessibilità strutturale e la capacità di aggiustamento agli shock. Il riquadro 5 esamina i progressi compiuti in merito all'agenda delle riforme dell'UE.

All'inizio del 2003 una serie di fattori, tra cui il protrarsi di un modesto andamento dell'economia mondiale, contribuivano alla fase di debolezza economica. Inoltre, il peggioramento del clima di fiducia dei consumatori e delle imprese è stato aggravato dall'elevato grado di incertezza legato all'acuirsi delle tensioni internazionali poi sfociate nella guerra in Iraq. Verso la metà dell'anno l'incertezza geopolitica si è gradualmente dissipata, determinando un miglioramento del clima di fiducia e una ripresa dell'attività economica, sospinta dalla domanda estera.

### LE ESPORTAZIONI HANNO STIMOLATO LA RIPRESA DAL LATO DELLA DOMANDA

La ripresa dell'attività nella seconda metà dell'anno ha riflesso gli effetti positivi derivanti dal miglioramento della domanda mondiale sulle esportazioni dell'area dell'euro. Tuttavia l'impatto positivo è stato smorzato dall'apprezzamento dell'euro. Nel corso dell'anno il contributo delle esportazioni nette alla crescita del prodotto, che era diventato positivo nel terzo trimestre, è tornato negativo nel quarto a fronte di un incremento sostenuto delle importazioni

**Tavola 6 Crescita del PIL in termini reali e delle sue componenti**

(variazioni percentuali, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

	Variazioni annuali <sup>1)</sup>									Variazioni trimestrali <sup>2)</sup>				
	2001	2002	2003	2002	2003	2003	2003	2003	2002	2003	2003	2003	2003	
				4°trim.	1°trim.	2°trim.	3°trim.	4°trim.	4°trim.	1°trim.	2°trim.	3°trim.	4°trim.	
PIL a prezzi costanti	1,6	0,9	0,4	1,1	0,7	0,1	0,3	0,6	0,0	0,0	-0,1	0,4	0,3	
<i>di cui:</i>														
Domanda interna	1,0	0,3	1,0	0,9	1,3	1,0	0,5	1,3	0,3	0,4	0,1	-0,2	1,0	
Consumi delle famiglie	1,7	0,1	1,0	0,6	1,3	1,0	0,9	0,7	0,3	0,4	0,0	0,2	0,1	
Consumi collettivi	2,5	2,9	1,9	2,2	1,9	1,7	1,8	2,3	0,1	0,5	0,6	0,6	0,6	
Investimenti fissi lordi	-0,3	-2,8	-1,2	-1,6	-1,9	-0,8	-1,2	-0,8	0,3	-0,9	-0,4	-0,2	0,6	
Variazioni delle scorte <sup>3), 4)</sup>	-0,5	0,2	0,3	0,5	0,5	0,2	-0,1	0,5	0,0	0,2	0,1	-0,4	0,7	
Esportazioni nette <sup>3)</sup>	0,7	0,6	-0,6	0,2	-0,5	-0,8	-0,2	-0,6	-0,2	-0,4	-0,2	0,6	-0,7	
Esportazioni <sup>5)</sup>	3,4	1,5	0,0	3,6	1,9	-1,5	-0,5	0,1	-0,4	-1,5	-0,9	2,3	0,2	
Importazioni <sup>5)</sup>	1,7	-0,1	1,5	3,3	3,6	0,8	0,0	1,8	0,3	-0,6	-0,4	0,8	2,1	
Valore aggiunto lordo a prezzi costanti														
<i>di cui:</i>														
Industria escl. costruzioni	0,5	0,2	-0,1	1,4	0,7	-1,0	-0,6	0,7	-0,6	0,3	-0,8	0,5	0,7	
Costruzioni	-0,6	-1,1	-0,8	-1,5	-2,0	-0,4	-0,4	-0,4	0,0	-0,6	0,1	0,0	0,1	
Servizi esclusivamente destinati al mercato <sup>6)</sup>	3,1	1,1	0,7	1,1	0,9	0,4	0,9	0,6	0,2	-0,1	0,1	0,7	-0,1	

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Variazioni annuali: variazioni percentuali sul periodo corrispondente.

2) Variazioni trimestrali: variazioni percentuali sul trimestre precedente.

3) Contributo alla crescita del PIL, in punti percentuali.

4) Incluse le acquisizioni nette di oggetti di valore.

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

6) Comprende il commercio, i trasporti, i servizi di riparazione, i servizi alberghieri e di ristorazione, le comunicazioni, i servizi finanziari, alle imprese, immobiliari e di locazione.

(cfr. figura 19). Nel complesso del 2003, la domanda estera ha fornito un apporto negativo per 0,6 punti percentuali.

L'evoluzione del contributo alla crescita della domanda interna nel corso del 2003 è in gran parte riconducibile alla dinamica della variazione delle scorte. La ricostituzione del magazzino osservata nella prima metà dell'anno, dopo il decumulo nel biennio precedente, è stato probabilmente causato dall'incertezza circa l'offerta di beni intermedi di importazione e dall'imprevisto calo della domanda associato alla guerra in Iraq. L'accumulazione di scorte ha in parte rallentato nel terzo trimestre, tornando a intensificarsi nel quarto. Il contributo alla crescita del PIL derivante dalla variazione delle scorte nel 2003 è stato pari a 0,3 punti percentuali, lievemente superiore rispetto all'anno precedente.

La domanda finale interna, che esclude la variazione delle scorte, è rimasta debole per la maggior parte del 2003, mostrando solo una lieve ripresa nella seconda metà dell'anno. Il suo contributo nel complesso del 2003 alla crescita del prodotto è stato di 0,7 punti percentuali. Gli investimenti fissi e i consumi privati hanno registrato andamenti divergenti nel corso dell'anno. L'accumulazione è diminuita nei primi tre trimestri, pur mostrando una graduale attenuazione; ha recuperato una dinamica positiva nella parte finale dell'anno. I consumi privati sono invece cresciuti a un ritmo dello 0,4 per cento in termini congiunturali agli inizi del 2003, pressoché ristagnando nel resto dell'anno.

Un fattore comune che nella prima parte del 2003 ha avuto un effetto negativo sia sugli investimenti fissi sia sui consumi privati è stato il grado di incertezza associato alla guerra in Iraq e alle prospettive economiche nell'immediato dopoguerra. Ciò ha implicato una minore

## I PROGRESSI DELLE RIFORME STRUTTURALI DEI MERCATI DEL LAVORO E DEI BENI NELL'AREA DELL'EURO

Le riforme dei mercati del lavoro e dei beni sono essenziali per accrescere il potenziale di crescita dell'economia dell'area dell'euro e per facilitare l'adattamento al cambiamento economico. L'adozione di misure atte a incrementare il tasso di crescita potenziale si rende ancor più necessaria in vista dell'impatto negativo sull'offerta di lavoro che plausibilmente deriverà dall'invecchiamento della popolazione. Nel marzo 2000, il Consiglio europeo di Lisbona si è incentrato sull'importanza di modernizzare l'assetto normativo e ha introdotto un ambizioso programma di riforme volte a rendere l'Unione europea un'economia basata sulla conoscenza, la più competitiva e dinamica al mondo entro il 2010. Questo riquadro esamina sinteticamente i progressi realizzati nell'attuazione di tale programma negli ultimi anni e in particolare nel 2003.

L'UE valuta il funzionamento del mercato dei beni nell'ambito del "processo di Cardiff", mentre le riforme del mercato del lavoro sono vagliate nell'ambito del "processo di Lussemburgo". Questi processi si basano sull'esame delle riforme attuate nei singoli paesi e forniscono indicazioni per l'elaborazione degli *Indirizzi di massima per le politiche economiche*. Questi ultimi definiscono le priorità fondamentali nei diversi campi dell'economia, in base alle quali vengono formulate raccomandazioni di politica economica per ciascuno Stato membro<sup>1</sup>.

Per quanto attiene ai *mercati del lavoro*, gli Indirizzi per il periodo 2003-05 sottolineano la necessità di: a) migliorare gli effetti complessivi degli incentivi derivanti dai sistemi fiscali, previdenziali e assistenziali al fine di aumentare la convenienza economica del lavoro; b) assicurare efficienti politiche attive del mercato del lavoro indirizzate ai gruppi più svantaggiati; c) promuovere un'organizzazione del lavoro più flessibile e rivedere la normativa dei contratti di lavoro; d) agevolare la mobilità geografica e professionale; e) garantire che i sistemi di contrattazione salariale consentano alle retribuzioni di riflettere l'andamento della produttività.

Diversi paesi hanno attuato riforme dei sistemi fiscali, previdenziali e assistenziali tese a ridurre i costi non salariali del lavoro e a incentivare l'offerta di lavoro. Le aliquote di imposta sono state ridotte per le fasce di reddito medio-basse, così come sono stati diminuiti i contributi previdenziali a carico sia dei lavoratori sia dei datori di lavoro, in particolare per gli occupati con bassi salari. Sono stati inoltre compiuti progressi nell'accrescere il tasso di partecipazione delle persone ai margini del mercato del lavoro. Alcuni Stati membri hanno rafforzato il ruolo delle agenzie di lavoro interinale e hanno ridotto fattori di ostacolo all'impiego a tempo parziale.

Nel complesso, la maggior parte dei paesi dell'UE ha introdotto riforme del mercato del lavoro nel 2003. Queste ultime sembrano tuttavia procedere più lentamente di quanto annunciato dai governi, anche in considerazione del livello tuttora elevato della disoccupazione strutturale. Progressi limitati sono stati ottenuti nell'attrarre più persone sul mercato del lavoro, nell'accrescere l'investimento in capitale umano e nel migliorare la capacità di lavoratori e imprese ad adattarsi all'evoluzione delle condizioni macroeconomiche. Misure volte a contenere la

<sup>1</sup> Raccomandazione del Consiglio, del 26 giugno 2003 sugli *Indirizzi di massima per le politiche economiche degli Stati membri della Comunità*. Gli Indirizzi del 2003 sono stati adottati per il periodo 2003-05.

disoccupazione di lunga durata mediante la riqualificazione e il miglioramento delle possibilità di occupazione dei lavoratori poco qualificati e di quelli più anziani possono considerarsi aree prioritarie per le riforme. Inoltre ulteriori interventi sono necessari per incoraggiare la mobilità dei lavoratori, facilitando la trasferibilità dei diritti previdenziali e di assistenza medica, nonché consentendo una differenziazione delle retribuzioni sulla base dei diversi andamenti della produttività a livello locale, regionale e settoriale.

Il programma di riforme strutturali per i *mercati dei beni* copre un vasto numero di campi. Tra i principali obiettivi gli Indirizzi sollecitano gli Stati membri ad accrescere l'intensità della concorrenza con i seguenti interventi: a) accelerare il recepimento nella legislazione nazionale delle direttive sul Mercato Interno; b) liberalizzare ulteriormente il mercato delle commesse pubbliche; c) assegnare poteri e risorse adeguati alle autorità responsabili della regolamentazione e della concorrenza, assicurandone l'indipendenza; d) ridurre gli aiuti di Stato; e) incoraggiare l'ingresso di nuovi operatori e la concorrenza effettiva sui mercati delle industrie di rete.

Dopo i progressi compiuti per diversi anni, nel 2002 è iniziata ad aumentare la quota di norme comunitarie sull'attuazione del Mercato Interno non ancora recepite negli ordinamenti degli Stati membri (il cosiddetto deficit di recepimento) e la situazione ha continuato a peggiorare nel 2003. Nonostante le diverse iniziative della Commissione europea, sussistono tuttora significative barriere che impediscono il buon funzionamento del Mercato Interno, in particolare nel settore dei servizi. Molte di queste barriere sono riconducibili alle normative nazionali, ad esempio alle procedure amministrative necessarie per aprire filiali in altri paesi dell'area. Per quanto riguarda il rafforzamento della concorrenza, vi sono indicazioni che numerosi paesi dell'area hanno adottato misure volte a migliorare l'efficienza e la trasparenza delle procedure di appalto delle commesse pubbliche. Alcuni di essi hanno inoltre accresciuto i poteri delle autorità nazionali di regolamentazione e di concorrenza. Sembra che sia altresì proseguita negli anni recenti la tendenza a ridurre e a riorientare gli aiuti di Stato, sebbene essi continuino a svolgere un ruolo importante in alcuni settori, come quello dei trasporti. Nei paesi dell'area dell'euro è continuata la riforma della regolamentazione delle industrie di rete, anche se con diversa intensità. Nondimeno, l'effettiva concorrenza in questi settori precedentemente protetti potrebbe essere ulteriormente accresciuta.

In sintesi, nel 2003 le riforme sono proseguite a un ritmo piuttosto lento. Ciò rende più problematico il conseguimento nell'UE degli obiettivi stabiliti a Lisbona, a meno di una decisa accelerazione degli sforzi profusi dagli Stati membri. Oltre a comportare benefici per la crescita nel lungo periodo, un rinnovato slancio del processo di riforma strutturale migliorerebbe il clima di fiducia dei consumatori e degli investitori, stimolando così lo sviluppo anche a più breve termine.

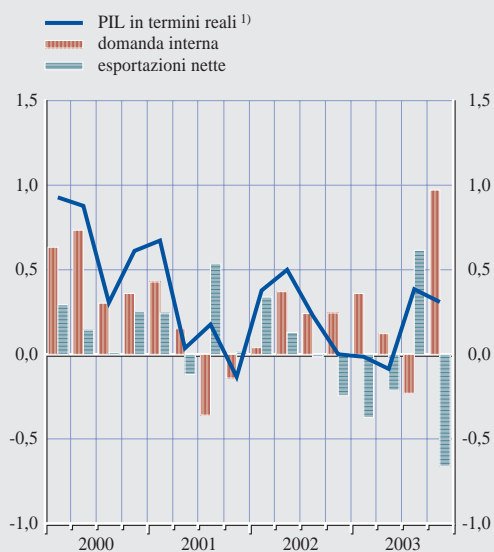
disponibilità da parte delle famiglie a effettuare acquisti rilevanti, come da parte delle imprese ad ampliare la capacità produttiva. Queste circostanze hanno inoltre oscurato la presenza di condizioni di fondo relativamente favorevoli per i consumi e per gli investimenti. In particolare, da un lato il basso livello dei tassi di interesse ha ridotto l'onere del servizio del debito per famiglie e imprese; dall'altro il

recupero delle ragioni di scambio associato all'apprezzamento dell'euro ha aumentato il reddito reale nell'economia nazionale.

L'incertezza circa il quadro economico generale è sopraggiunta in concomitanza con gli sforzi da parte delle imprese, tuttora in corso, verso il risanamento dei propri bilanci. In questo contesto, un miglioramento della redditività

**Figura 19 Contributi alla crescita trimestrale del PIL in termini reali**

(contributi trimestrali in punti percentuali; dati destagionalizzati)



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

**Figura 20 Indicatori del clima di fiducia**

(saldi percentuali)



Fonte: Indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese.  
Nota: Deviazioni dalla media del periodo dal gennaio 1985 per i climi di fiducia delle famiglie e delle imprese industriali, dall'aprile 1995 per quello delle imprese dei servizi. Dati destagionalizzati.

potrebbe essere stato impiegato per ridurre ulteriormente l'esposizione finanziaria piuttosto che espandere l'accumulazione. Il protrarsi dell'incertezza circa le prospettive del mercato del lavoro e circa la stabilità dell'occupazione potrebbe aver indotto le famiglie a adeguare il proprio risparmio in funzione precauzionale piuttosto che di sostegno della spesa. In diversi paesi il dibattito in merito all'attuazione delle riforme dei sistemi previdenziale e sanitario possono aver contribuito all'incertezza percepita dalle famiglie, rafforzandone le intenzioni di risparmio a scopo precauzionale. Con il diffondersi dei segnali di ripresa dell'attività economica nella seconda metà dell'anno, la disponibilità delle imprese a investire si è accresciuta, sebbene la spesa delle famiglie sia rimasta debole.

### L'INDUSTRIA HA SOSPINTO LA RIPRESA DAL LATO DELL'OFFERTA

I comparti dell'industria e dei servizi per il mercato hanno entrambi contribuito alla

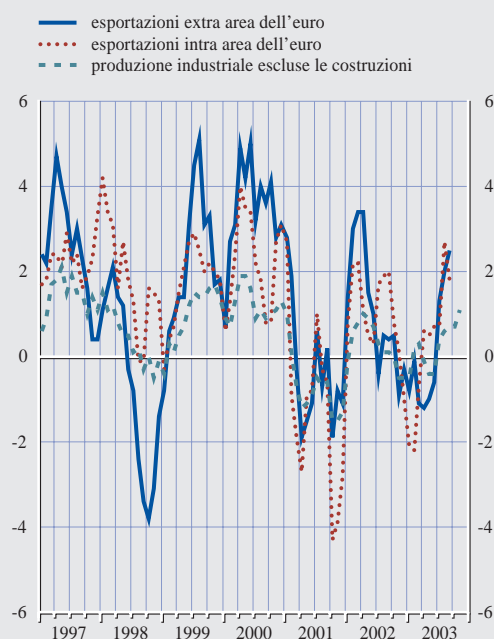
ripresa del prodotto nel corso del 2003, ma il primo ha fornito un apporto più elevato. L'offerta di servizi per il mercato, misurata sulla base del valore aggiunto a prezzi costanti, ha segnato una ripresa in lieve anticipo rispetto all'industria (al netto delle costruzioni). Ciò è sostanzialmente in linea con l'andamento del clima di fiducia, che nel settore dei servizi è iniziato a migliorare nel secondo trimestre del 2003, mentre nell'industria è iniziato nel terzo (cfr. figura 20). Tuttavia, nel quarto trimestre gli andamenti sono stati divergenti, in quanto la produzione industriale ha accelerato mentre l'offerta di servizi per il mercato si è leggermente ridotta.

Confrontando la crescita registrata nella media del 2003 con quella negli anni precedenti e nel corso dei cicli economici, l'andamento della attività terziarie è stato relativamente debole. L'aumento del valore aggiunto a prezzi costanti nel comparto dei servizi per il mercato, è stato pari allo 0,7 per cento, in ulteriore rallentamento



**Figura 21** Esportazioni di beni e produzione industriale

(volumi; dati destagionalizzati)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: I dati riportati sono calcolati come variazioni percentuali sui tre mesi precedenti.

rispetto al biennio precedente e al di sotto del livello toccato nella recessione del 1993. Al contrario la crescita nell'industria (al netto delle costruzioni) è stata lievemente negativa (-0,1 per cento), segnando un risultato leggermente inferiore in confronto con il biennio precedente ma in linea con il ritmo tipicamente registrato nelle fasi di rallentamento ciclico.

La ripresa dell'attività industriale nella seconda metà del 2003 riflette in larga misura la ripresa delle esportazioni di beni, in linea con la marcata sensibilità ciclica della produzione nei paesi dell'area all'evoluzione del quadro esterno. Le esportazioni sia all'interno sia all'esterno dell'area hanno entrambe fornito un impulso al rialzo della produzione industriale (al netto delle costruzioni) nella seconda metà del 2003 (cfr. figura 21).

### **È DIMINUITA LA DISPERSIONE DELLA CRESCITA DEL PRODOTTO TRA I PAESI**

Diverse misure di dispersione indicano che la divergenza tra i tassi di crescita del PIL in termini reali nei paesi dell'area dell'euro è diminuita nel 2003. Riflettendo in parte il rallentamento dell'economia mondiale, nel 2003 la crescita annua del PIL è diminuita rispetto all'anno precedente nella maggior parte dei paesi dell'area, ad eccezione di Belgio, Spagna e Grecia, che hanno registrato un tasso in lieve aumento; in Italia la crescita è rimasta sostanzialmente invariata.

### **L'OCCUPAZIONE È RIMASTA SOSTANZIALMENTE STABILE NEL 2003**

Diversamente dalla produzione complessiva, l'occupazione nell'area dell'euro sembra essere rimasta sostanzialmente stazionaria nell'intero 2003, come già era avvenuto in gran parte dell'anno precedente (cfr. tavola 7). I dati nazionali disponibili per il quarto trimestre indicano una crescita media annua nel 2003 dello 0,1-0,2 per cento circa. L'occupazione si è pertanto rivelata più stabile di quanto ci si sarebbe potuto aspettare, tenuto conto del protrarsi del periodo di modesta attività economica. A fronte di un numero di occupati sostanzialmente stabile, i dati delle indagini sulle forze di lavoro mostrano tuttavia che le ore lavorate per dipendente hanno subito una marcata diminuzione negli ultimi anni e hanno così assorbito gran parte dell'aggiustamento dell'*input* di lavoro che generalmente si associa alle fasi di rallentamento economico. Questo andamento è in qualche misura diverso da quello osservato in precedenti periodi di stagnazione economica, in cui l'onere dell'aggiustamento era ricaduto più sul numero degli occupati che sulle ore lavorate pro capite.

La variazione delle ore lavorate per dipendente potrebbe in parte rispecchiare l'aumentata flessibilità del mercato del lavoro che consente, ad esempio, un maggiore ricorso al lavoro a tempo parziale oppure il computo e la programmazione dell'orario medio di lavoro sull'intero anno anziché sulla settimana o sul mese. Il fatto che l'occupazione sia rimasta stabile nel 2003

**Tavola 7 Evoluzione del mercato del lavoro**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente e valori percentuali)

	2001	2002	2003	2001	2001	2002	2002	2002	2002	2003	2003	2003	2003
				3°trim.	4°trim.	1°trim.	2°trim.	3°trim.	4°trim.	1°trim.	2°trim.	3°trim.	4°trim.
Forze di lavoro	0,9	0,9	.	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	0,7	0,6	0,6	0,5	.
Occupazione	1,4	0,4	.	1,2	0,8	0,7	0,5	0,4	0,2	0,1	0,1	0,2	.
Agricoltura <sup>1)</sup>	-0,8	-2,1	.	-1,1	-1,5	-2,4	-2,1	-2,0	-2,0	-2,2	-1,9	-1,5	.
Industria <sup>2)</sup>	0,4	-1,3	.	0,1	-0,4	-1,0	-1,2	-1,4	-1,6	-1,5	-1,4	-1,5	.
– escl. costruzioni	0,3	-1,4	.	0,0	-0,5	-1,1	-1,3	-1,4	-1,8	-1,8	-1,9	-1,9	.
– costruzioni	0,4	-0,9	.	0,4	-0,1	-0,7	-0,8	-1,2	-1,0	-0,8	0,1	-0,2	.
Servizi <sup>3)</sup>	1,9	1,3	.	1,7	1,5	1,6	1,4	1,2	1,1	0,8	0,8	0,9	.
<b>Tassi di disoccupazione<sup>4)</sup></b>													
Totale	8,0	8,4	8,8	8,0	8,1	8,2	8,3	8,5	8,6	8,7	8,8	8,8	8,8
Meno di 25 anni	15,7	16,2	16,8	15,7	15,8	16,0	16,2	16,3	16,4	16,8	16,8	16,7	16,7
25 anni e oltre	7,0	7,4	7,7	7,0	7,1	7,2	7,3	7,4	7,6	7,7	7,8	7,8	7,8

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Comprende anche pesca, caccia e silvicoltura.

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

3) Esclusi gli enti e gli organismi extra-territoriali.

4) In percentuale delle forze di lavoro.

implica che, in aggregato, la produttività del lavoro misurata per occupato sia migliorata solo nella seconda parte dell'anno, in concomitanza con la ripresa dell'attività economica. Per contro, gli incrementi della produttività misurata per ora lavorata potrebbero svanire più rapidamente, dal momento che la riscontrata tendenza alla diminuzione delle ore medie lavorate probabilmente si invertirà con il progredire della ripresa.

Il livello sostanzialmente invariato dell'occupazione totale nel corso del 2003 cela andamenti opposti nell'industria e nei servizi. Nei primi tre trimestri, il calo dell'occupazione nell'industria è stato compensato dalla creazione netta di posti di lavoro nei servizi. Tuttavia, in entrambi i settori la crescita media dell'occupazione nel 2003 è stata molto probabilmente inferiore a quella del 2002. Inoltre, i dati delle indagini sulle forze di lavoro indicano che il ridimensionamento dell'*input* di lavoro mediante una riduzione delle ore lavorate per occupato si è verificato in entrambi i comparti.

### NEL 2003 SI È ARRESTATO L'AUMENTO DEL TASSO DI DISOCCUPAZIONE

L'aumento del tasso di disoccupazione avviatosi nell'area dell'euro agli inizi del 2001 si è

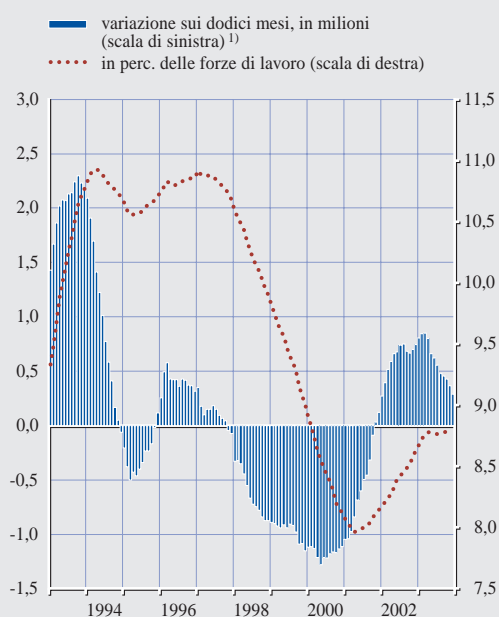
arrestato nella primavera del 2003 quando il tasso ha raggiunto l'8,8 per cento, valore su cui è poi rimasto stabile per il resto dell'anno. In media, il tasso di disoccupazione nel 2003 è stato superiore a quello del 2002 di 0,4 punti percentuali. L'aumento ha interessato indifferentemente lavoratori di tutti i sessi e classi di età; è ancora lievemente aumentato il divario fra le persone con meno di 25 anni e quelle con 25 o più anni, mentre ha continuato a ridursi il differenziale tra le femmine e i maschi.

Fra il 2002 e il 2003 la maggior parte dei paesi dell'area ha registrato un incremento del tasso di disoccupazione; fanno eccezione Grecia e Italia, dove si è avuta una riduzione, e Finlandia e Spagna, dove il tasso è rimasto sostanzialmente costante. Tutto considerato, nel 2003 è diminuito il grado di dispersione dei tassi di disoccupazione fra i paesi dell'area. Tuttavia, in alcuni di essi, i dati relativi alla disoccupazione registrati per il 2003 riflettono in parte l'uscita dalle statistiche ufficiali di persone in cerca di lavoro dovuta a modifiche nelle modalità di registrazione dei disoccupati e/o a riforme del mercato del lavoro.

Sebbene nel 2003 il tasso di disoccupazione dell'area sia rimasto sostanzialmente stabile, il numero dei disoccupati è lievemente aumentato

**Figura 22 Disoccupazione**

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

Nota: i dati si riferiscono agli Euro 12 (anche per i periodi precedenti al 2001).

1) Le variazioni sui dodici mesi non sono destagionalizzate.

per gran parte dell'anno. In dicembre il numero complessivo dei disoccupati era pari a 12,3 milioni, con un incremento di circa 270.000 persone rispetto a dodici mesi prima (cfr. figura 22). Data la sostanziale stabilità del livello di occupazione, l'aumento del numero di disoccupati ha riflesso la costante crescita delle forze di lavoro, ancorché più contenuta nel 2003 rispetto al 2002. Con ogni probabilità, l'aumento del tasso di disoccupazione e l'ulteriore calo del numero di posti di lavoro vacanti hanno scoraggiato la partecipazione, ad esempio ritardando l'ingresso nel mercato del lavoro.

## 2.4 LA FINANZA PUBBLICA

### I SALDI DI BILANCIO SONO ULTERIORMENTE PEGGIORATI NEL 2003

Nel 2003 il saldo di bilancio dell'area dell'euro è peggiorato per il terzo anno consecutivo. I dati più recenti diffusi da Eurostat indicano un disa-

vanzo pubblico medio pari al 2,7 per cento del PIL, contro il 2,3 nel 2002 (cfr. tavola 8). Questo pronunciato peggioramento è principalmente riconducibile all'operare degli stabilizzatori automatici in un contesto macroeconomico molto meno favorevole del previsto. La maggior parte dei paesi dell'area non ha raggiunto gli obiettivi fissati nei programmi di stabilità presentati alla fine del 2002 e all'inizio del 2003. In media, lo scostamento rispetto agli obiettivi è stato pari a circa l'1,0 per cento del PIL.

L'andamento dei conti pubblici ha continuato a rappresentare una fonte di preoccupazione nei paesi che già presentavano disavanzi significativi nel 2002. Nel 2003 la Germania e la Francia hanno registrato disavanzi di bilancio prossimi o superiori al 4 per cento del PIL, mentre il Portogallo ha riportato un deficit vicino al 3 per cento, nonostante l'adozione di importanti misure temporanee. Nei Paesi Bassi l'indebitamento netto è risultato pari al 3 per cento del PIL.

Il rapporto fra la spesa pubblica e il PIL nell'area dell'euro è aumentato rispetto al 2002, sospinto da un persistente incremento delle spese correnti derivante, principalmente, dai sussidi per la disoccupazione e dalle prestazioni sociali. La spesa per interessi è leggermente diminuita. Sul fronte delle entrate, la modesta crescita del gettito fiscale nel 2003 appare principalmente riconducibile alla debolezza dell'attività economica e a cali inattesi delle entrate tributarie.

L'andamento sfavorevole dei conti pubblici ha influito negativamente sulla media del rapporto fra il debito pubblico e il PIL. Dopo diversi anni di ininterrotta, sebbene moderata, discesa il rapporto fra il debito pubblico e il PIL nell'area dell'euro è salito al 70,4 per cento nel 2003. Tale peggioramento riflette il protrarsi del deterioramento dell'avanzo primario e la modesta crescita del PIL nominale. Nel 2003 il rapporto fra il debito e il PIL ha superato la soglia del 60 per cento in Francia, si è mantenuto superiore a tale valore in Germania e Austria ed è rimasto al di sopra del 100 per cento del PIL in Belgio, Grecia e Italia.

**Tavola 8 Posizioni di bilancio nell'area dell'euro**

(in percentuale del PIL)

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

	2000	2001	2002	2003
<b>Area dell'euro</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,7</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,7</b>
Belgio	0,2	0,4	0,1	0,2
Germania	-1,2	-2,8	-3,5	-3,9
Grecia	-2,0	-2,0	-1,4	-1,7
Spagna	-1,0	-0,4	0,0	0,3
Francia	-1,4	-1,6	-3,3	-4,1
Irlanda	4,4	1,1	-0,4	0,2
Italia	-1,8	-2,6	-2,3	-2,4
Lussemburgo	6,3	6,3	2,7	-0,1
Paesi Bassi	1,5	0,0	-1,9	-3,0
Austria	-1,9	0,2	-0,2	-1,1
Portogallo	-3,2	-4,4	-2,7	-2,8
Finlandia	7,1	5,2	4,3	2,3

**Debito lordo delle amministrazioni pubbliche**

	2000	2001	2002	2003
<b>Area dell'euro</b>	<b>70,4</b>	<b>69,4</b>	<b>69,2</b>	<b>70,4</b>
Belgio	109,1	108,1	105,8	100,5
Germania	60,2	59,4	60,8	64,2
Grecia	106,2	106,9	104,7	102,4
Spagna	61,2	57,5	54,6	50,8
Francia	57,2	56,8	58,6	63,0
Irlanda	38,4	36,1	32,3	32,0
Italia	111,2	110,6	108,0	106,2
Lussemburgo	5,5	5,5	5,7	4,9
Paesi Bassi	55,9	52,9	52,6	54,8
Austria	67,0	67,1	66,6	65,0
Portogallo	53,3	55,6	58,1	59,4
Finlandia	44,6	43,9	42,6	45,3

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati sono basati sulla definizione della procedura di disavanzo eccessivo. Le posizioni di bilancio escludono gli introiti derivanti dalla vendita delle licenze UMTS.

Secondo le stime della Commissione, nel 2003 l'orientamento della politica fiscale nell'area dell'euro, misurato dalla variazione del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo economico, è stato sostanzialmente neutrale. Ciò riflette il contenimento della spesa primaria strutturale e gli incrementi delle aliquote delle imposte indirette e dei contributi sociali in alcuni paesi, che hanno sostanzialmente compensato gli effetti di ulteriori tagli alle imposte sul reddito delle persone fisiche attuati in diversi Stati membri.

**A RISCHIO IL QUADRO DI RIFERIMENTO DELLA POLITICA FISCALE EUROPEA**

Il 25 novembre 2003 il Consiglio Ecofin ha deciso di non accogliere le raccomandazioni della Commissione concernenti la Germania e la Francia e di sospendere la procedura per i

disavanzi eccessivi nei confronti di tali paesi. Nelle sue conclusioni, il Consiglio Ecofin ha raccomandato alla Francia di ridurre il disavanzo corretto per il ciclo economico di 0,8 punti percentuali del PIL nel 2004 e di almeno 0,6 punti nel 2005, così da riportare il disavanzo al di sotto del 3 per cento del PIL al più tardi nel 2005. Contemporaneamente, il Consiglio Ecofin ha raccomandato alla Germania di ridurre il disavanzo corretto per il ciclo economico di 0,6 punti percentuali del PIL nel 2004 e di almeno 0,5 punti nell'anno successivo, per ricondurre il disavanzo al di sotto del 3 per cento del PIL al più tardi nel 2005 (cfr. capitolo 4). La decisione del Consiglio Ecofin ha generato incertezze sulla futura applicazione delle regole che governano la politica fiscale nei paesi dell'area dell'euro, dando un esempio di scarso rigore nell'attuazione della procedura

per i disavanzi eccessivi che potrebbe indebolire gli incentivi al risanamento in futuro.

È fondamentale preservare la fiducia nella solidità dell'assetto istituzionale dell'UEM. La Germania e la Francia devono ora far fronte alle loro responsabilità e rispettare l'impegno assunto di porre termine alla situazione di disavanzo eccessivo il più rapidamente possibile e al più tardi nel 2005. Anche i paesi che presentano ancora squilibri nei conti pubblici devono compiere progressi verso il conseguimento di posizioni prossime al pareggio o in avanzo nel medio termine, riducendo il disavanzo corretto per gli effetti del ciclo economico di almeno 0,5 punti percentuali del PIL all'anno.

L'attuazione di solide politiche fiscali è nell'interesse di tutti i paesi. Posizioni di bilancio prossime al pareggio o in avanzo consentono di lasciare operare liberamente gli stabilizzatori automatici, che attenuano i picchi del ciclo economico. Inoltre, la solidità dei conti pubblici, riducendo l'incidenza del debito pubblico sul PIL, aiuterà i singoli paesi a far fronte alle conseguenze finanziarie dell'invecchiamento della popolazione. Al contrario, la mancanza di disciplina aumenta l'incertezza sulla solidità futura delle finanze pubbliche, ostacolando l'assunzione di decisioni di lungo periodo da parte degli agenti economici. Essa può inoltre creare delle esternalità che potranno influire negativamente sugli altri Stati membri.

Secondo i programmi di stabilità presentati alla fine del 2003 e all'inizio del 2004, il disavanzo dell'area dell'euro dovrebbe diminuire di 0,3 punti percentuali nel 2004, al 2,4 per cento del PIL. Gli effetti derivanti dal contenimento delle erogazioni, dalla diminuzione della spesa per interessi e dalla graduale ripresa dell'attività economica dovrebbero più che compensare quelli espansivi associati agli sgravi fiscali concessi in diversi paesi. È previsto un miglioramento del saldo di bilancio corretto per il ciclo nel 2004 e ci si attende una diminuzione dei disavanzi di Germania e Francia, che tuttavia dovrebbero restare al di sopra del 3 per cento del PIL. Secondo il Consiglio Ecofin la

correzione del saldo di bilancio annunciata nel programma di stabilità francese appare insufficiente a eliminare il disavanzo eccessivo nel 2005, e anche per quanto concerne la Germania la correzione potrebbe non essere adeguata. Inoltre, secondo le previsioni della Commissione, così come riportate dal Consiglio Ecofin, appare improbabile che Grecia, Italia e Portogallo riescano a ridurre il proprio disavanzo corretto per gli effetti del ciclo economico di almeno 0,5 punti percentuali del PIL nel 2004.

#### **LA RIFORMA STRUTTURALE DELLE FINANZE PUBBLICHE RESTA DI FONDAMENTALE IMPORTANZA**

Le riforme delle pensioni attuate o previste in alcuni paesi migliorerebbero la sostenibilità a lungo termine delle finanze pubbliche, anche se il considerevole invecchiamento della popolazione europea richiederà ulteriori aggiustamenti (cfr. riquadro 6). Il risanamento dei conti pubblici deve inserirsi in un insieme credibile di riforme di medio periodo. L'effetto combinato del risanamento dei conti pubblici e delle riforme strutturali può contrastare gli effetti negativi di breve termine del primo sulla domanda, accrescendo la credibilità delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro e la fiducia dell'opinione pubblica nella loro capacità di rispettare le regole convenute e di assicurare la sostenibilità fiscale nel lungo termine.

Le riforme strutturali della spesa rivestono particolare rilievo. Per promuovere la qualità delle finanze pubbliche, le priorità di spesa dovrebbero essere spostate su quelle produttive che promuovono la crescita del prodotto potenziale. La riduzione degli impegni di spesa complessivi creerà i margini per una riduzione della pressione fiscale, contribuendo così alla crescita economica.

## Riquadro 6

### L'IMPORTANZA DI RIFORME DI AMPIO RESPIRO PER LA SOSTENIBILITÀ DELLE FINANZE PUBBLICHE

Per assicurare la sostenibilità fiscale di lungo termine, i paesi dell'area dell'euro devono attuare importanti riforme nel campo della finanza pubblica e in altri settori.

#### L'invecchiamento della popolazione e la sostenibilità dei conti pubblici

L'invecchiamento della popolazione è uno dei principali rischi per la sostenibilità delle finanze pubbliche delle economie dell'area dell'euro. Eurostat prevede che il tasso di dipendenza degli anziani, ovvero il rapporto fra le persone di età uguale o superiore ai 65 anni di età e le persone di età fra i 15 e i 64 anni, passerà da circa il 25 per cento del 2000 a oltre il 50 per cento nel 2050. Tale evoluzione demografica metterà sotto pressione le finanze pubbliche spingendo verso l'alto la spesa collegata agli anziani, e in particolare la spesa per le pensioni pubbliche, la salute e le cure sanitarie di lunga durata. Essendo per lo più organizzati secondo il principio della ripartizione (in cui le spese correnti sono finanziate con i contributi correnti), i sistemi pensionistici pubblici europei risentiranno fortemente della crescita del numero di pensionati. Anche la spesa sanitaria è destinata a salire, poiché la domanda di servizi sanitari tende ad aumentare nell'età avanzata. L'esperienza passata indica inoltre che a tale aumento potranno contribuire anche gli sviluppi tecnologici.

Secondo uno studio recente commissionato dal Consiglio Ecofin e condotto dal gruppo di lavoro sugli effetti dell'invecchiamento della popolazione del Comitato di politica economica<sup>1</sup>, nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro l'aumento della spesa per le pensioni pubbliche riconducibile all'invecchiamento si collocherà fra i 3 e 6 punti percentuali del PIL nel 2050; a ciò potrebbero aggiungersi ulteriori 2-4 punti percentuali del prodotto a causa dell'aumento della spesa per la salute e le cure di lunga durata.

#### La strategia dell'UE per affrontare il problema dell'invecchiamento

Consapevole della necessità di riforme di ampio respiro, nel 2001 l'UE ha definito una strategia tripartita volta ad affrontare le problematiche poste dall'invecchiamento della popolazione. Tale strategia è stata definita per la prima volta nel 2001 negli *Indirizzi di massima per le politiche economiche* e prevede: (a) misure per elevare il tasso di occupazione, (b) una rapida riduzione del debito pubblico, (c) ulteriori riforme dei sistemi pensionistici e sanitari, anche promuovendo un maggior ricorso ai sistemi a capitalizzazione. Il Trattato e il Patto di stabilità e crescita affrontano le sfide poste dall'invecchiamento della popolazione ai conti pubblici imponendo posizioni di bilancio prossime al pareggio o in avanzo nel medio termine e stabilendo limiti ai livelli del disavanzo e del debito pubblico.

#### Le politiche correnti

Per quanto riguarda le iniziative per migliorare la sostenibilità delle finanze pubbliche, le attuali politiche fiscali nell'area dell'euro presentano un quadro abbastanza disomogeneo. In primo luogo, se da un lato gli approcchi alla base delle riforme del sistema pensionistico e di

<sup>1</sup> Lo studio è disponibile sul sito Internet della Direzione generale per gli affari economici e finanziari della Commissione europea, all'indirizzo [www.europa.eu.int/comm/economy\\_finance/epc\\_en.htm](http://www.europa.eu.int/comm/economy_finance/epc_en.htm).

quello sanitario si dirigono nella giusta direzione, dall'altro le misure previste non appaiono in genere sufficienti ad assicurare la sostenibilità di tali sistemi e impongono ulteriori cambiamenti. L'obiettivo principale della maggior parte degli sforzi di riforma nel settore delle pensioni è quello di aumentare l'età effettiva di pensionamento, creando gli incentivi per un allungamento della vita lavorativa e aumentando i periodi contributivi necessari a ottenere il diritto alle prestazioni. Nel settore sanitario, gli sforzi tendono a concentrarsi sul contenimento della crescita della spesa a breve termine, per esempio promuovendo la consapevolezza circa i costi delle cure mediche mediante la richiesta di un maggior contributo ai pazienti. In secondo luogo, gli elevati disavanzi fiscali attuali sono spesso di natura strutturale. Ciò significa che il conseguimento di una posizione di bilancio solida imporrà ai paesi non solo di soddisfare i requisiti fiscali imposti dalla prevista transizione demografica, ma anche di perseguire ambiziose politiche di risanamento strutturale.

## **2.5 IL CONTESTO MACROECONOMICO INTERNAZIONALE, I TASSI DI CAMBIO E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI**

### **LA RIPRESA ECONOMICA MONDIALE SI È RAFFORZATA NEL 2003**

Dopo un periodo di incertezza nella prima metà del 2003 – riconducibile principalmente alle tensioni geopolitiche, alle minacce di attentati terroristici, all'epidemia di SARS e ai timori di deflazione – la ripresa dell'economia mondiale ha acquistato vigore nel secondo semestre. Alla fine dell'anno essa risultava più diffusa e robusta, trainata soprattutto dalla crescita degli Stati Uniti e dell'Asia. Mentre i consumi privati e politiche economiche espansive hanno sorretto il graduale recupero dell'attività economica mondiale, gli investimenti delle imprese, in particolare, sono rimasti relativamente poco dinamici in alcuni paesi industriali a causa dell'eccesso di capacità produttiva e dell'elevato indebitamento delle imprese. Le pressioni inflazionistiche sono rimaste relativamente contenute per effetto della forte crescita della produttività, soprattutto negli Stati Uniti, e del persistere di un significativo eccesso di capacità produttiva. Gli squilibri si sono protratti per tutto il 2003. In particolare, il disavanzo del conto corrente degli Stati Uniti è ancora aumentato – nonostante il significativo deprezzamento del dollaro.

Negli Stati Uniti la ripresa si è rafforzata e la crescita del PIL è salita al 3,1 per cento, dal 2,2

del 2002. Nei primi mesi del 2003, l'elevata incertezza geopolitica nell'imminenza del conflitto in Iraq ha inciso negativamente sul clima di fiducia degli investitori e dei consumatori, contribuendo in tal modo a ritardare la ripresa dell'economia statunitense. Nel secondo trimestre, tuttavia, l'attenuarsi di questa incertezza ha favorito un recupero dell'attività produttiva che si è nettamente rafforzato nella seconda metà dell'anno. La spesa delle famiglie ha mostrato notevole capacità di tenuta e ha contribuito in misura sostanziale all'espansione del prodotto. I consumi privati sono aumentati in termini reali del 3,1 per cento, mostrando un'impennata soprattutto nei mesi estivi. Un importante sostegno alla spesa delle famiglie è stato fornito dagli sgravi fiscali, che hanno concorso a mantenere elevata la crescita del reddito disponibile (4,3 per cento nel 2003 rispetto al 5,2 dell'anno precedente). Un ulteriore contributo è provenuto dall'attività di rifinanziamento dei mutui ipotecari nella prima metà dell'anno. Tali fattori nel loro complesso hanno controbilanciato fino al terzo trimestre l'effetto negativo sui consumi derivante dalla scarsa fiducia e dall'andamento sfavorevole dell'occupazione. Nel contesto di una robusta dinamica del mercato immobiliare e di tassi sui mutui ipotecari ai minimi storici, nel 2003 la crescita degli investimenti residenziali si è notevolmente rafforzata al 5,2 per cento.

Per gran parte del 2003 una rilevante fonte di debolezza è stata costituita dall'andamento

negativo del mercato del lavoro, che tuttavia ha mostrato segnali di miglioramento nel terzo trimestre. L'occupazione dipendente nel settore privato è diminuita in misura significativa durante il primo semestre ed è tornata a crescere moderatamente nel prosieguo dell'anno. Dopo avere toccato un massimo del 6,4 per cento in giugno, il tasso di disoccupazione ha iniziato a diminuire in estate, scendendo nel gennaio 2004 al 5,6 per cento grazie anche al minore aumento della forza lavoro.

Dopo due anni di flessione, gli investimenti privati sono aumentati del 4,3 per cento nel 2003. La loro espansione, avviatasi nel secondo trimestre, si è rafforzata nella restante parte dell'anno raggiungendo tassi di incremento a due cifre in ragione d'anno. La ripresa dell'accumulazione ha beneficiato delle favorevoli condizioni di finanziamento, dell'aumento dei profitti e delle prospettive di un andamento sostenuto della domanda. Questo recupero è stato ancora circoscritto, in quanto ha riguardato prevalentemente gli investimenti in hardware e software. Con riferimento all'interscambio, i volumi importati sono cresciuti più di quelli esportati nel 2003, riflettendo la più forte espansione della domanda interna negli Stati Uniti rispetto ai suoi principali partner commerciali. Nel 2003, pertanto, il disavanzo del conto corrente ha superato il 5 per cento del PIL, riflettendo, in larga misura, gli squilibri del settore pubblico.

Negli Stati Uniti l'inflazione al consumo e alla produzione è aumentata nel 2003. Tuttavia, tenendo conto dell'impatto dei prezzi dell'energia, le pressioni inflazionistiche sono rimaste generalmente contenute nel corso dell'anno per effetto del basso grado di utilizzo della capacità produttiva e della forte crescita della produttività. L'inflazione, misurata dagli indici dei prezzi al consumo e alla produzione, è salita, rispettivamente, al 2,3 e al 3,2 per cento, dall'1,6 e dal -1,3 per cento nel 2002. Se si escludono i prodotti alimentari ed energetici, l'incremento dei prezzi al consumo è stato dell'1,4 per cento, inferiore al 2,4 del 2002, e

quello dei prezzi alla produzione è rimasto contenuto.

Nel 2003 i tassi di interesse sono rimasti ai minimi storici. In giugno il Federal Open Market Committee (FOMC) del Federal Reserve System ha ridotto di 25 punti base, all'1 per cento, l'obiettivo di tasso sui *federal funds*. Nelle dichiarazioni che hanno accompagnato le riunioni fino a dicembre, il FOMC ha annunciato che l'indirizzo accomodante della politica monetaria sarebbe stato mantenuto per un "periodo considerevole", a causa dei rischi di un indesiderato calo dell'inflazione. Nella riunione di gennaio 2004, tuttavia, tale affermazione è stata sostituita dal riferimento a un approccio "prudente" del FOMC nell'abbandonare l'orientamento espansivo. Nel 2003 la politica fiscale è stata ancora fortemente espansiva e il disavanzo del bilancio federale è salito al 3,5 per cento del PIL nell'esercizio fiscale 2003, dall'1,5 per cento di quello precedente. Tale risultato è riconducibile soprattutto a provvedimenti discrezionali e, in misura minore, all'operare degli stabilizzatori automatici del bilancio.

In Giappone l'attività economica si è accresciuta per tutto il 2003, sostenuta dalle esportazioni e dagli investimenti privati. Dopo un iniziale indebolimento, la crescita delle esportazioni si è rafforzata nella seconda metà dell'anno. In particolare, sono fortemente aumentate quelle dirette verso il resto dell'Asia; la Cina ha rappresentato oltre la metà dell'incremento complessivo delle esportazioni giapponesi nel 2003. In presenza di livelli di scorte ai minimi storici, la crescita delle esportazioni ha determinato una ripresa della produzione industriale nel secondo semestre, soprattutto nei comparti, orientati alle esportazioni, dei macchinari e delle attrezzature elettriche. Gli investimenti privati non residenziali si sono notevolmente accresciuti, sospinti dal recupero dei profitti e da alcuni miglioramenti strutturali nei bilanci delle imprese. Riflettendo la persistente debolezza del mercato del lavoro e della dinamica dei redditi, i consumi privati sono stati relativamente poco dinamici. Dati i continui sforzi per conseguire un risanamento



dei conti pubblici nel medio periodo, la spesa pubblica si è ridotta, per effetto di forti riduzioni delle spese per investimenti pubblici.

Nel 2003 le spinte deflazionistiche si sono lievemente attenuate. L'indice dei prezzi al consumo è calato in media dello 0,3 per cento, contro un calo dello 0,9 nel 2002. La Banca del Giappone ha innalzato il corridoio obiettivo per il saldo sui conti correnti in essere presso la banca centrale da 15-20 mila miliardi di yen all'inizio del 2003 a 30-35 mila miliardi nel gennaio 2004. Inoltre, la Banca del Giappone ha deciso di acquistare per un periodo limitato *asset-backed securities*, ossia titoli emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione di prestiti bancari erogati a piccole e medie imprese, al fine di agevolare il finanziamento di queste ultime.

Nei paesi dell'Asia, escluso il Giappone, la crescita dell'economia è stata robusta; la ripresa osservata nel 2002 si è consolidata. La regione ha dimostrato una notevole capacità di tenuta ad alcuni eventi negativi quali le incertezze geopolitiche (nella fattispecie, il conflitto in Iraq e le tensioni nella Corea del Nord) e l'epidemia di SARS. L'espansione sostenuta del prodotto è riconducibile all'effetto congiunto di vari fattori. Innanzitutto, la domanda estera ha beneficiato del miglioramento del contesto economico internazionale e del deprezzamento dei tassi di cambio effettivi, come evidenziato dal ritmo vivace di crescita delle esportazioni in molti paesi della regione. In secondo luogo, la domanda interna – pur registrando un pronunciato rallentamento nel secondo trimestre a causa dello scoppio dell'epidemia di SARS – è successivamente aumentata più del previsto. A livello di singoli paesi, la Cina è rimasta di gran lunga l'economia più dinamica dell'area, con un aumento del PIL pari al 9,1 per cento nel 2003.

Nei paesi in procinto di aderire all'Unione europea, l'attività produttiva si è mantenuta sostenuta nel 2003 nonostante la debolezza del contesto esterno. La crescita del PIL è stata principalmente trainata dai consumi privati e

dalle esportazioni nette, mentre anche gli investimenti hanno mostrato segni di rafforzamento in alcuni paesi. La situazione dei conti pubblici ha continuato a deteriorarsi in diversi paesi, ponendo serie sfide per la sostenibilità delle finanze pubbliche. L'inflazione misurata sullo IAPC è rimasta prossima al 2 per cento nel complesso di questi paesi, pur attestandosi su livelli assai diversi in ciascuno di essi (cfr. il capitolo 7 per maggiori dettagli).

In America latina il 2003 è stato contrassegnato da alcuni segnali di generale miglioramento dell'economia nel contesto di un forte recupero dell'Argentina dopo la crisi dell'anno precedente. Dei due maggiori paesi della regione, il Brasile ha registrato una flessione del prodotto e il Messico una crescita piuttosto contenuta. L'economia brasiliana ha mostrato una crescita negativa negli ultimi tre trimestri del 2003, rispetto al periodo corrispondente, principalmente per effetto della caduta della domanda interna nonostante un lieve declino dei costi di finanziamento. Sull'economia messicana ha pesato soprattutto il cattivo andamento del settore manifatturiero, le cui esportazioni non hanno tenuto il passo con la ripresa degli Stati Uniti.

Nel 2003 il prezzo medio del petrolio della qualità Brent è stato di 28,9 dollari al barile, superiore del 15,4 per cento rispetto all'anno precedente. L'aumento va ricondotto alle difficoltà di approvvigionamento, all'andamento della domanda, al basso livello delle scorte e alle tensioni geopolitiche. Anche i prezzi delle materie prime non petrolifere sono aumentati notevolmente nel 2003 in seguito alla ripresa economica mondiale. In particolare, la domanda della Cina ha avuto un significativo impatto sui mercati delle materie prime.

#### **L'EURO HA REGISTRATO UN FORTE APPREZZAMENTO NEL 2003**

Nel 2003 l'euro ha continuato ad apprezzarsi rispetto alle altre principali valute. Ciò ha riguardato soprattutto il dollaro statunitense e varie monete asiatiche formalmente o informalmente ancorate al dollaro. L'euro si è rafforzato anche nei confronti dello yen

giapponese, della sterlina britannica e, sebbene in misura minore, del franco svizzero, mentre si è indebolito nei confronti del dollaro australiano.

Nella prima metà del 2003 tali andamenti hanno avuto come sfondo una incertezza economica e geopolitica relativamente elevata. Le pressioni al rialzo sull'euro si sono temporaneamente interrotte durante l'estate, allorché le attese degli operatori circa la ripresa economica dei principali partner commerciali sono divenute più positive. Verso la fine del 2003 l'euro è tornato ad apprezzarsi in quanto gli analisti hanno espresso crescenti timori per gli squilibri esterni mondiali. Nel complesso, alla fine del 2003 il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro risultava apprezzato di quasi l'11 per cento rispetto ai livelli di inizio anno e di poco meno del 17 per cento rispetto al suo valore medio nel 2002.

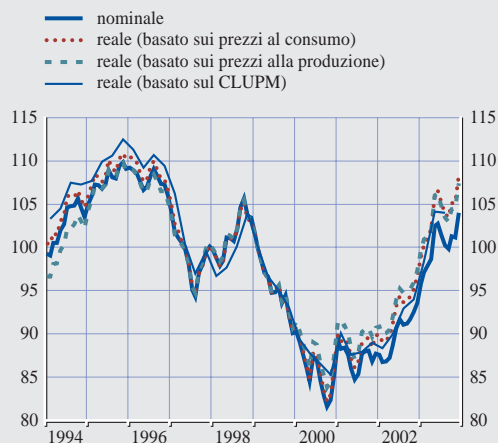
Nei primi due mesi del 2004 il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro non si è ulteriormente rafforzato. L'andamento della moneta unica in questo periodo sembra essere stato influenzato in direzioni opposte da vari fattori, inclusa la reazione dei mercati al comunicato del G7 dell'inizio di febbraio 2004 sui movimenti dei tassi di cambio. Il 27 febbraio 2004, giorno al quale risale l'ultimo aggiornamento dei dati utilizzati per questo Rapporto annuale, esso risultava apprezzato del 3,8 per cento rispetto alla media del 2003.

I tassi di cambio effettivi reali dell'euro, che tengono conto dei differenziali in termini di dinamica dei prezzi e del costo del lavoro per unità di prodotto tra l'area dell'euro e i suoi principali partner commerciali, hanno seguito abbastanza da vicino l'indice nominale e nel quarto trimestre del 2003 si collocavano su livelli lievemente superiori a quelli del primo trimestre del 1999 (cfr. figura 23).

Nel 2003 l'euro si è apprezzato in particolare nei confronti del dollaro statunitense, che è stato interessato da pressioni generalizzate al ribasso. Nei primi mesi dell'anno, la moneta

**Figura 23 Tassi di cambio effettivi dell'euro nominali e reali<sup>1)</sup>**

(valori mensili/trimestrali; numeri indice: 1° trim. 1999 = 100)



Fonte: BCE.

1) Un aumento dell'indice rappresenta un apprezzamento dell'euro. Le ultime osservazioni per il tasso di cambio effettivo reale basato sul CLUPM si riferiscono al terzo trimestre 2003; quest'ultimo dato è parzialmente basato su stime.

americana avrebbe risentito dell'incertezza provocata dall'acuirsi delle tensioni geopolitiche e dai loro probabili effetti sulle prospettive di sviluppo dell'economia mondiale. Inoltre, durante il primo semestre, gli operatori hanno individuato nella pubblicazione di una serie di dati peggiori del previsto sull'economia degli Stati Uniti, nell'ampliarsi del disavanzo di conto corrente e nel peggioramento della situazione di conti pubblici del paese ulteriori fattori negativi per la moneta americana. In estate il dollaro si è stabilizzato in seguito al consolidarsi di attese di un miglioramento delle prospettive di crescita dell'economia statunitense. Verso la fine dell'anno, tuttavia, tali fattori positivi sarebbero stati oscurati dai timori connessi con il finanziamento del disavanzo di conto corrente degli Stati Uniti, che hanno determinato nuove pressioni al ribasso sul dollaro. Il 30 dicembre 2003 l'euro valeva 1,25 dollari, un livello di circa il 19½ per cento superiore a quello dell'inizio dell'anno e di oltre il 32 per cento alla media del 2002. Il 27 febbraio 2004 è stato scambiato a 1,24 dollari, con un apprezzamento del 9,8 per cento rispetto alla media del 2003.

Nei confronti dello yen giapponese l'euro ha mostrato un andamento simile a quello evidenziato nei confronti del dollaro statunitense fino a settembre 2003. Sullo yen avrebbero influito soprattutto i segnali di un miglioramento dell'attività economica in Giappone assieme agli interventi sui mercati valutari attuati dalle autorità giapponesi con l'obiettivo di stabilizzare il cambio della moneta nazionale con il dollaro. Dopo la riunione del G7 a Dubai, nella quale era stata auspicata una maggiore flessibilità dei tassi di cambio al fine di agevolare un aggiustamento graduale e bilanciato nel sistema finanziario basato su meccanismi di mercato, lo yen è stato temporaneamente oggetto di forti e generalizzate pressioni al rialzo. Alla fine del 2003 l'euro è stato quotato a 133,7 yen, un livello superiore del 7,5 per cento a quello dell'inizio dell'anno e di oltre il 13 per cento alla media del 2002. Il 27 febbraio 2004 esso valeva 135,6 yen, con un rafforzamento del 3,6 per cento rispetto alla media del 2003.

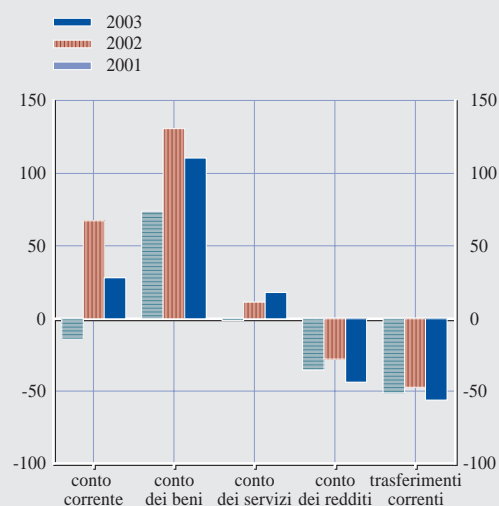
Per quanto riguarda le altre valute europee, la moneta unica si è apprezzata nei confronti della sterlina britannica, del franco svizzero e, in misura più significativa, della corona norvegese, mentre è rimasta sostanzialmente invariata rispetto alla corona svedese e a quella danese. Quest'ultima ha continuato a oscillare in un intervallo molto ristretto attorno alla parità centrale fissata nell'ambito dei nuovi accordi europei di cambio (AEC II).

### L'AVANZO DI CONTO CORRENTE È DIMINUITO NEL 2003

Nel 2003 l'avanzo di conto corrente dell'area dell'euro è sceso a 28,1 miliardi di euro (0,4 per cento del PIL), da 67,1 miliardi (0,9 per cento del PIL) nel 2002. La flessione è principalmente imputabile al calo di 20,6 miliardi di euro dell'avanzo nei beni e all'aumento di 16,0 miliardi del disavanzo nei redditi; anche il deficit nei trasferimenti correnti è aumentato. Questi andamenti sono stati solo parzialmente controbilanciati da un incremento marginale dell'avanzo dei servizi (cfr. figura 24). Poiché nel 2003 le importazioni di beni sono rimaste

**Figura 24 Saldo di conto corrente e delle sue componenti**

(miliardi di euro; dati destagionalizzati cumulati sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

quasi invariate rispetto all'anno precedente, la riduzione dell'avanzo nei beni è il risultato di un calo del valore delle esportazioni di beni dell'area dell'euro durante lo stesso periodo (-2,2 per cento)<sup>7</sup>.

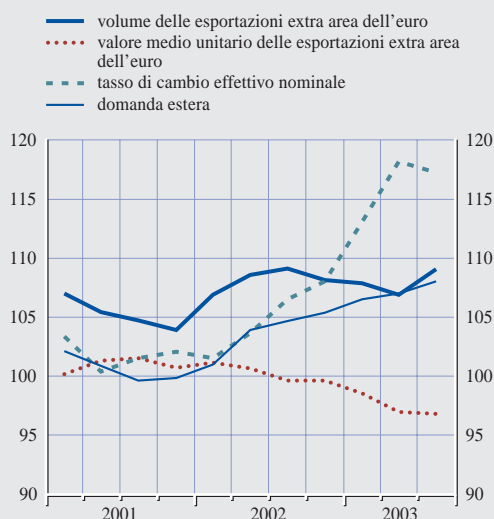
Il maggiore disavanzo nei redditi va ricondotto quasi interamente alla contrazione dei crediti di tale conto. L'apprezzamento della moneta unica, che nel 2003 ha ridotto il valore espresso in euro dei redditi ricevuti dal resto del mondo, spiega in larga parte tale andamento.

Una migliore comprensione dell'evoluzione delle esportazioni può essere ottenuta attraverso la scomposizione del valore delle esportazioni dell'area dell'euro tra quantità e prezzi – sulla base delle Statistiche del commercio con l'estero, disponibili fino al terzo trimestre del 2003. Questa scomposizione indica che, rispetto ai livelli medi del 2002, la diminuzione del valore delle esportazioni nei primi tre trimestri del 2003 è derivata da un calo dei prezzi

<sup>7</sup> In questo contesto, le esportazioni e le importazioni sono sempre riferite all'interscambio tra l'area dell'euro e il resto del mondo.

**Figura 25 Esportazioni dell'area dell'euro verso il resto del mondo, domanda estera e tasso di cambio effettivo nominale**

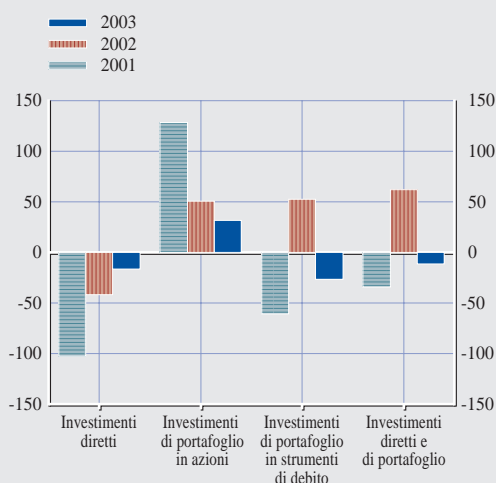
(indice: 2000 = 100)



Fonte: Eurostat ed elaborazioni della BCE su dati Eurostat.  
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2003.

**Figura 26 Conto finanziario**

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

delle esportazioni<sup>8</sup>. Gli esportatori residenti nell'area hanno ridotto i loro prezzi in euro nel tentativo di contrastare la perdita di competitività di prezzo derivante dall'apprezzamento dell'euro (cfr. figura 25). Nel contempo le quantità esportate si sono ridotte nella prima metà del 2003, per poi riprendere nel terzo trimestre. La debole domanda estera e l'impatto dell'apprezzamento dell'euro hanno influito sull'iniziale riduzione delle esportazioni dell'area in volume, mentre la forte ripresa della domanda estera nel terzo trimestre del 2003 sembra essere stata la principale determinante del loro recupero. Nel complesso dei primi tre trimestri del 2003 i volumi esportati sono risultati leggermente superiori rispetto al livello medio del 2002, anche se sono aumentati meno intensamente della domanda estera, indicando così una perdita di quote di mercato per le esportazioni dell'area.

#### DEFLUSSI NETTI PER L'INSIEME DEGLI INVESTIMENTI DIRETTI E DI PORTAFOGLIO NEL 2003

All'interno del conto finanziario, gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme deflussi netti per 9,3 miliardi

di euro nel 2003, a fronte di afflussi netti per 61,9 miliardi di euro nel 2002 (cfr. figura 26). Ciò ha riflesso minori afflussi per investimenti di portafoglio per 91,6 miliardi, solo parzialmente compensati dalla diminuzione di 20,3 miliardi dei deflussi per investimenti diretti durante il medesimo periodo.

I flussi netti per investimenti di portafoglio sono stati a loro volta dominati soprattutto dalle transazioni in strumenti di debito. In particolare, dopo aver registrato afflussi netti per 52,8 miliardi di euro nel 2002, gli investimenti netti in strumenti di debito sono diventati negativi nel 2003, registrando deflussi netti per 27,4 miliardi di euro (cfr. figura 26). Ciò ha riflesso soprattutto un consistente passaggio per gli strumenti del mercato monetario da afflussi netti a deflussi netti, in quanto gli investitori esteri sembrano avere iniziato a mutare la

<sup>8</sup> La scomposizione dei flussi commerciali in termini di volumi e prezzi si basa sulle Statistiche del commercio con l'estero, e i prezzi sono approssimati dagli indici di valore unitario. Per effetto di differenze riguardanti definizioni, copertura e tempi di rilevazione, i dati relativi all'interscambio (compilati dall'Eurostat) non sono del tutto confrontabili con la voce "beni" delle statistiche di bilancia dei pagamenti elaborate dalla BCE.

composizione dei loro portafogli in favore di attività più rischiose, in particolare nella seconda metà del 2003. Il miglioramento della situazione economica mondiale durante lo stesso periodo, segnalato anche dai risultati positivi dei mercati azionari mondiali, è stato probabilmente la principale determinante di questo fenomeno. Sempre durante il 2003 anche gli afflussi netti per obbligazioni e *notes* si sono leggermente ridotti rispetto all'anno precedente. Questo calo va tuttavia imputato in larga parte alla vendita di obbligazioni e *notes* dell'area dell'euro da parte di non residenti nel luglio e agosto del 2003, in presenza di attese di minusvalenze connesse al rialzo dei rendimenti obbligazionari a lungo termine.

I flussi per investimenti sia diretti sia di portafoglio in titoli azionari si sono avvicinati, nel loro complesso, verso una posizione di pareggio nel 2003, in quanto durante il primo semestre le incertezze economiche e geopolitiche ascrivibili al conflitto in Iraq e all'epidemia di SARS hanno influito in senso negativo sulle decisioni di investimento (cfr. figura 26). All'attenuarsi delle incertezze e al riprendersi dei corsi azionari, gli investimenti di portafoglio in titoli azionari fra l'area dell'euro e il resto del mondo si sono prima stabilizzati e poi hanno iniziato a crescere. Analogamente, nella seconda metà dell'anno anche gli investimenti diretti effettuati dall'area verso l'estero hanno evidenziato una graduale ripresa alla luce delle migliorate prospettive economiche mondiali e interne, mentre quelli dall'estero verso l'area sono rimasti contenuti.

### 3 L'EVOLUZIONE ECONOMICA E MONETARIA NEI PAESI DELL'UE NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO

L'Eurosistema e le banche centrali nazionali dei paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro lavorano in stretta cooperazione nell'ambito del Consiglio generale della BCE. La periodica verifica delle condizioni macroeconomiche e delle politiche monetaria e del cambio costituisce parte integrante dell'attività di coordinamento tra l'Eurosistema e le tre banche centrali nazionali che attualmente non partecipano alla politica monetaria unica. Benché queste ultime conducano le rispettive politiche monetarie nell'ambito di assetti istituzionali e operativi diversi, ciascuna di esse persegue come fine ultimo della politica monetaria il mantenimento della stabilità dei prezzi.

#### DANIMARCA

Nel 2003 l'economia danese ha segnato un rallentamento: la crescita del PIL in termini reali si è arrestata, portandosi allo 0,0 per cento dall'1,0 del 2002 (cfr. tavola 9). La domanda interna, e in particolare modo gli investimenti, sono rimasti deboli nella prima metà del 2003.

Nella restante parte dell'anno la domanda interna ha registrato tuttavia una ripresa, in linea con il miglioramento del clima di fiducia dei consumatori e delle imprese. L'aumento dei consumi privati è stato sostenuto dal basso livello dei tassi di interesse, dall'introduzione di contratti di mutuo ipotecario che permettono di posticipare il pagamento delle rate, dall'espansione del reddito disponibile e della ricchezza immobiliare. In conseguenza della debolezza della domanda estera, nel 2003 la crescita delle esportazioni ha subito un calo rispetto all'anno precedente e quella delle importazioni è risultata lievemente superiore alla prima. Nello stesso periodo il tasso di disoccupazione è aumentato al 5,6 per cento.

Il tasso medio annuo di inflazione è sceso al 2,0 per cento nel 2003 (cfr. figura 27), principalmente in seguito a riduzioni nelle imposte indirette (accise su alcolici, tabacchi e bevande non alcoliche) e alla diminuzione dei prezzi dell'energia derivante dal deprezzamento del dollaro.

**Tavola 9 Indicatori macroeconomici per la Danimarca**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	1999	2000	2001	2002	2003	2003 1° trim.	2003 2° trim.	2003 3° trim.	2003 4° trim.
PIL in termini reali	2,6	2,8	1,6	1,0	0,0	1,4	-1,2	-0,4	0,3
<i>Contributi alla crescita del PIL in termini reali: 1)</i>									
Domanda interna in termini reali incluse le scorte	0,1	2,4	1,0	1,8	0,1	1,3	-1,5	-0,7	1,4
Esportazioni nette	2,6	0,5	0,6	-0,8	-0,1	0,1	0,3	0,3	-1,1
IAPC	2,1	2,7	2,3	2,4	2,0	2,8	2,2	1,6	1,3
Redditi per occupato	3,6	3,5	4,7	3,4	3,6	3,2	3,6	3,7	3,9
CLUP per l'intera economia	2,4	1,4	3,7	2,0	2,2	0,5	3,0	2,7	2,7
Deflatore delle importazioni (beni e servizi)	-2,4	6,8	0,5	-3,2	-1,9	-2,9	-2,4	-1,2	-1,1
Saldo di conto corrente + nuovo conto capitale (in perc. del PIL) <sup>2)</sup>	1,8	1,5	3,1	2,6	2,8	2,3	2,8	4,5	1,7
Occupazione totale	1,2	0,5	0,4	-0,6	-1,4	-1,5	-1,8	-1,4	-0,8
Tasso di disoccupazione (in perc. delle forze di lavoro)	4,8	4,4	4,3	4,6	5,6	5,2	5,6	5,8	6,0
Posizione di bilancio (in perc. del PIL) <sup>3),4)</sup>	3,3	2,6	3,1	1,7	1,5	.	.	.	.
Debito lordo consolidato (in perc. del PIL) <sup>3)</sup>	55,8	50,1	47,8	47,2	45,0	.	.	.	.
Tasso di interesse a tre mesi (valori perc. in ragione d'anno) <sup>5)</sup>	3,3	4,9	4,6	3,5	2,4	2,8	2,4	2,1	2,2
Rendimento dei titoli di Stato a dieci anni (valori perc. in ragione d'anno) <sup>5)</sup>	4,9	5,6	5,1	5,1	4,3	4,3	4,1	4,3	4,5
Tasso di cambio nei confronti dell'euro <sup>5)</sup>	7,44	7,45	7,45	7,43	7,43	7,43	7,42	7,43	7,44

Fonti: Eurostat, Commissione europea, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

1) Punti percentuali.

2) I dati trimestrali non sono sottoposti a destagionalizzazione né a correzione per il numero di giornate lavorative.

3) Secondo la definizione del Trattato di Maastricht.

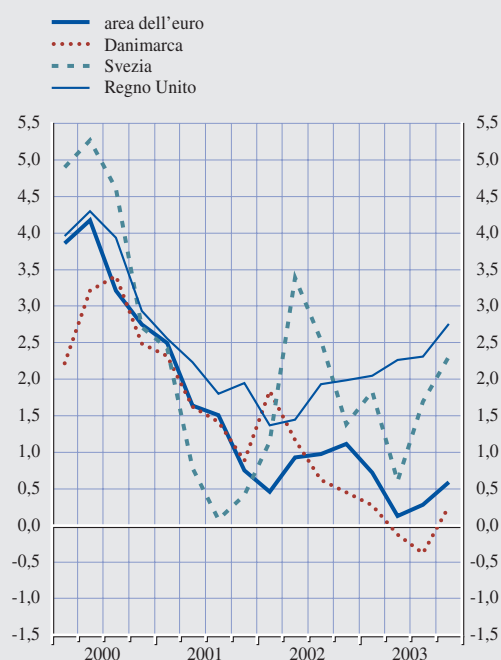
4) Avanzo (+) o disavanzo (-) delle amministrazioni pubbliche.

5) Media del periodo considerato.

**Figura 27 Indicatori economici e finanziari per l'area dell'euro e per gli altri paesi UE**

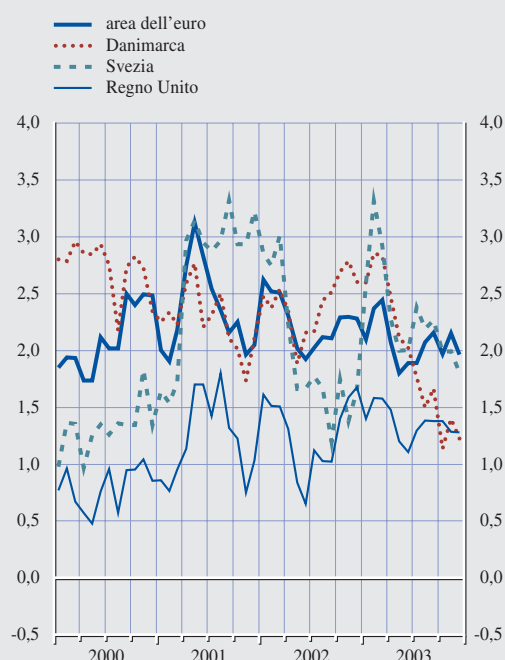
**Crescita del PIL in termini reali**

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



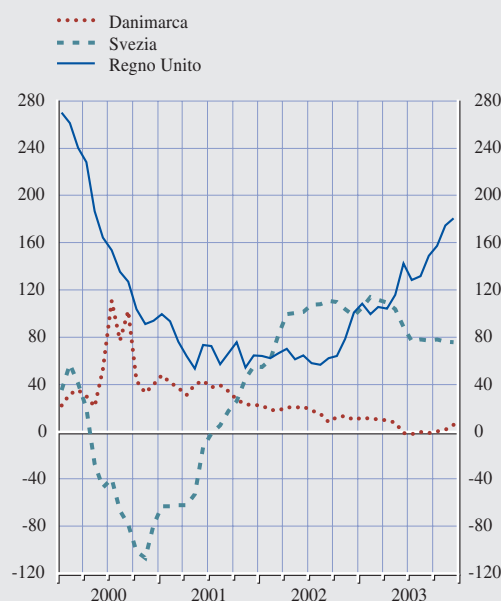
**Inflazione calcolata sugli indici armonizzati dei prezzi al consumo**

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



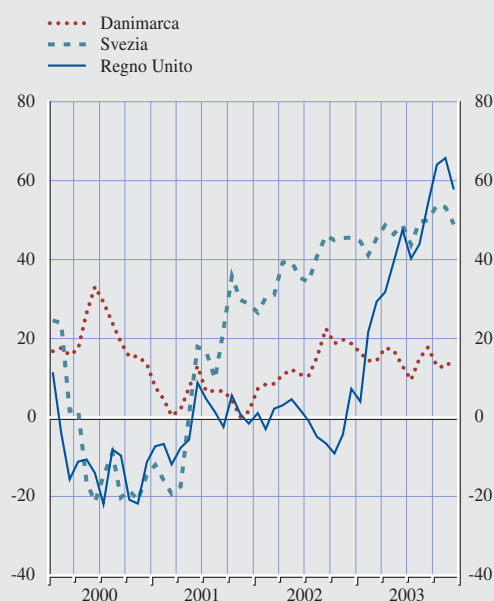
**Differenziale dei tassi di interesse a breve termine rispetto all'area dell'euro<sup>1)</sup>**

(in punti base)



**Differenziale dei tassi di interesse a lungo termine rispetto all'area dell'euro<sup>2)</sup>**

(in punti base)



Fonti: BCE ed Eurostat.

1) Per i paesi non aderenti all'euro: tassi interbancari a tre mesi; per l'area dell'euro: Euribor a tre mesi.

2) Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine con riferimento ai titoli a 10 anni o alle scadenze più vicine tra quelle disponibili.

Al calo dell'inflazione ha altresì contribuito il calo dei prezzi dei servizi assicurativi e delle comunicazioni. Nel 2003 è leggermente salito il costo del lavoro per unità di prodotto, a fronte di un aumento dei salari e del concomitante lieve rallentamento della produttività.

L'avanzo di bilancio delle amministrazioni pubbliche è diminuito dall'1,7 per cento del PIL nel 2002 all'1,5 nel 2003, in parte a causa delle minori entrate fiscali e dell'aumento dei sussidi di disoccupazione indotto dal rallentamento ciclico. Il debito pubblico è sceso dal 47,2 al 45,0 per cento del PIL. In base all'aggiornamento del programma di convergenza, la situazione dei conti pubblici danesi dovrebbe restare solida; le proiezioni indicano che l'avanzo delle amministrazioni pubbliche dovrebbe raggiungere l'1,3 e l'1,8 per cento del PIL, rispettivamente nel 2004 e nel 2005. Rispetto al precedente aggiornamento del programma di convergenza, la revisione al ribasso è attribuibile principalmente all'introduzione di misure di riduzione delle imposte sul reddito, secondo quanto previsto dall'accordo fiscale del 2003. Sempre secondo le proiezioni, il rapporto debito pubblico lordo/PIL dovrebbe scendere al 41,2 per cento nel 2004 e al 38,7 nel 2005.

La Danimarca è attualmente l'unico paese partecipante agli AEC II. Essa continua a perseguire una politica di cambio fisso nei confronti dell'euro, all'interno di una banda ristretta di oscillazione, pari al  $\pm 2,25$  per cento, intorno alla parità centrale di 7,46038 corone danesi per euro. L'evoluzione dei principali tassi di interesse, ufficiale e di mercato a breve termine, andrebbe innanzitutto considerata alla luce delle decisioni della BCE sui tassi di interesse e dell'andamento del tasso di cambio corona-euro. Nel 2003 la corona danese si è mantenuta su un livello molto vicino, solo marginalmente superiore, alla parità centrale prevista dagli AEC II. Le riserve valutarie hanno toccato un massimo nel mese di giugno, per poi flettere leggermente verso la fine dell'anno. La forza della corona ha riflesso soprattutto il livello relativamente basso dell'inflazione e

il considerevole avanzo della bilancia dei pagamenti.

Nel 2003 la Danmarks Nationalbank ha abbassato in tre occasioni il tasso sulle anticipazioni, portandolo al 2,15 per cento, livello sul quale si trovava alla fine dell'anno. Il differenziale rispetto al tasso minimo di offerta delle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosystema è sceso nel corso dell'anno a 15 punti base, mentre il differenziale tra i tassi di mercato a breve termine danesi e quelli dell'area dell'euro si è ridotto a circa 5 punti base (cfr. figura 27). I rendimenti obbligazionari a lungo termine danesi sono saliti, oscillando intorno a un valore medio del 4,3 per cento.

#### **SVEZIA**

Nel 2003 la crescita in termini reali del PIL svedese ha registrato una leggera flessione, scendendo all'1,6 per cento, rispetto al 2,1 per cento nel 2002 (cfr. tavola 10 e figura 27). Con l'esaurirsi degli effetti dei precedenti tagli fiscali e il perdurare di un'elevata incertezza dovuta agli avvenimenti geopolitici, la crescita dei consumi privati e degli investimenti è rimasta moderata nella prima metà del 2003. Inoltre, uno sciopero del settore pubblico ha influito negativamente sulla crescita del PIL nel secondo trimestre dell'anno. I consumi privati hanno ripreso vigore nella seconda metà dell'anno, grazie al miglioramento del clima di fiducia delle famiglie; la crescita degli investimenti e della produzione industriale è, invece, rimasta moderata. Le esportazioni sono state piuttosto sostenute durante tutto l'anno e, al netto delle importazioni, hanno fornito alla crescita del PIL un contributo considerevole, anche se inferiore rispetto al 2002. Nel 2003 l'occupazione è diminuita leggermente, mentre il numero di ore lavorate totali ha subito, così come nell'anno precedente, un calo più significativo. Ciò ha provocato un aumento relativamente marcato della produttività del lavoro (specie se misurata in rapporto alle ore lavorate), nonché una moderazione del costo del lavoro per unità di prodotto, cui ha altresì contribuito la crescita moderata dei salari. Il tasso di disoccupazione è aumentato nella seconda



**Tavola 10 Indicatori macroeconomici per la Svezia**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	1999	2000	2001	2002	2003	2003 1°trim.	2003 2°trim.	2003 3°trim.	2003 4°trim.
PIL in termini reali	4,6	4,3	0,9	2,1	1,6	1,8	0,6	1,7	2,3
<i>Contributi alla crescita del PIL in termini reali: <sup>1)</sup></i>									
Domanda interna in termini reali incluse le scorte	3,0	3,3	-0,2	0,7	0,7	2,1	0,3	-0,1	0,6
Esportazioni nette	1,5	1,1	1,1	1,4	0,9	-0,3	0,3	1,8	1,7
IAPC	0,6	1,3	2,7	2,0	2,3	2,9	2,1	2,3	1,9
Redditi per occupato	1,3	7,4	4,5	2,2	.	1,8	1,7	2,8	.
CLUP per l'intera economia	-1,0	5,4	5,6	0,2	.	-0,4	1,3	0,9	.
Deflatore delle importazioni (beni e servizi)	1,1	4,9	4,1	0,0	-2,0	0,0	-2,5	-3,2	-2,5
Saldo di conto corrente + nuovo conto capitale (in perc. del PIL) <sup>2)</sup>	2,6	3,8	3,8	4,3	5,4	5,4	4,6	6,2	5,5
Occupazione totale	2,2	2,2	2,0	0,1	-0,2	-0,3	0,1	-0,3	-0,6
Tasso di disoccupazione (in perc. delle forze di lavoro)	6,7	5,6	4,9	4,9	5,6	5,3	5,5	5,6	6,0
Posizione di bilancio (in perc. del PIL) <sup>3), 4)</sup>	2,5	5,1	2,8	0,0	0,7	.	.	.	.
Debito lordo consolidato (in perc. del PIL) <sup>3)</sup>	62,7	52,8	54,4	52,6	51,8	.	.	.	.
Tasso di interesse a tre mesi (valori perc. in ragione d'anno) <sup>5)</sup>	3,3	4,1	4,1	4,3	3,2	3,8	3,4	2,9	2,9
Rendimento dei titoli di Stato a dieci anni (valori perc. in ragione d'anno) <sup>5)</sup>	5,0	5,4	5,1	5,3	4,6	4,6	4,4	4,6	4,9
Tasso di cambio nei confronti dell'euro <sup>5)</sup>	8,81	8,45	9,25	9,16	9,12	9,18	9,14	9,17	9,01

Fonti: Eurostat, Commissione europea, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

1) Punti percentuali.

2) I dati trimestrali non sono sottoposti a destagionalizzazione né a correzione per il numero di giornate lavorative.

3) Secondo la definizione del Trattato di Maastricht.

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

5) Media del periodo considerato.

metà dell'anno, collocandosi al 6 per cento circa delle forze di lavoro.

L'inflazione al consumo, misurata sullo IAPC, sull'IPC e sull'UND1X<sup>9</sup>, è salita a più del 3 per cento agli inizi del 2003 (cfr. figura 27), a causa dei rincari dei prodotti energetici indotti dal basso livello delle scorte idriche nella produzione idroelettrica e dall'incremento dei corsi petroliferi. Poiché questi aumenti sono stati solo temporanei, l'inflazione è rapidamente scesa intorno al 2 per cento a metà 2003. In seguito, mentre la crescita dell'IPC ha continuato a diminuire, quella dello IAPC e dell'UND1X è rimasta vicina al 2 per cento. Tale andamento è imputabile principalmente al calo della spesa per interessi, voce compresa nell'IPC ma non negli altri due indici. In media, l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è stata pari al 2,3 per cento nel 2003, in rialzo rispetto al 2,0 per cento registrato nel 2002, mentre l'IPC è aumentato del 2,1 per cento, contro il 2,4 per cento nel 2002.

L'avanzo di bilancio delle amministrazioni pubbliche è migliorato, dallo 0,0 per cento del PIL nel 2002 allo 0,7 per cento nel 2003. Il rapporto tra debito pubblico e PIL è diminuito lievemente, dal 52,6 per cento nel 2002 al 51,8 nel 2003. In base all'aggiornamento del programma di convergenza, la situazione delle finanze pubbliche svedesi dovrebbe rimanere solida. Un aumento dell'avanzo delle amministrazioni pubbliche allo 0,4 e all'1,2 per cento del PIL è atteso per il 2004 e il 2005, rispettivamente. Tali risultati segnalano un certo scostamento rispetto alla regola di bilancio svedese che prevede il mantenimento di un surplus vicino al 2 per cento nell'arco del ciclo

9 L'UND1X viene definito come l'IPC al netto della spesa per interessi e degli effetti immediati della variazione delle imposte indirette e dei sussidi. In Svezia l'IPC complessivo è la variabile utilizzata per la definizione dell'obiettivo di politica monetaria. Dato che negli ultimi anni fattori di natura transitoria hanno avuto un impatto sulle previsioni di inflazione, le decisioni di politica monetaria si sono in pratica basate su una valutazione dell'UND1X o, come nel 2003, dell'UND1X al netto dell'energia.

economico. Il rapporto fra debito lordo e PIL dovrebbe scendere al 51,5 per cento nel 2004 e al 50,0 per cento nel 2005.

La Sveriges Riksbank opera in un regime di tassi di cambio flessibili con un obiettivo esplicito di inflazione per la politica monetaria, definito come un incremento dell'IPC pari al 2 per cento sui dodici mesi, con un margine di tolleranza di  $\pm 1$  punto percentuale. Nel 2003 la Sveriges Riksbank ha complessivamente ridotto il tasso sulle operazioni pronti contro termine di un punto percentuale, al 2,75 per cento. Ciò è avvenuto in un contesto caratterizzato dal rischio di mancare per difetto l'obiettivo di inflazione del 2 per cento a causa dell'accresciuta debolezza della domanda esterna e del minore utilizzo delle risorse interne. Il 5 febbraio 2004 la Sveriges Riksbank ha ridotto il tasso sulle operazioni pronti contro termine di altri 25 centesimi di punto a fronte di un calo delle pressioni attese sui costi, sia dall'interno sia dall'estero. Il differenziale tra i tassi di interesse di mercato a breve termine in Svezia e quelli nell'area dell'euro è stato generalmente stabile, intorno ai 100 punti base, nella prima metà del 2003, per poi scendere intorno ai 70 punti base nella seconda metà dell'anno (cfr. figura 27). I tassi di interesse a lungo termine hanno ricalcato gli andamenti sui mercati obbligazionari internazionali, e il differenziale rispetto all'area dell'euro si è leggermente ampliato a circa 50 punti base alla fine del 2003. Il tasso di cambio ha oscillato intorno a 9,2 corone svedesi per euro fino al mese di settembre, dopodiché la moneta svedese si è lievemente rafforzata, raggiungendo quota 9 corone per euro. Questi andamenti sono stati probabilmente determinati dalla riduzione dell'incertezza determinata dall'esito del referendum del 14 settembre sull'adozione dell'euro e dal fatto che le prospettive per la crescita sono rimaste relativamente favorevoli.

#### **REGNO UNITO**

La crescita del PIL in termini reali nel Regno Unito ha segnato un recupero nel 2003, salendo al 2,3 per cento, contro l'1,7 nel 2002 (cfr. tavola 11). Agli inizi del 2003 l'economia ha

risentito dell'incertezza associata al conflitto in Medio Oriente, agli elevati corsi del greggio e alla volatilità nei mercati finanziari, fattori che hanno intaccato il clima di fiducia. Nei mesi successivi tali incertezze sono diminuite e sui mercati finanziari si è avviato un recupero che ha favorito una ripresa dell'attività economica. Come negli anni precedenti, la crescita è stata sostenuta soprattutto dalla domanda interna, mentre un contributo negativo è provenuto dall'interscambio netto con l'estero.

La crescita in termini reali dei consumi delle famiglie è scesa al 2,9 per cento nel 2003, a causa degli aumenti più contenuti del reddito reale disponibile, dei prezzi delle abitazioni e della ricchezza delle famiglie. Nello stesso tempo, la crescita del credito è stata vigorosa e il mercato degli immobili residenziali ha dato prova di una tenuta maggiore di quanto generalmente previsto. La crescita della spesa pubblica è aumentata al 3,6 per cento, rispetto al 3,3 per cento nel 2002. Gli investimenti fissi lordi sono cresciuti del 2,6 per cento, un tasso leggermente più elevato di quello registrato nel 2002. Gli investimenti delle imprese sono stati frenati dalle ristrutturazioni finanziarie nel settore e dall'assenza di significativi segnali di pressioni sulla capacità produttiva. Nonostante il miglioramento della competitività di prezzo, le esportazioni, come nel 2002, hanno continuato a flettere, questa volta dello 0,5 per cento, in un contesto di debolezza della domanda estera. Malgrado il rallentamento delle importazioni nel 2003, l'interscambio con l'estero ha ancora fornito un contributo negativo alla crescita del PIL, l'ottavo consecutivo. Il mercato del lavoro ha registrato una sostanziale tenuta, e il tasso di disoccupazione è rimasto pressoché costante al 5,0 per cento. L'occupazione totale è cresciuta a un ritmo analogo a quello osservato nel 2002, grazie al forte aumento nel numero di posti di lavoro nel settore pubblico.

Nel 2003 le pressioni inflazionistiche sono rimaste moderate. L'inflazione misurata sullo IAPC, collocatasi in media d'anno all'1,4 per cento, è stata sostanzialmente stabile rispetto

**Tavola 11 Indicatori macroeconomici per il Regno Unito**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	1999	2000	2001	2002	2003	2003 1° trim.	2003 2° trim.	2003 3° trim.	2003 4° trim.
PIL in termini reali	2,8	3,8	2,1	1,7	2,3	2,0	2,3	2,3	2,8
<i>Contributi alla crescita del PIL in termini reali: 1)</i>									
Domanda interna in termini reali incluse le scorte	4,2	4,1	3,0	3,4	2,8	2,8	2,8	3,1	2,6
Esportazioni nette	-1,4	-0,3	-0,9	-1,7	-0,5	-0,8	-0,5	-0,8	0,2
IAPC	1,3	0,8	1,2	1,3	1,4	1,5	1,3	1,4	1,3
Redditi per occupato	4,6	5,8	5,0	3,3	.	3,3	4,3	4,7	.
CLUP per l'intera economia	3,1	3,1	3,6	2,4	.	2,4	2,9	3,4	.
Deflatore delle importazioni (beni e servizi)	-1,2	3,1	0,1	-2,1	.	-1,2	-0,1	1,3	.
Saldo di conto corrente + nuovo conto capitale (in perc. del PIL) 2)	-2,6	-2,4	-2,2	-1,6	.	-0,2	-3,5	-2,6	.
Occupazione totale	1,3	1,1	0,8	0,7	.	1,1	0,9	1,1	.
Tasso di disoccupazione (in perc. delle forze di lavoro)	5,9	5,4	5,0	5,1	.	5,0	5,0	4,9	.
Posizione di bilancio (in perc. del PIL) 3), 4)	1,1	3,8	0,7	-1,6	-3,2	.	.	.	.
Debito lordo consolidato (in perc. del PIL) 3)	45,0	42,1	38,9	38,5	39,8	.	.	.	.
Tasso di interesse a tre mesi (valori perc. in ragione d'anno) 5)	5,4	6,1	5,0	4,0	3,7	3,7	3,6	3,5	3,9
Rendimento dei titoli di Stato a dieci anni (valori perc. in ragione d'anno) 6)	5,0	5,3	5,0	4,9	4,6	4,3	4,4	4,6	5,0
Tasso di cambio nei confronti dell'euro 7)	0,66	0,61	0,62	0,63	0,69	0,67	0,70	0,70	0,70

Fonti: Eurostat, Commissione europea, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

1) Punti percentuali.

2) I dati trimestrali non sono sottoposti a destagionalizzazione né a correzione per il numero di giornate lavorative.

3) Stime per l'anno solare. Secondo la definizione del Trattato di Maastricht.

4) Stime per l'anno solare. Avanzo (+) o disavanzo (-) delle amministrazioni pubbliche.

5) Media del periodo considerato. Depositi interbancari in sterline a tre mesi.

6) Media del periodo considerato. Fonte: BRI.

7) Media del periodo considerato.

all'anno precedente. Considerevolmente più elevata è stata l'inflazione misurata sull'RPIX, pari in media al 2,8 per cento nel 2003, in parte per effetto dell'inclusione in quest'ultimo indice della componente del costo delle abitazioni, fortemente in rialzo<sup>10</sup>. Le pressioni dal lato dei costi, di origine sia interna sia esterna, sono rimaste lievi nel 2003. La crescita media annua del costo del lavoro per unità di prodotto per l'insieme dell'economia, pur rimanendo moderata, è stata leggermente superiore rispetto all'anno precedente. I prezzi all'importazione sono aumentati solo lievemente, nonostante il deprezzamento della sterlina nella prima metà dell'anno.

Dopo aver registrato un disavanzo pari all'1,6 per cento del PIL nel 2002, il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche è ulteriormente peggiorato, al 3,2 per cento del PIL nel 2003. Il deterioramento è riconducibile principalmente all'orientamento espansivo della

politica fiscale, risultante da un'elevata spesa primaria e dal calo delle entrate connesso a variazioni nella composizione del PIL. Di conseguenza, il rapporto debito pubblico/PIL è salito dal 38,5 per cento nel 2002 al 39,8 nel 2003. L'aggiornamento del programma di convergenza prevede per gli esercizi finanziari 2003-04 e 2004-05 un disavanzo di bilancio pari rispettivamente al 3,3 e al 2,6 per cento del PIL e un aumento del rapporto debito pubblico lordo/PIL dal 39,3 per cento nel 2003-04 al 40,2 nel 2004-05.

La politica monetaria della Bank of England viene condotta nell'ambito di un regime di cambio flessibile e persegue un obiettivo di inflazione esplicito e simmetrico. Nel giugno 2003 il governo ha annunciato la decisione di rinviare il referendum sull'adozione dell'euro,

10 L'RPIX viene definito come l'indice dei prezzi al dettaglio al netto degli interessi sui mutui ipotecari.

sulla base della valutazione dei cinque criteri economici del Tesoro, da cui emergeva che il grado di convergenza e di flessibilità dell'economia era ancora insufficiente per far fronte a potenziali problemi una volta aderito all'UEM. Al fine di garantire che le aspettative di inflazione restino in linea con quelle dell'area dell'euro, il governo britannico ha annunciato lo scorso dicembre un nuovo obiettivo di inflazione, ridefinendolo in termini dello IAPC (indicato come CPI nel Regno Unito) anziché dell'indice nazionale RPIX precedentemente impiegato. Il nuovo obiettivo di inflazione corrisponde a un aumento dello IAPC pari al 2 per cento sui dodici mesi.

Nel 2003 la Bank of England ha modificato il tasso ufficiale sulle operazioni pronti contro termine in tre occasioni. Il 6 febbraio e il 10 luglio il tasso è stato ridotto, ogni volta, di 0,25 punti percentuali, al 3,5 per cento, mentre il 6 novembre la banca centrale lo ha innalzato in uguale misura, portandolo al 3,75 per cento. Il 5 febbraio 2004 il tasso è stato nuovamente aumentato di 0,25 punti percentuali, al 4 per cento. Le decisioni di innalzare il tasso sulle operazioni pronti contro termine sono state assunte alla luce del miglioramento delle prospettive economiche, della forte espansione del credito e della perdurante forza del mercato degli immobili residenziali. La Bank of England si attendeva che tali andamenti avrebbero esercitato graduali pressioni al rialzo sull'inflazione futura. I differenziali di interesse sia a breve che a lungo termine rispetto all'area dell'euro sono aumentati nel corso del 2003, riflettendo il miglioramento relativamente rapido delle prospettive economiche e l'aumento delle aspettative di inflazione (cfr. figura 27). Dopo il deprezzamento registrato nella prima metà dell'anno, il tasso di cambio della sterlina ha oscillato intorno a 0,70 sterline per euro fino alla fine dell'anno.

**Artista**

José María Sicilia

**Titolo**

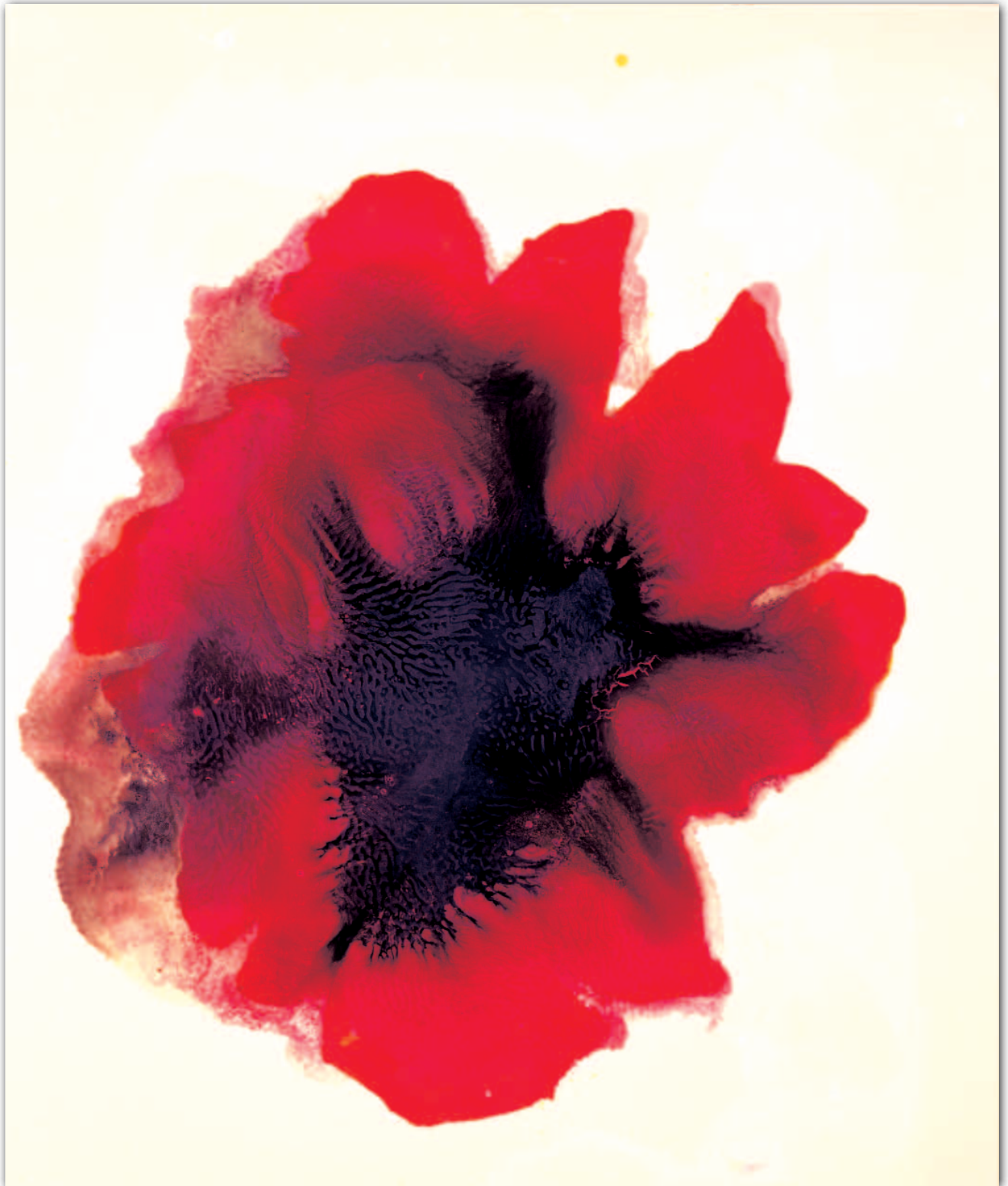
La luz que se apaga, 1997

**Materiali**

Cera, olio e carta  
su legno

**Formato**

185 × 157 cm



**LE OPERAZIONI  
E LE ATTIVITÀ  
DELL'EUROSISTEMA  
COME BANCA CENTRALE**

# I LE OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA, LE OPERAZIONI SUI MERCATI DEI CAMBI E LE ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO

## I.1 LE OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA

Uno dei compiti chiave da assolversi attraverso l'Eurosistema consiste nell'attuazione della politica monetaria dell'area dell'euro. A tale scopo l'Eurosistema dispone di un assetto operativo di strumenti e procedure di politica monetaria<sup>1</sup>.

Sulla base di una valutazione delle condizioni di liquidità sul mercato e del fabbisogno del settore bancario, la BCE regola la situazione di liquidità nell'area dell'euro tramite operazioni di rifinanziamento principali (ORP) e a più lungo termine (ORLT), nonché, se del caso, operazioni di regolazione puntuale (*fine tuning*). Le controparti possono ricorrere alle operazioni attivabili su loro iniziativa (ovvero alle operazioni di rifinanziamento marginale e di deposito presso la banca centrale) per ottenere liquidità dalle banche centrali nazionali o per effettuare depositi *overnight* presso di esse. L'Eurosistema richiede inoltre agli istituti di credito di detenere riserve obbligatorie sui conti costituiti presso le banche centrali nazionali. Tutte le operazioni di finanziamento dell'Eurosistema devono essere coperte da garanzie adeguate fornite dalle controparti. Data l'importanza del mercato monetario per l'attuazione della politica monetaria, l'Eurosistema ne segue da vicino gli sviluppi<sup>2</sup>.

Nel 2003 l'assetto operativo per la politica monetaria dell'Eurosistema ha continuato a funzionare bene, offrendo condizioni stabili e una bassa volatilità dei tassi di interesse sul mercato monetario, nonché una chiara segnalazione dell'orientamento della politica monetaria.

### VALUTAZIONE DELLE CONDIZIONI DI LIQUIDITÀ

La gestione della liquidità da parte della BCE si fonda sulla valutazione giornaliera delle condizioni di liquidità nel sistema bancario dell'area dell'euro. Essa consente di determinare il fabbisogno di liquidità del sistema e quindi il volume di liquidità da fornire in occasione delle ORP settimanali, nonché, ove necessario, attraverso la conduzione di altre

operazioni di mercato aperto, quali operazioni di *fine tuning* e di tipo strutturale. Il fabbisogno di liquidità del sistema bancario è dato dalla somma delle riserve obbligatorie imposte alle banche, dei fondi eccedenti l'obbligo di riserva detenuti sui conti correnti delle istituzioni creditizie presso le rispettive banche centrali nazionali (riserve in eccesso) e dei fattori autonomi. Questi ultimi rappresentano una serie di voci del bilancio dell'Eurosistema (quali banconote in circolazione, depositi delle amministrazioni pubbliche e attività nette sull'estero) che hanno un impatto sul fabbisogno di liquidità delle banche, ma che esulano dal controllo diretto della gestione della liquidità da parte della BCE.

Nel 2003 il fabbisogno medio giornaliero di liquidità del sistema bancario dell'area dell'euro è stato pari a 241,5 miliardi di euro, con un aumento del 24 per cento sul 2002. Le riserve obbligatorie si sono collocate in media a 130,9 miliardi, pressoché inalterate rispetto all'anno precedente. Anche le riserve in eccesso non hanno subito variazioni di rilievo, attestandosi a 0,7 miliardi di euro. Per contro, i fattori autonomi sono cresciuti in misura sostanziale, assorbendo liquidità per 109,9 miliardi di euro, quasi il doppio rispetto al 2002 (cfr. diagramma superiore della figura 28). Ciò si spiega con il forte aumento delle banconote in circolazione, che in ampia misura ha continuato a rispecchiare il processo di recupero dopo la diminuzione temporanea che si era osservata in concomitanza con la sostituzione del contante.

Al fine di agevolare le istituzioni creditizie nella preparazione delle offerte, nel giorno di annuncio delle ORP settimanali la BCE ha continuato a pubblicare una previsione del valore medio dei fattori autonomi per il periodo dal giorno stesso dell'annuncio a quello precedente

<sup>1</sup> Una descrizione dettagliata dell'assetto operativo in parola è contenuta nel documento della BCE intitolato *L'attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro: caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema*, febbraio 2004.

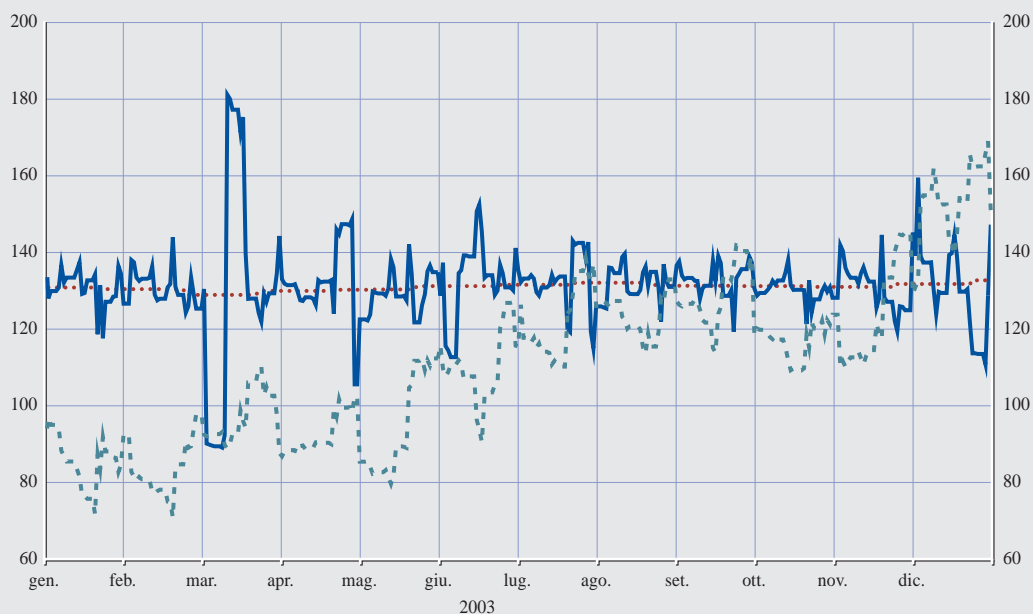
<sup>2</sup> *Money Market Study 2002*, BCE, novembre 2003 e *Money Market Study 2003*, BCE, gennaio 2004.

**Figura 28 Determinanti della posizione di liquidità e ricorso alle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti nell'area dell'euro nel 2003**

(miliardi di euro)

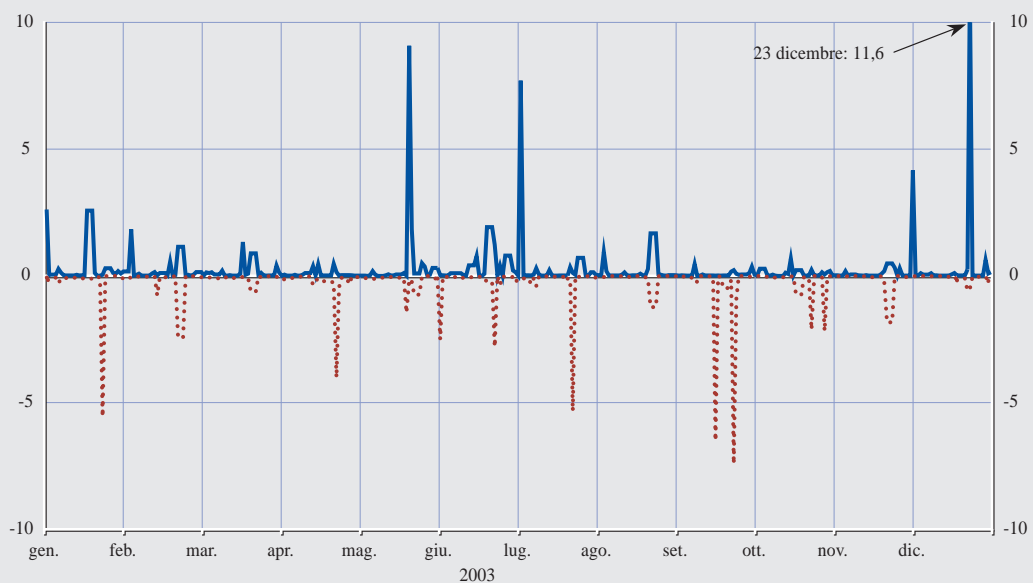
**Determinanti della posizione di liquidità**

- conti correnti
- ..... obbligo di riserva
- - - - - fattori autonomi



**Operazioni attivabili su iniziativa delle controparti**

- operazioni di rifinanziamento marginale
- ..... depositi presso la banca centrale



Fonte: BCE.



il regolamento dell'ORP successiva. La differenza in termini assoluti tra i dati previsionali e quelli effettivi è stata pari in media a 1,4 miliardi di euro nel 2003, contro gli 1,8 e gli 1,9 miliardi di euro nel 2002 e nel 2001, rispettivamente, a indicazione di un miglioramento delle previsioni negli ultimi anni<sup>3</sup>.

### OPERAZIONI DI RIFINANZIAMENTO PRINCIPALI

Le ORP costituiscono le più importanti operazioni di mercato aperto condotte dall'Eurosistema. Esse si configurano come operazioni regolari di immissione di liquidità con frequenza settimanale e scadenza di norma pari a due settimane (dal 9 marzo del 2004 esse hanno scadenza a una settimana; cfr. la sezione che segue sull'esame dell'assetto operativo). Tali operazioni rivestono un ruolo cardine per il controllo dei tassi di interesse, la determinazione delle condizioni di liquidità sul mercato e la segnalazione dell'orientamento della politica monetaria attraverso il livello del tasso minimo di offerta. Esse forniscono altresì la maggior parte del rifinanziamento al sistema bancario.

Nel 2003 gli importi aggiudicati in occasione delle ORP si sono attestati su valori compresi tra 38,0 e 150,0 miliardi di euro, con una media di 95,9 miliardi. La liquidità fornita tramite le ORP in essere è stata mediamente di 194,4 miliardi di euro, pari all'81 per cento della liquidità netta complessiva immessa dall'Eurosistema attraverso le operazioni di mercato aperto. Così come nel 2002, le ORP sono state condotte tramite aste a tasso variabile con tasso minimo di offerta, secondo la procedura d'asta a tasso multiplo. In base a tale procedura, le offerte formulate al tasso di interesse più elevato sono accettate per prime fino a esaurimento dell'ammontare prefissato da aggiudicarsi. Il tasso minimo tra quelli accolti è definito tasso marginale. Le offerte presentate al tasso marginale sono soddisfatte *pro quota*<sup>4</sup>.

Il tasso marginale e il tasso medio ponderato sono stati normalmente più elevati del tasso minimo di offerta. Il differenziale medio tra il tasso marginale e il tasso minimo di offerta è

rimasto sostanzialmente stabile a 4,7 punti base, contro i 4,8 del 2002, mentre quello tra il tasso medio ponderato e il tasso marginale si è collocato a 1,5 punti base, rispetto a 1,4 punti base nel 2002. Le ridotte dimensioni di tali *spread* sono indicative dell'elevato grado di omogeneità e precisione tra le istituzioni creditizie nella previsione dei risultati dell'aggiudicazione e dei tassi d'asta. La percentuale delle offerte soddisfatte in ciascuna ORP è oscillata tra un minimo del 36 e un massimo del 100 per cento, collocandosi in media al 74 per cento nel periodo sotto rassegna, mentre nel 2002 essa era variata dal 19 al 100 per cento, con una media del 60 per cento.

L'assetto operativo di politica monetaria dell'Eurosistema è andato soggetto soltanto ad alcuni episodi di limitata tensione, verificatisi perlopiù in relazione ai tre casi di *underbidding*, in cui l'ammontare totale delle offerte sottoposte è stato inferiore a quello necessario alle istituzioni creditizie per un ordinato adempimento degli obblighi di riserva. Il 3 marzo e il 3 giugno del 2003 la carenza di offerte ha avuto luogo immediatamente prima delle riunioni del Consiglio direttivo in occasione delle quali i partecipanti all'asta si attendevano che fosse presa la decisione di abbassare i tassi di interesse di riferimento della BCE. Questi due episodi di *underbidding* hanno determinato una scarsità di liquidità che ha temporaneamente innalzato i tassi di interesse di mercato a breve termine. Per contro, l'insufficiente richiesta di fondi del 25 novembre non è intervenuta fra le aspettative di una diminuzione dei tassi di interesse e ha sorpreso gli stessi partecipanti all'asta, come rivela il livello del tasso medio

3 Tra i fattori autonomi, i depositi delle amministrazioni pubbliche presso le BCN hanno mostrato la maggiore volatilità. Questa, misurata dalla deviazione standard dei movimenti giornalieri, è stata pari a 4,2 miliardi di euro, contro i 3,9 miliardi del 2002. La volatilità delle banconote in circolazione si è collocata a 1,3 miliardi di euro, contro i 6,7 miliardi dell'anno precedente.

4 Il sistema *pro quota* funziona nel modo seguente: l'ammontare totale da aggiudicare al tasso marginale viene diviso per quello totale delle offerte presentate a tale tasso per determinare la percentuale da soddisfare. L'ammontare offerto al tasso marginale da ciascun partecipante viene moltiplicato per tale percentuale in modo da ottenere l'importo aggiudicato.

ponderato, situatosi al 2,02 per cento, ovvero a due punti base in più del tasso marginale (pari nella stessa occasione al tasso minimo di offerta). Se l'episodio di *underbidding* fosse stato ampiamente anticipato dal mercato, le offerte si sarebbero raggruppate in corrispondenza del tasso minimo di offerta, producendo un tasso medio ponderato del 2,00 per cento.

Infine, nel corso dell'estate si è osservato uno *spread* relativamente elevato tra l'Eonia (*Euro overnight index average*) e il tasso minimo di offerta. In risposta a ciò, la BCE ha deciso di fornire al sistema bancario per un certo periodo una liquidità leggermente superiore al fabbisogno, contribuendo a riportare il differenziale su livelli più normali in autunno.

#### **OPERAZIONI DI RIFINANZIAMENTO A PIÙ LUNGO TERMINE**

Le ORLT sono operazioni di immissione di liquidità che hanno frequenza mensile e scadenza di norma pari a tre mesi. Esse forniscono alle controparti un rifinanziamento aggiuntivo a più lungo termine. Diversamente dalle ORP, le ORLT non sono realizzate nell'intento di regolare le condizioni di liquidità o segnalare l'orientamento della politica monetaria. Nell'ambito delle ORLT l'Eurosistema agisce in modo da non influenzare i tassi di interesse: queste operazioni sono condotte esclusivamente tramite aste a tasso variabile, annunciando previamente l'importo del finanziamento offerto. Nel 2003 l'Eurosistema ha portato a termine 12 ORLT, ognuna con un importo preannunciato di 15 miliardi di euro. Nel gennaio del 2004 tale ammontare è stato innalzato a 25 miliardi di euro. In media le ORLT hanno fornito il 19 per cento della liquidità netta complessiva immessa attraverso operazioni di mercato aperto nel 2003. Come negli anni precedenti, la dispersione delle richieste è stata lievemente più elevata nel caso delle ORLT che non per le ORP. In media d'anno, il tasso medio ponderato ha superato quello marginale di 1,7 punti base, contro 1,9 punti base nel 2002. La percentuale di richieste soddisfatte in ogni ORLT nel 2003 è variata fra il 42 e il 60 per cento, con una media del 51, a fronte

di un intervallo compreso tra il 36 e il 72 per cento, con una media del 50, nel 2002.

#### **ALTRE OPERAZIONI**

Il 23 maggio 2003 l'Eurosistema ha effettuato un'operazione di *fine tuning* per l'assorbimento di liquidità, al fine di riequilibrare le condizioni di liquidità. L'ingente ricorso al rifinanziamento marginale nei due giorni precedenti aveva portato a un allentamento delle condizioni nell'ultimo giorno del periodo di mantenimento e alla diminuzione del tasso *overnight*. L'operazione è stata realizzata attraverso la raccolta di depositi a tempo determinato remunerati a un tasso fisso del 2,50 per cento (corrispondente al tasso minimo di offerta delle ORP all'epoca), con scadenza *overnight* e per un importo preannunciato di 5 miliardi di euro. Su un totale di oltre 100 controparti idonee, 12 hanno preso parte all'operazione; le offerte, tutte interamente accolte, sono state pari a un ammontare di 3,9 miliardi di euro. Il periodo di mantenimento della riserva obbligatoria si è concluso ordinatamente, con un limitato ricorso netto alle operazioni di deposito pari a 0,6 miliardi di euro.

#### **OPERAZIONI SU INIZIATIVA DELLE CONTROPARTI**

Le due operazioni su iniziativa delle controparti offerte dall'Eurosistema, ovvero l'operazione di rifinanziamento marginale e il deposito presso la banca centrale, sono finalizzate a immettere o ad assorbire liquidità *overnight*, a segnalare l'orientamento generale della politica monetaria e a delimitare – attraverso la fissazione di un tetto massimo e di una soglia minima – i tassi di interesse *overnight* di mercato. Nel 2003 il corridoio dei tassi determinato dalle due operazioni su iniziativa delle controparti è rimasto invariato a 200 punti base, centrato intorno al tasso minimo di offerta delle ORP.

Le istituzioni creditizie ricorrono di norma alle operazioni su iniziativa delle controparti in due circostanze:

- in presenza di squilibri aggregati di liquidità, ovvero nel caso in cui il sistema

bancario nel suo complesso detenga un livello eccessivo o insufficiente di liquidità rispetto agli obblighi aggregati di riserva. Il ricorso aggregato si verifica normalmente solo verso la fine del periodo di mantenimento, quando il sistema bancario si trova appunto a dover compensare l'eventuale accumulo di squilibri aggregati di liquidità per mezzo delle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti. I maggiori picchi osservabili nel ricorso a tali operazioni durante il 2003 (cfr. diagramma inferiore della figura 28) rispecchiano in gran parte la correzione di siffatti squilibri aggregati.

- la presenza di flussi inattesi di pagamento tra singole banche a fine giornata, quando il mercato monetario non è più liquido, può far scattare il ricorso individuale alle operazioni su iniziativa delle controparti. Il ricorso a titolo individuale si distribuisce di norma in modo abbastanza regolare sull'intero periodo di mantenimento; esso può raggiungere livelli rilevanti nei giorni in cui si verificano disfunzioni nelle componenti dei sistemi di pagamento, come accaduto il 3 luglio 2003, quando è stato pari a 7,7 miliardi di euro.

Nel 2003 il ricorso medio giornaliero totale alle operazioni di rifinanziamento marginale è stato pari a 269 milioni di euro, mentre quello relativo ai depositi presso la banca centrale si è collocato a 242 milioni. Ipotizzando che il ricorso aggregato si verifichi nell'ultimo giorno del periodo di mantenimento e che quello a titolo individuale avvenga nel resto del periodo, è possibile scomporre questi importi in 49 milioni di euro di ricorso aggregato e 221 milioni di ricorso individuale per le operazioni di rifinanziamento marginale e in 107 milioni di euro di ricorso aggregato e 135 milioni di ricorso individuale nel caso delle operazioni di deposito.

Nel 2003 il ricorso totale alle operazioni su iniziativa delle controparti è rimasto in linea con i contenuti livelli dell'anno precedente, a indicazione della buona qualità delle stime dei fattori

autonomi e dell'efficienza del mercato interbancario.

#### **PARTECIPAZIONE DELLE ISTITUZIONI CREDITIZIE ALLE OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA**

L'assetto della politica monetaria dell'Eurosistema ha continuato a offrire a un'ampia gamma di istituzioni creditizie la possibilità di prendere parte alle operazioni di politica monetaria. Su un totale di 6.593 istituzioni dell'area dell'euro soggette all'obbligo di riserva alla fine del 2003 (con una variazione del -5 per cento rispetto all'anno precedente), 2.149 (-7 per cento) sono state ammesse a partecipare alle operazioni di mercato aperto, 3.083 (-5 per cento) alle operazioni di deposito presso la banca centrale e 2.629 (-8 per cento) alle operazioni di rifinanziamento marginale.

Nel 2003 il numero medio di istituzioni creditizie coinvolte nelle ORP e nelle ORLT ha continuato a evidenziare la tendenza al ribasso iniziata a metà 2000. I partecipanti alle aste delle ORP sono stati in media 267, contro i 307 del 2002. Analogamente, il numero di banche partecipanti alle ORLT è sceso da 186 nel 2002 a 133 nel 2003. Questa tendenza appare come il prodotto di vari fattori, quali la concorrenza sul mercato interbancario, il consolidamento del settore e l'accentramento della gestione della tesoreria nei gruppi bancari. Non vi sono segnali secondo cui il protratto calo nella partecipazione alle ORP e alle ORLT avrebbe arrecato pregiudizio all'ordinata allocazione della liquidità della banca centrale all'interno del sistema bancario dell'area dell'euro. L'Eurosistema ha continuato ad avere, per quanto riguarda le operazioni di mercato aperto, il numero di controparti partecipanti più elevato rispetto a qualsiasi altra banca centrale.

#### **REGIME DELLA RISERVA OBBLIGATORIA**

Il regime della riserva obbligatoria dell'Eurosistema si applica alle istituzioni creditizie dell'area dell'euro e persegue primariamente gli obiettivi di stabilizzazione dei tassi di interesse del mercato monetario e di creazione (o ampliamento) di un fabbisogno strutturale di liquidità. La riserva dovuta da ciascuna

istituzione è calcolata con riferimento ad alcune poste del rispettivo bilancio. Il meccanismo di mobilitazione della riserva obbligatoria, che consente alle istituzioni creditizie di adempiere agli obblighi di riserva sulla base della media del periodo di mantenimento mensile<sup>5</sup>, contribuisce a contenere l'impatto di shock temporanei di liquidità sui tassi di interesse a breve.

Nel 2003 le riserve obbligatorie hanno rappresentato il 54 per cento del fabbisogno di liquidità complessivo del sistema bancario dell'area dell'euro. Il livello medio delle riserve aggregate detenute da istituzioni creditizie dell'area dell'euro è stato pari a 130,9 miliardi di euro, con un modesto aumento di circa 1 miliardo di euro rispetto al 2002. Gli obblighi di riserva si sono collocati su valori compresi tra i 128,9 miliardi di euro del periodo di mantenimento terminato il 23 marzo 2003 e i 132,1 miliardi del periodo terminato il 23 agosto 2003.

Nel corso dell'anno le disponibilità a copertura degli obblighi di riserva detenute sui conti correnti delle banche hanno oscillato tra 89,1 e 181,2 miliardi di euro, a indicazione della costante presenza di un sostanziale volano contro assorbimenti imprevisti di liquidità su base aggregata (cfr. diagramma superiore della figura 28). Principalmente grazie alla mobilitazione della riserva obbligatoria, e in considerazione della bassa frequenza delle operazioni di mercato aperto, nel 2003 la volatilità dell'Eonia ha continuato a essere bassa rispetto ai parametri internazionali. La deviazione standard dei movimenti giornalieri del tasso è stata pari a 14 punti base, 2 punti in più rispetto all'anno precedente.

Nel corso del 2003 sono stati mediamente rilevati 19 casi di mancato adempimento all'obbligo di riserva per periodo di mantenimento, contro i 28 del 2002. L'ammontare medio giornaliero delle inadempienze è stato pari a 6,7 milioni di euro, rispetto ai 10,5 milioni del 2002. Nel 58 per cento dei casi sono state applicate sanzioni pecuniarie relativamente modeste, inferiori a 500 euro. Tuttavia, si sono altresì verificate sette violazioni gravi, che hanno comportato sanzioni superiori ai 10.000 euro.

## L'ESAME DELL'ASSETTO OPERATIVO

In risposta alle occasionali turbolenze degli anni precedenti, nel gennaio del 2003 il Consiglio direttivo ha deciso di emendare alcuni aspetti del quadro operativo dell'Eurosistema a decorrere dal marzo del 2004:

- ridefinire il calendario dei periodi di mantenimento della riserva obbligatoria, 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; inoltre, far di norma coincidere eventuali modifiche del tasso di interesse applicato alle operazioni su iniziativa delle controparti con l'inizio del nuovo periodo di mantenimento;
- ridurre la durata delle ORP da due a una settimana.

La combinazione delle due misure contribuisce a rimuovere eventuali attese di mercato sulle variazioni dei tassi di interesse durante qualsiasi periodo di mantenimento, dato che le modifiche dei tassi di riferimento della BCE sono in genere applicabili solo al successivo periodo di mantenimento delle riserve e che le condizioni di liquidità non si trasmetteranno più da un periodo all'altro. Di conseguenza, tali aspettative non dovrebbero più incidere sul tasso *overnight* nel corso del periodo di mantenimento. Pertanto, considerato il profilo generalmente neutrale della gestione della liquidità della BCE, il tasso *overnight* dovrebbe mantenersi prossimo al tasso minimo di offerta, il che dovrebbe evitare in definitiva che considerazioni di carattere speculativo alterino le richieste presentate dalle istituzioni creditizie nelle ORP. Le misure contribuiranno quindi a stabilizzare il contesto in cui si svolgono le ORP.

In considerazione dei tempi necessari per gli adeguamenti di ordine tecnico e giuridico, è

<sup>5</sup> Dal 10 marzo 2004 il periodo di mantenimento delle riserve non corrisponde più a un mese di calendario, ma ha durata variabile.

stato deciso che le misure non sarebbero entrate in vigore fino al 10 marzo 2004<sup>6</sup>. Per assistere le istituzioni creditizie a raggiungere un'ordinata applicazione delle modifiche dell'assetto operativo per la politica monetaria è stato concordato un periodo transitorio di mantenimento delle riserve minime dal 24 gennaio al 9 marzo 2004.

### **LE ATTIVITÀ AMMESSE NELLE OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA**

Lo Statuto del SEBC stabilisce che tutte le operazioni di finanziamento dell'Eurosistema devono essere coperte da adeguate garanzie. Il sistema di garanzie dell'Eurosistema è strutturato in modo tale da salvaguardare quest'ultimo contro il rischio di perdite in relazione alle proprie operazioni di politica monetaria e a quelle connesse ai sistemi di pagamento (cfr. il riquadro 7). Esso assicura un uguale trattamento delle controparti e promuove l'efficienza operativa.

Al fine di tenere conto delle differenze esistenti nella struttura finanziaria dei paesi dell'area dell'euro le attività ammesse nelle operazioni di finanziamento dell'Eurosistema includono un ampio numero di strumenti diversi. Le attività idonee sono distinte in due categorie, rispettivamente di "primo livello" e di "secondo livello". Questa distinzione non si riferisce in alcun modo alla loro stanziabilità per i diversi tipi di operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema, salvo per il fatto che le attività di secondo livello non sono normalmente utilizzate dall'Eurosistema nelle operazioni a titolo definitivo (cui attualmente non si fa ricorso). Le attività di primo livello sono strumenti di debito negoziabili che soddisfano criteri uniformi di idoneità stabiliti dalla BCE. Le attività di secondo livello sono rappresentate da attività che rivestono un'importanza particolare per i mercati finanziari e bancari nazionali, per le quali i criteri di idoneità sono stabiliti dalle BCN nel rispetto dei requisiti minimi fissati dalla BCE. Le attività di secondo livello possono essere strumenti di debito negoziabili e non negoziabili oppure titoli di capitale.

Una quota considerevole delle attività di primo livello è formata da titoli emessi dalle amministrazioni pubbliche (amministrazioni centrali, regionali e locali) e da strumenti analoghi alle *Pfandbrief*, emessi da istituzioni creditizie e garantiti da ipoteche su immobili residenziali o da titoli di debito del settore pubblico. I titoli emessi dalle amministrazioni pubbliche e gli strumenti analoghi alle *Pfandbrief* hanno rappresentato rispettivamente il 57 e il 31 per cento del totale delle attività di primo livello alla fine del 2003. Altri tipi di attività comprese nella lista di primo livello sono i titoli del settore privato (che includono le obbligazioni non garantite emesse da istituzioni creditizie, le obbligazioni emesse da società e i titoli garantiti da attività diversi dalle *Pfandbrief*) e i titoli emessi da istituzioni internazionali e sovranazionali (che rappresentavano meno del 2 per cento alla fine del 2003). In particolare, nel 2003 il valore delle obbligazioni idonee emesse da società ha segnato una continua tendenza all'aumento.

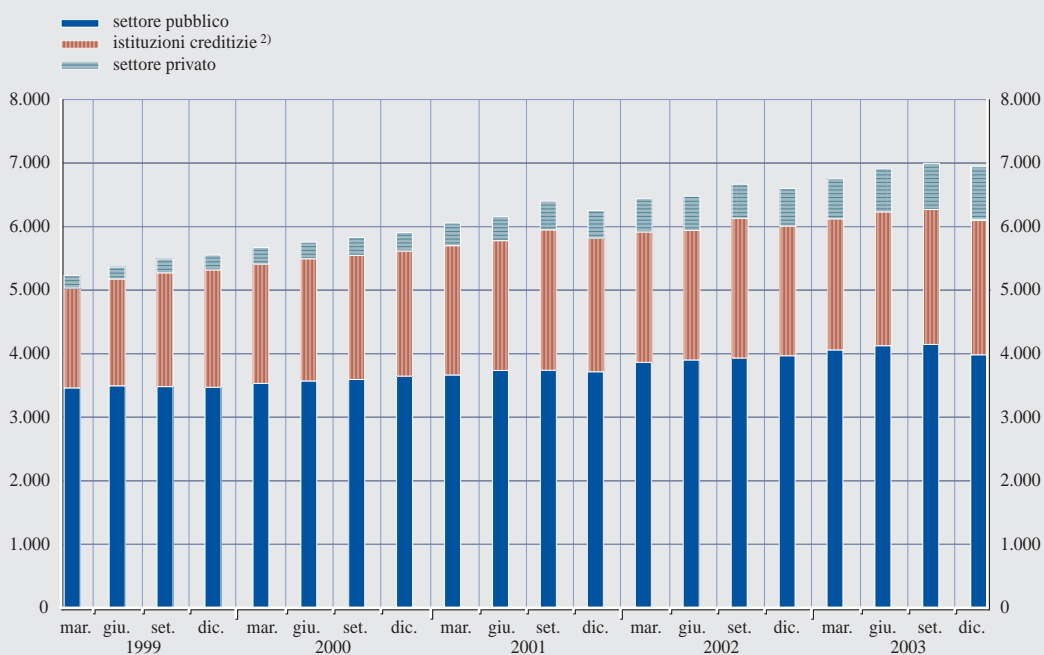
Le attività di secondo livello sono formate da titoli negoziabili e da strumenti di debito non negoziabili quali i prestiti bancari, le cambiali commerciali e le cambiali commerciali garantite da ipoteca inserite da alcune BCN in tale categoria.

Alla fine del 2003 il valore totale delle attività di primo livello utilizzabili come garanzia nelle operazioni di finanziamento dell'Eurosistema era pari a 7.000 miliardi di euro, a fronte di 6.600 miliardi di euro a fine 2002 (cfr. figura 29). Nel complesso le attività di primo livello hanno contribuito a una quota preponderante delle attività idonee (96 per cento alla fine del 2003). Quanto alle attività di secondo livello, alla fine del 2003 il valore totale delle attività negoziabili è rimasto stabile, a 261 miliardi di euro contro i 265 miliardi di euro del 2002,

<sup>6</sup> Un nuovo Regolamento (BCE/2003/9) sull'applicazione di riserve obbligatorie minime è stato adottato il 12 settembre 2003, GU L 250 del 2.10.2003, pag. 10. Una versione rivista del documento intitolata *La politica monetaria nell'area dell'euro: caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema* (cfr. nota 1) sarà in vigore a decorrere dall'8 marzo 2004.

**Figura 29 Attività di primo livello utilizzabili nelle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema <sup>1)</sup>**

(dati di fine mese; miliardi di euro)



Fonte: BCE.

1) Esclusi i titoli emessi da istituzioni internazionali e sovranazionali.

2) Questa categoria comprende i titoli analoghi alle *Pfandbriefe* e le obbligazioni non garantite emesse da istituzioni creditizie.

mentre non è disponibile l'ammontare assoluto delle attività idonee non negoziabili.

Tutte le operazioni di finanziamento dell'Eurosistema sono basate su attività sottostanti fornite dalle controparti sotto forma di trasferimenti di proprietà (metodo dell'*earmarking*) ovvero sotto forma di pegno (sistema di *pooling*).

Alla fine del 2003 le attività negoziabili depositate in garanzia dalle controparti presso l'Eurosistema ammontavano complessivamente a 750 miliardi di euro, a fronte di un importo appena superiore a 700 miliardi di euro a fine 2002 (cfr. figura 30)<sup>7</sup>.

Complessivamente, la quota dei titoli di debito emessi da istituzioni creditizie sull'ammontare totale delle attività negoziabili depositate è rimasta stabile al 51 per cento alla fine del 2003, contro il 52 per cento dell'anno precedente. Anche i titoli del settore pubblico si so-

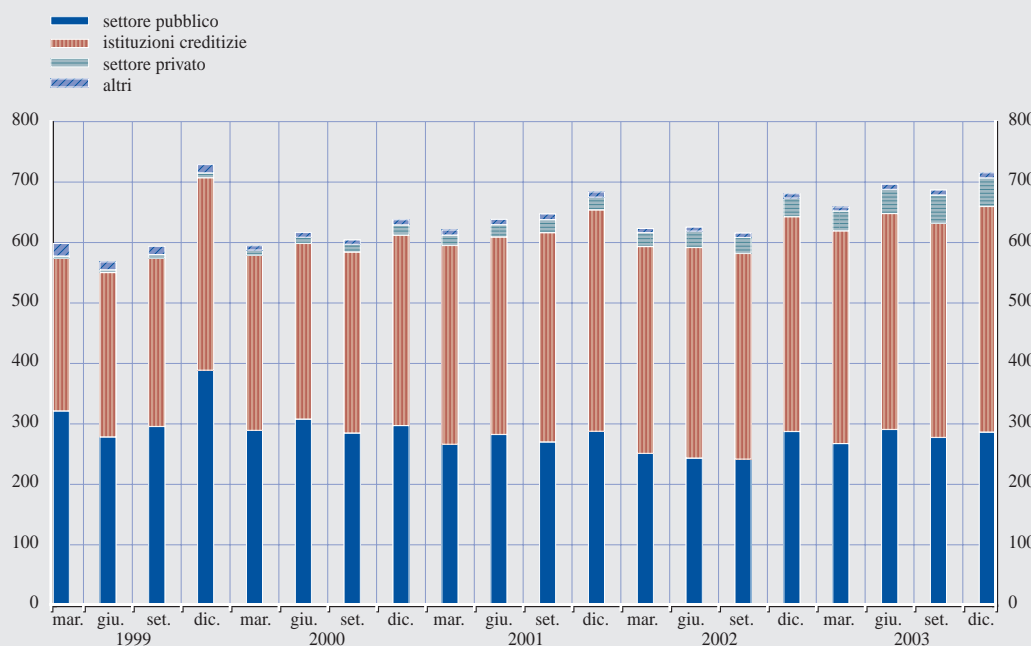
no mantenuti stabili, attorno al 38 per cento. Un continuo profilo crescente è stato osservato per la quota delle obbligazioni societarie, passata dal 4 al 6 per cento tra fine 2002 e fine 2003, mentre la quota dei prestiti bancari non negoziabili è rimasta relativamente stabile, attorno al 4 per cento di tutte le attività depositate negli ultimi cinque anni.

Le controparti dell'Eurosistema possono fare un uso transfrontaliero delle attività stanziabili, ossia ottenere fondi dalle BCN dei paesi in cui risiedono trasferendo attività localizzate in

<sup>7</sup> L'ammontare totale delle garanzie depositate dalle controparti nei sistemi di *pooling* si aggirava attorno a 650 miliardi di euro (fine 2003), contro circa 600 miliardi di euro a fine 2002. Per quanto riguarda i sistemi di *earmarking*, in cui è possibile individuare la singola transazione per cui vengono utilizzate le sottostanti attività, il totale impiegato dalle controparti per le operazioni di finanziamento dell'Eurosistema (operazioni di politica monetaria e di credito infragiornaliero) era pari a 107 miliardi di euro alla fine del 2003, contro 115 miliardi di euro a fine 2002.

**Figura 30 Utilizzo delle attività come garanzia nelle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema**

(dati di fine mese; miliardi di euro)



Fonte: BCE.

un altro paese dell'area dell'euro. La quota delle garanzie usate su base transfrontaliera sul totale delle attività usate a fronte per le operazioni di finanziamento dell'Eurosistema ha continuato a crescere, dal 33 per cento a fine 2002 al 40 per cento a fine 2003. L'incremento ha interessato tutte le classi di attività, ma in particolare i titoli emessi da istituzioni creditizie e da società (per maggiori dettagli cfr. la sezione 2.3 di questo capitolo).

La gestione e la pubblicazione dell'elenco completo delle attività stanziabili per le operazioni di finanziamento dell'Eurosistema sono centralizzate presso la BCE, che mantiene la base dati delle attività idonee (*Eligible Assets Database*). Le BCN forniscono alla BCE informazioni sulle attività idonee emesse nei rispettivi mercati nazionali. Sono ritenute idonee per lo svolgimento delle operazioni di finanziamento dell'Eurosistema solo le attività che vengono inserite nell'elenco aggiornato quotidianamente e pubblicato sul sito Internet della BCE ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)). Nel 2003 l'Eurosistema ha

migliorato la qualità, l'efficienza e l'affidabilità del servizio fornito alle proprie controparti e ha inoltre modificato il contenuto dell'elenco delle attività stanziabili aggiungendo informazioni sul gruppo emittente e sulle classi di attività in linea con il nuovo schema di controllo dei rischi in vigore dal marzo 2004 (cfr. riquadro 7).

#### LA LISTA UNICA DELLE GARANZIE

Nei primi cinque anni della Terza fase dell'UEM le controparti hanno avuto a disposizione una grande quantità di garanzie comprendenti un'ampia gamma di attività per la collateralizzazione delle operazioni di politica monetaria e di credito infragiornaliero dell'Eurosistema. Tuttavia, l'eterogeneità delle attività incluse negli elenchi di secondo livello delle diverse BCN dell'area dell'euro potrebbe non assicurare condizioni di parità concorrenziale fra le controparti e ridurre lievemente la trasparenza del sistema di garanzie. L'Eurosistema sta pertanto studiando se e in che modo sia possibile ridurre tale eterogeneità, nonché

## Riquadro 7

### LA GESTIONE DEI RISCHI ASSOCIATI ALL'OFFERTA DI CREDITO NELLE OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA E NELLE TRANSAZIONI GESTITE ATTRAVERSO I SISTEMI DI PAGAMENTO

Nella conduzione della politica monetaria (operazioni di politica monetaria e transazioni gestite attraverso i sistemi di pagamento) l'Eurosistema assume un rischio legato alla possibilità che una controparte, in un rapporto contrattuale, non sia in grado di adempiere ai propri obblighi. Tale rischio viene attenuato richiedendo il versamento da parte della controparte di garanzie adeguate a copertura del credito erogato.

Il quadro di riferimento per la gestione dei rischi connessi con le operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema si articola su tre assi principali: le misure di controllo dei rischi relativi alle garanzie, i principi di valutazione e la valutazione del rischio di credito delle garanzie.

Nel 2003 è stato finalizzato un nuovo prospetto degli scarti di garanzia nell'ambito delle misure di controllo dei rischi relativi alle garanzie. Il nuovo prospetto mira a stabilire una migliore distinzione tra i tipi di garanzie sulla base delle percepite caratteristiche di rischio di liquidità. La classificazione delle garanzie in gruppi di liquidità è basata sull'esame di vari indicatori di liquidità, quali i differenziali di rendimento tra obbligazioni emesse da gruppi emittenti con la stessa qualità creditizia, l'effettiva offerta e la dimensione media dell'emissione, nonché la tipologia di scarto denaro-lettera degli indicatori. La classificazione dei segmenti di emittenti in gruppi con livelli di liquidità diversi è poi riflessa nel livello dei controlli dei rischi oppure degli scarti di garanzia.

I nuovi controlli dei rischi per le attività di primo livello sono in vigore da marzo 2004. Le principali modifiche adottate sono le seguenti:

- Le attività di primo livello sono classificate in quattro categorie di liquidità e a ciascuna categoria è assegnato uno specifico prospetto degli scarti di garanzia:

<b>Categoria I</b>	<b>Categoria II</b>	<b>Categoria III</b>	<b>Categoria IV</b>
Titoli di debito delle amministrazioni centrali	Titoli di debito delle amministrazioni locali e regionali	Titoli analoghi alle <i>Pfandbrief</i> tradizionali	Titoli garantiti da attività ( <i>asset-backed securities</i> )
Titoli di debito emessi da banche centrali	Titoli analoghi alle <i>Jumbo Pfandbrief</i>	Titoli di debito delle istituzioni creditizie	
	Titoli di debito di enti governativi	Titoli di debito emessi da società e altri emittenti	
	Titoli di debito sovranazionali		

- Le classi di scadenze dei prospetti degli scarti di garanzia sono state scelte in modo tale da ottenere un'equa distribuzione dei volumi in essere tra le classi. Le nuove classi di scadenze sono 0-1 anno, 1-3 anni, 3-5 anni, 5-7 anni, 7-10 anni e >10 anni. L'applicazione di margini iniziali è stata abbandonata e i livelli di attivazione utilizzati nelle richieste di margini addizionali sono stati ridotti da 1,0 a 0,5 per cento. Per garantire la coerenza tra i nuovi prospetti degli scarti di garanzia per le attività stanziabili di primo livello e quelli per le



attività stanziabili di secondo livello, anche questi ultimi sono stati modificati al fine di tener conto sia dell'abbandono dei margini iniziali sia delle nuove classi di scadenze.

- Gli scarti di garanzia per le attività di secondo livello riflettono i rischi specifici associati alle stesse e sono almeno pari a quelli applicati alle attività di primo livello. I quattro diversi gruppi di scarti di garanzia per le attività di secondo livello, che riflettono le loro diverse caratteristiche intrinseche e di liquidità, sono stati mantenuti: azioni, titoli di debito negoziabili con liquidità limitata, titoli di debito con liquidità limitata e caratteristiche particolari, titoli di debito non negoziabili.

gli eventuali criteri per poter fondere i due livelli in un'unica lista.

Nel giugno del 2003 l'Eurosistema ha avviato una consultazione pubblica invitando gli operatori di mercato a trasmettere le proprie opinioni sulle possibili modifiche del sistema di garanzie dell'Eurosistema. L'idea di base presentata agli operatori ha riguardato il passaggio graduale da un sistema a due livelli a un'unica lista. Le attività già accettate in garanzia dall'Eurosistema nell'ambito del primo livello farebbero parte della lista unica. Le principali categorie di attività di secondo livello attualmente idonee sono state esaminate nell'ottica di una loro potenziale inclusione nella lista unica. In aggiunta, si è esaminata una nuova categoria di attività da rendere idonee, i titoli di debito denominati in euro emessi nello Spazio economico europeo (SEE) da emittenti situati in paesi del G10 non appartenenti al SEE.

Sono state ricevute risposte da varie parti interessate, tra cui singole banche, associazioni di operatori di mercato e alcune associazioni bancarie nazionali e sopranazionali. Quasi tutte le risposte hanno approvato la proposta di sostituire il sistema a due livelli con un'unica lista di garanzie idonee. Il sostegno espresso nei confronti della riforma è in gran parte basato sul desiderio di istituire un sistema di garanzie armonizzato che migliori le condizioni di parità concorrenziale tra le controparti idonee. Gli operatori di mercato hanno affermato che la nuova politica per le garanzie dovrebbe favorire una maggiore disponibilità delle attività idonee grazie all'accresciuto utilizzo di garanzie nel mercato, ad esempio nei mercati del

credito garantito e dei pronti contro termine e ai fini del *Continuous Linked Settlement (CLS)* (cfr. sezione 4 del capitolo 3). Alcuni operatori di mercato hanno evidenziato la necessità di rendere idonee nell'intera area dell'euro tutte le categorie di attività attualmente accettate nella lista di secondo livello soltanto da alcune BCN. Alcuni hanno anche menzionato categorie di attività aggiuntive che vedrebbero con favore diventare idonee (ad esempio, più attività "estere" quali i titoli di debito denominati in valuta estera).

L'Eurosistema è consapevole che il nuovo sistema delle garanzie (se e quando deciso) richiederà un'applicazione graduale nel corso di diversi anni, in considerazione del necessario adeguamento delle procedure e dei sistemi operativi, sia delle banche centrali dell'Eurosistema sia delle controparti, nonché delle modifiche legislative da adottare in alcuni paesi.

#### **I GRUPPI DI CONTATTO PER I MERCATI**

La BCE ha continuato a utilizzare il gruppo di contatto per il mercato monetario (*Money Market Contact Group*, MMCG) e quello per le operazioni in cambi (*Foreign Exchange Contact Group*, FXCG), entrambi istituiti nel 1999, nonché il gruppo dei gestori delle operazioni (*Operations Managers Group*, OMG), istituito nel 2002, quali fori per discutere (con gli operatori di mercato) degli andamenti dei mercati, degli aspetti strutturali e delle prassi di negoziazione, nonché delle questioni operative connesse al mercato monetario e al regolamento delle operazioni in cambi. Le tematiche affrontate dall'MMCG nel 2003 hanno compreso gli aspetti relativi all'esame del mercato

monetario in euro del 2002, al mercato europeo dei pronti contro termine, all'iniziativa della ACI per il progetto STEP (*Short-Term European Paper*) (cfr. sezione 3 del capitolo 3) e alla consultazione della BCE sul sistema di garanzie dell'Eurosistema. L'FXCG ha affrontato questioni quali il progresso del *Continuous Linked Settlement* (CLS) di recente istituzione, gli andamenti del commercio elettronico, e la possibilità di rivedere le prassi di mercato.

## 1.2 LE OPERAZIONI SUL MERCATO DEI CAMBI

Nel 2003 la BCE non ha effettuato alcun intervento sul mercato valutario.

L'accordo permanente tra la BCE e l'FMI, concluso nell'aprile 2001 e volto a facilitare l'esecuzione di transazioni in diritti speciali di prelievo (DSP) da parte dell'FMI e per conto della BCE con altri detentori di DSP è stato attivato in una sola occasione nel 2003.

## 1.3 LE ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO

### LA GESTIONE DELLE RISERVE UFFICIALI

L'obiettivo della gestione delle riserve ufficiali della BCE è assicurare che, in qualunque momento, la BCE disponga di un ammontare adeguato di riserve liquide per interventi sul mercato dei cambi, se e quando il Consiglio direttivo li ritiene necessari. Liquidità e sicurezza sono quindi i requisiti fondamentali per l'investimento delle riserve valutarie della BCE. Nel rispetto di tali vincoli, la BCE gestisce le proprie riserve con l'obiettivo di massimizzarne il rendimento. Una serie di regole e procedure – conosciuta con il nome di “mura glia cinese” – è stata istituita per prevenire che informazioni riservate, provenienti ad esempio dalle aree responsabili dell'attuazione della politica monetaria, raggiungano aree responsabili della gestione delle riserve ufficiali e del portafoglio di fondi propri della BCE.

Alla fine del 2003 le riserve nette in valuta e in oro della BCE ammontavano a 38,3 miliardi di

euro, contro 43,2 miliardi a fine 2002. Tale variazione riflette principalmente gli interessi attivi generati e la rivalutazione ai prezzi di mercato delle attività comprese nel portafoglio in seguito al deprezzamento del dollaro statunitense. La BCE ha la facoltà di chiedere alle BCN dell'area dell'euro ulteriori conferimenti di attività di riserva, secondo le condizioni stabilite dalla legislazione secondaria della Comunità europea<sup>8</sup>.

Le riserve ufficiali della BCE consistono principalmente di dollari statunitensi ma includono anche yen giapponesi, oro e DSP. L'attuale composizione, stabilita dal Consiglio direttivo, è basata su studi relativi all'allocazione ottimale delle valute e sulle esigenze operative prevedibili e può essere modificata dal Consiglio direttivo se e quando lo ritiene opportuno. Conformemente con l'accordo sull'oro fra le banche centrali (*Central Bank Gold Agreement*), concluso il 26 settembre 1999 e rinnovato l'8 marzo 2004, la BCE non effettua una gestione attiva delle proprie riserve auree.

### LA GESTIONE DEI FONDI PROPRI

Il capitale sottoscritto e la riserva generale della BCE formano la base del portafoglio di fondi propri della BCE. Lo scopo di tale portafoglio è quello di fornire alla BCE un margine di riserva a fronte di eventuali perdite. L'obiettivo della gestione del portafoglio è di generare nel lungo periodo un rendimento superiore al tasso medio applicato alle operazioni di rifinanziamento principali della BCE.

Alla fine del 2003 il portafoglio di fondi propri della BCE ammontava a 5,9 miliardi di euro, contro 5,6 miliardi a fine 2002. La variazione di tale portafoglio durante il 2003 riflette gli interessi attivi generati e la rivalutazione ai prezzi di mercato delle attività comprese nel portafoglio. Nel 2003 sono state esaminate ulteriori eventuali opportunità di diversificazione con lo scopo di accrescere il rendimento totale del portafoglio di fondi propri.

<sup>8</sup> Regolamento (CE) n. 1010/00 del Consiglio, dell'8 maggio 2000, relativo a ulteriori richieste di attività di riserva da parte della Banca centrale europea (GU L 115, 16.5.2000, pag. 2).

### GLI ASPETTI DI GESTIONE DEI RISCHI

La funzione di gestione dei rischi della BCE rileva, monitora e segnala i rischi associati alle operazioni finanziarie effettuate direttamente dalla BCE o dalle dodici BCN dell'Eurosistema, in nome e per conto della BCE. Il quadro di riferimento per la gestione dei rischi connessi con la gestione delle riserve ufficiali e dei fondi propri della BCE è costituito da tre componenti fra esse interconnesse: (a) la misurazione e il rispetto della gestione dei rischi, (b) l'analisi e la segnalazione dei rendimenti degli investimenti e (c) il quadro analitico di riferimento per l'allocazione delle attività.

L'esposizione della BCE al rischio di mercato, di credito e di liquidità viene misurata su base giornaliera e ne viene controllata l'ottemperanza con i limiti convenuti. Nel 2003 non si sono verificate violazioni di rilievo. Il monitoraggio del rispetto nel 2003 si è concentrato sempre più sull'obiettivo di assicurare il corretto livello di liquidità degli investimenti. Sono stati formalmente introdotti limiti di liquidità per le riserve ufficiali della BCE al fine di garantire che adeguati quantitativi di attività siano detenuti in contanti o in titoli altamente liquidi. Infine, vigono chiare procedure per la segnalazione e la gestione di eventuali violazioni di questi o di altri limiti. Nel 2003 sono state anche migliorate le procedure per verificare l'accuratezza della valutazione giornaliera ai prezzi correnti di mercato (i prezzi dei titoli, registrati su base giornaliera e utilizzati a scopo di valutazione).

La misurazione e l'analisi dei risultati di tutti i rilevanti portafogli di investimento formano gran parte dell'attività di gestione dei rischi. L'attuale assetto ha 24 diversi portafogli solo per la gestione delle riserve ufficiali, dato che ogni BCN dell'area dell'euro gestisce due portafogli di riserve ufficiali della BCE. Le tecniche per attribuire i risultati – ossia l'individuazione delle fonti di rendimento dei portafogli rispetto ai *benchmark* di investimento fissati dalla BCE – sono state ulteriormente sviluppate nel 2003 al fine di fornire un utile riscontro ai gestori di portafoglio. L'aggregazione di

tali dati su periodi più lunghi consente inoltre di trarre conclusioni più dettagliate. Questa analisi dei risultati complessivi e dei risultati relativi dei portafogli a fronte del relativo *benchmark* può essere utile anche per gli organi decisionali nel decidere in merito a qualsiasi modifica del quadro complessivo degli investimenti.

L'allocazione delle attività è il processo di suddivisione degli investimenti tra diverse tipologie di attività per ottimizzare, sulla base degli obiettivi dell'istituzione, il *trade-off* tra rischio e rendimento. Il fattore fondamentale che influenza il rendimento dei portafogli di investimento è l'allocazione delle attività dei *benchmark* strategici della BCE, definiti in modo da rispettare le preferenze di lungo periodo della BCE in termini di rischio e di rendimento. Nel 2003 la BCE ha sviluppato un modello econometrico per derivare i rendimenti attesi per la definizione dei *benchmark*. Inoltre, diverse tecniche alternative di ottimizzazione sono state utilizzate per migliorare la robustezza dell'analisi.

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

L'offerta di servizi di pagamento e di regolamento delle transazioni in titoli costituisce uno dei principali strumenti di cui l'Eurosistema si avvale per adempiere al proprio compito statutario di promuovere il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento. A tal fine, l'Eurosistema ha realizzato Target<sup>9</sup>, un sistema di regolamento lordo in tempo reale (*real-time gross settlement system*, RTGS) per i pagamenti in euro di importo molto elevato. Nel sistema Target i pagamenti sono regolati sui conti detenuti dalle banche centrali in moneta di banca centrale, il che riduce sensibilmente il rischio di gravi ripercussioni sistemiche per l'intero sistema finanziario. Negli ultimi anni Target è stato potenziato e sono attualmente in corso progetti per sviluppare un sistema di seconda generazione, Target2.

Per quanto concerne il regolamento di operazioni in titoli, l'Eurosistema e il mercato offrono vari canali atti ad agevolare l'utilizzo delle garanzie su base transfrontaliera. Il ricorso a tali canali si sta intensificando in relazione alla crescente integrazione dei mercati dell'UE.

### 2.1 IL SISTEMA TARGET

L'attuale sistema Target è costruito collegando i 15 sistemi di pagamento nazionali dell'UE. Esso si compone inoltre del meccanismo di pagamento della BCE (*ECB payment mechanism*, EPM) e di un meccanismo di *interlinking* che consente il trattamento dei pagamenti transfrontalieri. Nel 2003 Target ha ulteriormente contribuito all'integrazione del mercato monetario in euro e, poiché le operazioni di credito attivate dall'Eurosistema sono trattate attraverso tale sistema, esso ha continuato a svolgere un importante ruolo per l'ordinata conduzione della politica monetaria unica. Grazie all'offerta di un servizio di regolamento in tempo reale in moneta di banca centrale e all'ampia copertura del mercato, il sistema Target è utilizzato per svariati altri tipi di pagamenti.

Nel 2003 Target ha funzionato regolarmente e senza evidenziare alcuna criticità. È inoltre

proseguita la tendenza a utilizzare Target per il regolamento di un numero crescente di pagamenti in euro di importo rilevante, in linea con l'obiettivo dell'Eurosistema di promuovere il regolamento in moneta di banca centrale; lo scorso anno Target ha trattato l'87 per cento del turnover totale dei pagamenti di importo rilevante in euro. Il sistema Target può essere utilizzato per tutti i bonifici in euro, sia tra banche all'interno di uno stesso Stato membro dell'UE (pagamenti all'interno degli Stati membri), sia tra banche situate in Stati membri diversi (pagamenti fra Stati membri), compresi quei paesi che non hanno ancora adottato l'euro. Nel 2003 aderivano a Target 3.351 partecipanti; il numero complessivo di dipendenze bancarie destinatarie dei pagamenti a livello mondiale era pari a 43.450.

### OPERATIVITÀ DI TARGET

Su base giornaliera, i pagamenti trattati in media dal sistema Target nel 2003 sono stati 261.208, per un valore complessivo di 1.650 miliardi di euro al giorno. Rispetto al 2002, ciò rappresenta un incremento del 3 per cento in termini di volume e del 6 per cento in termini di valore.

Sul totale dei pagamenti gestiti dal sistema nel 2003, quelli interni agli Stati membri rappresentavano il 33 per cento in termini di valore e il 23 per cento in termini di volume, contro rispettivamente il 31 e il 21 per cento del 2002. Nell'ambito dei pagamenti interni agli Stati membri, il 95 per cento in valore e il 52 per cento in volume erano costituiti da operazioni interbancarie, mentre la parte restante era rappresentata da pagamenti per conto della clientela. Il valore medio dei pagamenti interbancari all'intero degli Stati membri è stato di 17 milioni di euro, quello dei pagamenti per conto della clientela all'interno degli Stati membri di 0,8 milioni di euro. Ulteriori informazioni sono fornite nella tavola 12.

<sup>9</sup> Target è l'acronimo di *Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer* (Sistema transeuropeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale).

**Tavola 12 Pagamenti gestiti da Target <sup>1)</sup>**

Volume delle transazioni	2002	2003	var. perc.
<b>Pagamenti complessivi</b>			
Totale	64.519.000	66.608.000	3
Media giornaliera	253.016	261.208	3
<b>Pagamenti all'interno degli Stati membri</b>			
Totale	50.785.315	51.354.924	1
Media giornaliera	199.158	201.392	1
<b>Pagamenti fra Stati membri</b>			
Totale	13.733.685	15.253.076	11
Media giornaliera	53.858	59.816	11
<b>Valore delle transazioni (in miliardi di euro)</b>			
<b>Pagamenti complessivi</b>			
Totale	395.635	420.749	6
Media giornaliera	1.552	1.650	6
<b>Pagamenti all'interno degli Stati membri</b>			
Totale	271.914	283.871	4
Media giornaliera	1.066	1.113	4
<b>Pagamenti fra Stati membri</b>			
Totale	123.721	136.878	11
Media giornaliera	485	537	11

Fonte: BCE.  
1) I giorni di operatività sono stati 255 sia nel 2002 sia nel 2003.

Nel 2003 la disponibilità complessiva di Target, ovvero la possibilità per i partecipanti di utilizzare il sistema durante l'orario operativo senza che si verificano malfunzionamenti, è stata pari al 99,79 per cento. Il sistema informativo di Target (*Target Information System*, TIS) è stato perfezionato, in modo da fornire agli utenti informazioni più dettagliate e tempestive nell'eventualità di disfunzioni.

#### INIZIATIVE RELATIVE AI PAGAMENTI DI IMPORTANZA SISTEMICA ALL'INTERNO DI TARGET

In relazione al ruolo specifico che il sistema Target svolge nel mercato e all'ampia copertura di mercato da esso offerta, è essenziale, ai fini del regolare funzionamento del sistema, assicurare un'adeguata protezione contro un'ampia gamma di rischi. Pertanto, risulta necessario affrontare adeguatamente gli aspetti di sicurezza all'interno del sistema Target. Fin dalla fase di sviluppo di Target è stata predi-

sposta una metodologia di valutazione delle situazioni di rischio. Nel 2003 il processo vigente di gestione del rischio è stato oggetto di una sostanziale revisione, da cui è scaturito un nuovo schema (*Target Risk Management Framework*), basato su standard internazionali.

In circostanze anomale riveste primaria importanza garantire che siano regolati in modo tempestivo i pagamenti di importanza sistemica, ovvero quei pagamenti che, se non immediatamente trattati, potrebbero costituire una fonte di rischio sistemico. A tal fine, le misure di emergenza previste per il sistema Target sono state ulteriormente potenziate. Nel 2003 è stata effettuata una serie di collaudi tra le banche centrali (talvolta con la partecipazione di banche commerciali) per verificare l'operabilità e l'interoperabilità di tutte le misure di emergenza nell'intero ciclo di trattamento dei pagamenti di Target.

Ne discende che l'Eurosistema si trova oggi in una condizione migliore per garantire che i sistemi di pagamento e i mercati finanziari siano in grado di continuare a funzionare ordinatamente in situazioni di crisi.

#### ALTRI CAMBIAMENTI

Le modifiche apportate alla rete di comunicazione di SWIFT, come la migrazione a SWIFT-Net FIN, sono obbligatorie per l'intera comunità di utenti. Esse potranno essere attuate dalle singole componenti di Target nei tempi giudicati più opportuni, ma la transizione dovrà comunque essere completata entro la fine del 2004.

#### STRUMENTI DISPONIBILI PER IL REGOLAMENTO NOTTURNO

Nel 2003 l'Eurosistema ha preso atto della tendenza dei sistemi di regolamento delle transazioni in titoli (SRT) a regolare nelle ore notturne i trasferimenti di strumenti finanziari, ricorrendo ai cosiddetti cicli di regolamento notturni. Nell'ambito di tali cicli, gli operatori SRT anticipano alla notte precedente alcune delle attività che avrebbero normalmente luogo il giorno successivo. Tuttavia, la data di valuta

per queste transazioni è quella della giornata operativa successiva. Il regolamento notturno offre ai partecipanti il vantaggio di avere certezza riguardo alle proprie posizioni effettive in contanti e titoli e di poter agire su tale base all'inizio dell'operatività diurna.

Rispondendo a una specifica richiesta del mercato, il Consiglio direttivo ha approvato un modello che consente il regolamento transfrontaliero in moneta di banca centrale del segmento in contanti riveniente dal ciclo di regolamento notturno per quegli operatori insediati in un paese diverso da quello dell'SRT. Il modello sarà adottato su base volontaria solo dalle banche centrali nazionali interessate. La soluzione elaborata dall'Eurosistema si avvale di garanzie bilaterali tra le banche centrali dell'area dell'euro, e più specificamente tra la banca centrale nazionale del paese dove ha sede il sistema e le banche centrali nazionali dei partecipanti insediati negli altri paesi. Le garanzie bilaterali consentono ai partecipanti di utilizzare i saldi dei propri conti di riserva presso la rispettiva banca centrale per il regolamento notturno in un SRT esterno al proprio paese di origine.

#### **RAPPORTI CON GLI UTENTI DI TARGET E CON I GESTORI DEI SISTEMI DI RTGS DI ALTRE AREE VALUTARIE**

Il SEBC intrattiene stretti rapporti con gli utenti di Target al fine di assicurare che alle loro esigenze sia prestata giusta considerazione e che esse trovino un'adeguata risposta. Come negli anni precedenti, anche nel 2003 si sono tenuti incontri periodici tra il SEBC e i gruppi nazionali di utenti (*Target user groups*). Sono state inoltre organizzate riunioni congiunte del *Target Management Working Group* del SEBC e del *Target Working Group* del settore bancario europeo per la discussione degli aspetti operativi relativi a Target. Le questioni strategiche sono state affrontate in seno al gruppo di contatto sulla strategia per i pagamenti in euro (*Contact Group on Euro Payments Strategy*, COGEPS), forum al quale partecipano esponenti dell'alta direzione delle banche commerciali e delle banche centrali.

L'Eurosistema, in qualità di gestore di uno dei maggiori sistemi RTGS al mondo, è in stretto contatto con altri gestori di sistemi analoghi in altre aree valutarie. L'intensificarsi delle interrelazioni, connesse ad esempio con l'operatività del sistema *Continuous Linked Settlement* (CLS), ha fatto emergere l'esigenza di discutere congiuntamente degli aspetti operativi.

## **2.2 IL SISTEMA TARGET2**

L'attuale struttura di Target è stata definita nel 1994 sulla base di un approccio basato sull'armonizzazione minima e sul collegamento tra le infrastrutture preesistenti. Tale approccio costituiva la soluzione migliore per assicurare che il sistema fosse operativo fin dall'avvio dell'UEM. Tuttavia, alla luce della crescente integrazione finanziaria nell'area dell'euro e della maggiore omogeneità delle esigenze operative degli utenti di Target, è emersa la necessità di migliorare il sistema.

Il 24 ottobre del 2002 il Consiglio direttivo ha fissato i principi che da allora ispirano la preparazione del sistema Target2. Il nuovo sistema dovrà: (a) offrire un livello di servizio ampiamente armonizzato, (b) applicare ai servizi armonizzati una struttura tariffaria unica, e (c) garantire l'efficienza in termini di costo. Al tempo stesso, le banche centrali nazionali continueranno a essere responsabili della gestione dei conti e dei rapporti con le rispettive comunità bancarie nazionali. Per quanto concerne l'infrastruttura tecnica di Target2, le banche centrali potranno utilizzare una stessa piattaforma tecnica, la cosiddetta piattaforma unica condivisa (*single shared platform*, SSP) per i servizi RTGS da esse offerti al sistema bancario.

Il progetto Target2 è articolato in tre fasi principali: la fase di pre-progettazione, quella di progettazione e la fase di verifica e collaudo. Il 2003 è stato dedicato alla prima fase, nel corso della quale si sono dovuti affrontare tre principali aree di lavoro, prima di poter procedere all'attività di progettazione tecnica nel

2004. La prima area ha avuto ad oggetto la definizione delle caratteristiche e delle funzioni fondamentali che verranno offerte da Target2 (ad esempio, i servizi per il trattamento e il regolamento dei pagamenti, gli aspetti relativi all'interfaccia, la gestione della liquidità, i servizi informativi, la continuità operativa e la sicurezza). La seconda area, concernente i profili di costo e di prezzo, ha riguardato principalmente la definizione di una metodologia di costo comune per Target2. La terza area è stata dedicata agli aspetti più specificamente connessi con la piattaforma unica condivisa.

Quale primo passo verso la definizione delle caratteristiche e delle funzioni basilari di Target2, nel dicembre del 2002 l'Eurosistema ha avviato una consultazione pubblica per conoscere il punto di vista dell'intera comunità di utenti Target sull'approccio da adottare per Target2, nonché sul livello di servizio da offrire<sup>10</sup>. Una sintesi dei commenti ricevuti, accompagnata dai singoli contributi, è stata pubblicata sul sito Internet della BCE il 14 luglio del 2003<sup>11</sup>. Tutti i partecipanti alla consultazione hanno accolto con favore l'iniziativa dell'Eurosistema volta al miglioramento della funzionalità e dell'efficacia di Target. Il settore bancario ha altresì sottolineato l'importanza del coinvolgimento degli utenti nel progetto Target2.

Il SEBC continuerà a consultare la comunità bancaria sugli aspetti rilevanti di Target2 durante tutto il corso del progetto. I commenti pervenuti nel quadro del processo di consultazione pubblica sono stati inoltre alla base della determinazione delle caratteristiche e delle funzioni di Target2. Gli attuali lavori preparatori sono altresì diretti ad assicurare la piena rispondenza del futuro sistema Target2 ai Principi fondamentali per sistemi di pagamento di importanza sistemica<sup>12</sup>, adottati quali standard minimi dal Consiglio direttivo.

Nell'ambito della seconda area di lavoro è stata elaborata una metodologia di costo comune per Target2 che sarà applicata da tutte le banche centrali. Essa fungerà da base per la determina-

zione di una struttura tariffaria unica per Target2, nonché per la valutazione del rispetto del requisito del recupero dei costi.

Per quanto riguarda la terza area, incentrata sugli aspetti afferenti la piattaforma condivisa, le discussioni tra le banche centrali interessate a partecipare alla piattaforma unica condivisa sono stati coordinati dalla BCE. L'Eurosistema ha iniziato ad affrontare le questioni relative agli assetti di *governance* e al finanziamento della SSP. La Banca d'Italia, la Banque de France e la Deutsche Bundesbank hanno avviato un'iniziativa congiunta per la realizzazione della piattaforma comune.

In aggiunta a queste tre aree di lavoro, nel 2004 sarà necessario definire un'adeguata struttura organizzativa del progetto, in modo da garantire un'efficace impostazione del lavoro di sviluppo nella fase di progettazione e un appropriato livello di coinvolgimento e di controllo da parte di tutte le banche centrali che intendono aderire alla SSP. Al livello di SEBC i preparativi sono volti a consentire l'avvio di Target2 il 2 gennaio del 2007. Tale scadenza risulta peraltro molto ravvicinata e sarà oggetto di valutazione in un nuovo studio di fattibilità, da svolgersi in un momento successivo nell'ambito della fase di pre-progettazione.

### 2.3 L'UTILIZZO DI ATTIVITÀ STANZIABILI TRA I PAESI DELL'UE

Le attività stanziabili a garanzia di tutti i tipi di operazioni di credito dell'Eurosistema possono essere utilizzate a livello transfrontaliero tramite il Modello di banche centrali corrispondenti (*Correspondent central banking model*, CCBM) o attraverso i collegamenti diretti (*eligible links*) tra gli SRT dell'UE. Mentre i collegamenti diretti costituiscono una soluzione

<sup>10</sup> Target2: i principi e la struttura, BCE, dicembre 2002.

<sup>11</sup> Sintesi dei commenti ricevuti su Target2 – i principi e la struttura, BCE, luglio 2003.

<sup>12</sup> Rapporto del Comitato per i sistemi di pagamento e di regolamento relativo ai Principi fondamentali per i sistemi di pagamento di importanza sistemica, BRI, gennaio 2001.

## Riquadro 8

### **PRASSI OTTIMALI PER GLI OPERATORI PARTECIPANTI A OPERAZIONI DI CCBM, CONCORDATE DALLA EUROPEAN BANKING FEDERATION, DALLO EUROPEAN SAVINGS BANK GROUP E DALLA EUROPEAN ASSOCIATION OF CO-OPERATIVE BANKS**

1. I depositari dovranno assicurarsi che i propri clienti siano informati delle regole/procedure applicabili alle istruzioni di CCBM. Tali regole/procedure si fonderanno il più possibile sulle prassi ufficiali vigenti sul mercato locale. I clienti devono attenersi a tali regole/procedure per consentire un trattamento rapido ed efficiente delle istruzioni.
2. Laddove possibile, il trattamento delle istruzioni di CCBM dovrebbe avvenire mediante procedure automatizzate. A riguardo, saranno utilizzati quanto più possibile canali elettronici di comunicazione tra i depositari e i loro clienti e le istruzioni saranno basate sugli standard ISO 15022.
3. In circostanze normali i depositari faranno il possibile per immettere le istruzioni di CCBM dei propri clienti nell'SRT locale entro 30 minuti dal momento della loro ricezione, a condizione che le istruzioni siano complete e corrette, e che il cliente disponga dei titoli da consegnare.
4. Il termine entro il quale i depositari tratteranno le istruzioni di CCBM giornaliere dei propri clienti sarà di 30 minuti prima del termine previsto dall'SRT locale (cfr. le tabelle dei paesi aggiornate regolarmente sul sito Internet della BCE: [www.ecb.int](http://www.ecb.int)). Tuttavia, sarà buona norma esortare i clienti a sottoporre le istruzioni con congruo anticipo rispetto al termine applicato dal depositario, al fine di evitare che si formino intasamenti e per concedere al depositario il tempo sufficiente per ovviare a eventuali errori o imprevisti.
5. Gli operatori di mercato dovranno assicurare che le informazioni siano immediatamente disponibili ai propri clienti, per consentire loro di tenere sotto osservazione lo stato delle istruzioni di CCBM da essi immesse.
6. I depositari concorderanno con i propri clienti soluzioni per identificare le istruzioni di CCBM e assegnare loro un ordine di priorità (se del caso). Tali soluzioni dovrebbero basarsi sugli standard ISO 15022, ove disponibili.
7. Qualora i depositari siano in grado di identificare le istruzioni di CCBM, essi faranno il possibile per informare i propri clienti di eventuali problemi di regolamento entro 15 minuti dalla loro individuazione.

elaborata dal mercato, il CCBM è offerto dall'Eurosistema.

L'ammontare di garanzie utilizzate su base transfrontaliera detenute dall'Eurosistema è cresciuto dai 234 miliardi di euro del dicembre 2002 ai 305 miliardi del dicembre 2003. Complessivamente, alla fine dello scorso anno le

garanzie utilizzate su base transfrontaliera rappresentavano il 40 per cento delle garanzie totali fornite all'Eurosistema. È questa una chiara indicazione della crescente integrazione dei mercati finanziari nell'area dell'euro. A seguito di tale processo, le controparti sono sempre più inclini a detenere in portafoglio attività situate in altri paesi dell'area.



## MODELLO DI BANCHE CENTRALI CORRISPONDENTI

Il CCBM, che è stato oggetto di ulteriori miglioramenti, resta il principale canale impiegato per il trasferimento transfrontaliero di garanzie. Le controparti dell'Eurosistema possono utilizzare le attività stanziabili a livello transfrontaliero: esse possono cioè ottenere fondi dalle rispettive banche centrali nazionali, a fronte di attività detenute in un altro paese dell'area dell'euro<sup>13</sup>. Il CCBM ha gestito il 34 per cento delle garanzie totali fornite all'Eurosistema. Le attività detenute in custodia tramite il CCBM sono salite da 195 miliardi di euro a fine 2002 a 259 miliardi di euro a fine 2003.

Allo scopo di migliorare il livello del servizio fornito dal CCBM, alla fine del 2002 il Consiglio direttivo ha deciso che, a partire dal gennaio 2004, le banche centrali nazionali avranno un'ora di tempo (*one-hour benchmark*) per effettuare le operazioni relative alle procedure interne del CCBM, a condizione che le controparti (e i relativi depositari in titoli) trasmettano correttamente le istruzioni. Gli scostamenti da tale *benchmark* orario saranno tuttavia tollerati in alcune circostanze, ad esempio in occasione di picchi di attività.

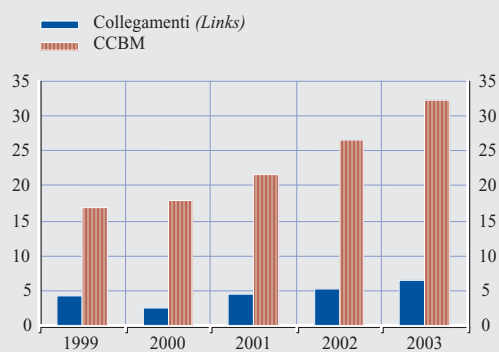
Dal momento che le banche depositarie svolgono spesso un ruolo importante nel ciclo di trattamento delle operazioni svolte dal CCBM, provvedendo alla consegna della garanzia per conto della controparte, le principali associazioni europee del settore creditizio (la European Banking Federation, lo European Savings Bank Group e la European Association of Co-operative Banks) hanno elaborato delle prassi ottimali (*best practices*) per le banche depositarie che partecipano alle operazioni di CCBM. Tali prassi, descritte nel riquadro 8 e in vigore dal gennaio 2004, forniscono agli operatori di mercato linee guida per massimizzare l'efficienza del CCBM.

## COLLEGAMENTI DIRETTI TRA SISTEMI NAZIONALI DI REGOLAMENTO TITOLI

Gli SRT nazionali possono essere collegati sulla base di accordi contrattuali e operativi per

consentire il trasferimento transfrontaliero delle attività da un sistema all'altro<sup>14</sup>. Una volta che i titoli sono stati trasferiti tramite tali collegamenti a un altro SRT, essi possono essere utilizzati secondo le procedure locali allo stesso modo di qualunque garanzia nazionale. Attualmente le controparti dispongono di 66 collegamenti, di cui solo un numero limitato è utilizzato attivamente. Inoltre, tali collegamenti coprono soltanto parte dell'area dell'euro e nessun nuovo collegamento è stato sottoposto a esame nel 2003. Le garanzie detenute tramite collegamenti sono cresciute dai 38 miliardi di euro del dicembre 2002 ai 46 miliardi del dicembre 2003, rappresentando però soltanto il 6 per cento del totale delle garanzie, transfrontaliere e nazionali, detenute dall'Eurosistema.

**Figura 31** Quote delle garanzie transfrontaliere in percentuale delle garanzie totali fornite all'Eurosistema



Fonte: BCE.

<sup>13</sup> Per ulteriori dettagli cfr. il paragrafo 6.6.1 di *L'attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro. Caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema*, BCE, febbraio 2004.

<sup>14</sup> Per maggiori dettagli, cfr. il paragrafo 6.6.2 di *L'attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro. Caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema*, BCE, febbraio 2004.

## 3 LE BANCONOTE E LE MONETE

### 3.1 LA CIRCOLAZIONE E LA GESTIONE DELLE BANCONOTE E DELLE MONETE IN EURO

#### DOMANDA DI BANCONOTE E MONETE IN EURO

Il sostanziale incremento delle banconote in euro in circolazione che si era osservato nel corso del 2002 dopo il periodo iniziale di sostituzione del contante si è protratto nel 2003. Fra gennaio e dicembre, il valore delle banconote in circolazione è aumentato del 21,7 per cento, passando da 358,5 a 436,2 miliardi di euro. Solo in gennaio esso ha subito una notevole flessione, del 5,3 per cento rispetto a dicembre 2002, per effetto del ridotto fabbisogno di contante degli agenti economici a inizio esercizio in linea con il normale ciclo annuale. In febbraio il valore delle banconote in euro in circolazione ha ripreso a crescere, aumentando costantemente a un tasso mensile medio del 2,1 per cento circa nella parte restante dell'anno. Il rafforzamento della domanda di banconote è conseguente all'accresciuto utilizzo della valuta sia come riserva di valore sia come moneta parallela nei paesi non appartenenti all'area dell'euro. Dalle statistiche risulta che, a fine dicembre 2003, circa il 9 per cento del valore delle banconote in circolazione era detenuto da non residenti nell'area.

Nel 2003 anche la quantità di banconote in circolazione è notevolmente aumentata, come risulta dal tasso del 10,1 per cento. Dopo un calo a gennaio dell'8,6 per cento, da 8,2 a

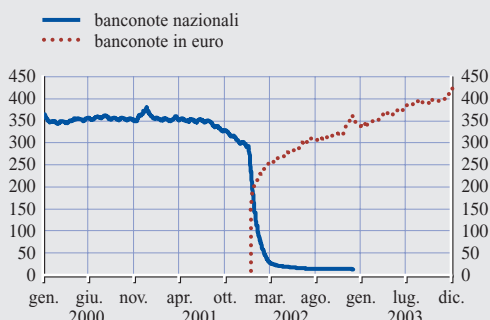
7,5 miliardi di pezzi, il numero di banconote è cresciuto a un ritmo contenuto durante l'anno, con picchi stagionali nel periodo estivo e verso la fine dell'anno, quando ha raggiunto il livello di 9,0 miliardi di pezzi. La figura 32 riporta l'andamento, in termini di valore, delle banconote nazionali e delle banconote in euro in circolazione dal 2000 al 2003, mentre la figura 33 mostra quello in termini di volume nel 2002 e nel 2003.

Sebbene, come si evince dalla figura 34, non si siano registrate variazioni significative nella ripartizione per taglio, una più attenta analisi dell'andamento dei tassi di crescita annui dei singoli tagli nel 2003 rivela un significativo aumento delle banconote di taglio più elevato. L'emissione delle banconote da 500 euro è quella che ha subito il maggior incremento, con un numero di pezzi in circolazione che è passato da 167 a 238 milioni, aumentando nell'arco dell'anno del 42,5 per cento. Il numero delle banconote da 50, 100 e 200 euro in circolazione è anch'esso sensibilmente aumentato, rispettivamente a un tasso annuo del 19,0, del 20,3 e del 12,1 per cento, mentre l'incremento delle banconote di valore inferiore è stato modesto: il 2,3 per cento per la banconota da 5 euro, il 2,5 per quella da 10 e il 4,0 per quella da 20.

A partire da gennaio 2003, in tutta l'area si è osservato un aumento permanente della

**Figura 32 Valore totale delle banconote in circolazione nel periodo 2000-2003**

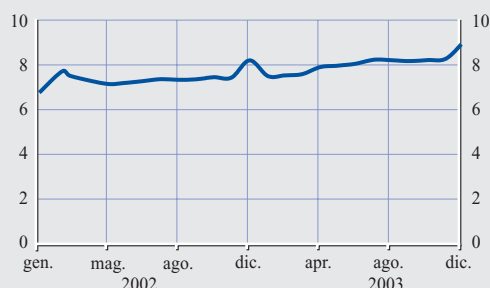
(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

**Figura 33 Numero totale delle banconote in euro in circolazione nel periodo 2002-2003**

(miliardi di pezzi)

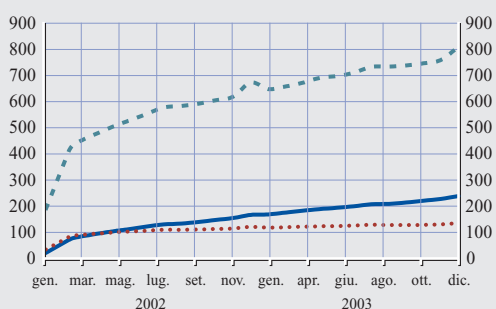


Fonte: BCE.

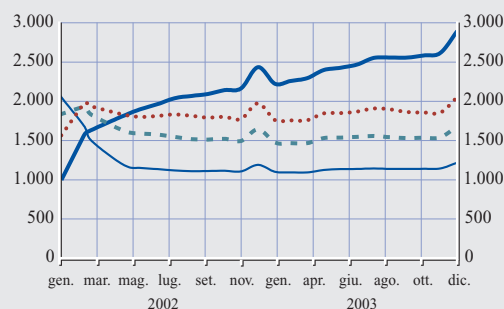
**Figura 34 Numero delle banconote in circolazione nel periodo 2002-2003**

(milioni di pezzi)

— 500 euro  
 ..... 200 euro  
 - - - 100 euro



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



Fonte: BCE.

domanda di monete in euro, che ha determinato un incremento in valore della circolazione del 13,7 per cento, da 12,4 a 14,1 miliardi di euro a fine dicembre. Nel corso dell'anno il numero di monete in circolazione è salito di 9,1 miliardi di pezzi, passando da 39,9 a 49,0 miliardi a fine 2003. Tale fenomeno è dovuto prevalentemente a un aumento della domanda di monete di basso valore (quelle da 1, 2 e 5 centesimi), che ha concorso per oltre due terzi all'aumento complessivo e che è imputabile a una tendenza all'accumulazione e al tasso di perdita relativamente elevato di questi tagli.

#### GESTIONE DELLE BANCONOTE DA PARTE DELL'EUROSISTEMA

Le banconote che rientrano alle BCN sono da queste autenticate e sottoposte a verifica qualitativa mediante apparecchiature sofisticate al fine di valutarne l'idoneità a un ulteriore utilizzo. Fra gennaio e dicembre 2003 sono stati introitati complessivamente dagli sportelli delle BCN 57,8 miliardi di banconote (per un valore nominale di 1.744 miliardi di euro), di cui 28,5 miliardi sono stati depositati e 29,3 ritirati dalle istituzioni creditizie e da altri clienti. Si è dovuto procedere alla distruzione di circa 2,7 miliardi di banconote in quanto non idonee a un ulteriore utilizzo. In generale la quota è in linea con l'esperienza delle BCN per

le banconote nazionali trascorso un analogo periodo di tempo dalla loro introduzione.

#### 3.2 L'EVOLUZIONE DELLA CONTRAFFAZIONE DELLE BANCONOTE IN EURO E I RELATIVI DETERRENTI

##### CONTRAFFAZIONE DELLE BANCONOTE IN EURO

Nel 2002, quando le banconote in euro costituivano una novità, il livello di contraffazione è stato eccezionalmente basso. Ciò è ascrivibile in parte ai sofisticati elementi di sicurezza delle banconote stesse, ma anche al fatto che i falsificatori non hanno avuto sufficiente tempo per adeguarsi ai nuovi biglietti. Nel 2003, secondo anno di utilizzo, il numero delle contraffazioni individuate è stato inevitabilmente superiore a quello dell'anno precedente: i biglietti falsi ricevuti durante l'anno dai centri nazionali di analisi (CNA)<sup>15</sup> sono stati in totale 551.287. La moneta unica resta una valuta a elevata protezione. Tuttavia le tecnologie di contraffazione disponibili migliorano con il tempo e diventano sempre più economiche. Inoltre, l'euro è una valuta di largo uso a livello internazionale, il che la rende più incline alla

<sup>15</sup> Centri istituiti in ciascuno degli Stati membri dell'UE per l'analisi iniziale delle banconote in euro contraffatte svolta a livello nazionale.

contraffazione. Nel complesso, il tasso di contraffazione non ha seguito un andamento di crescita costante nel 2003, bensì si sono osservate fluttuazioni stagionali in coincidenza con i periodi di elevata circolazione di banconote autentiche, durante le vacanze natalizie e quelle estive.

Le banconote false erano così ripartite per taglio:

	5 euro	10 euro	20 euro	50 euro
Quantità	2.733	5.476	152.061	321.623
Percentuale	0,5	1,0	27,6	58,3

	100 euro	200 euro	500 euro	Totale
Quantità	53.668	14.776	950	551.286
Percentuale	9,7	2,7	0,2	100,0

Sebbene il taglio da 50 euro resti l'obiettivo preferito per le contraffazioni, si è osservato rispetto al 2002 un marcato spostamento dei falsi da questa banconota a quella da 20 euro.

I mezzi di informazione hanno richiamato l'attenzione sull'esistenza di contraffazioni di elevata qualità ma il loro numero è estremamente modesto e il metodo basato sulle tre parole chiave "toccare, guardare, muovere" resta sufficiente a individuare quasi tutte le fattispecie.

#### DETERRENTI ALLA CONTRAFFAZIONE

Oltre all'accordo di cooperazione concluso con l'Europol nel 2002, la BCE ha stipulato nel 2003 accordi analoghi con l'Interpol e con diverse banche centrali di paesi in procinto di aderire all'Unione europea. La BCE e le BCN si sono altresì adoperate nella formazione di esperti della gestione del contante, sia all'interno che all'esterno dell'UE, ai fini del riconoscimento e del trattamento delle banconote contraffatte.

Il Centro di analisi della contraffazione presso la BCE e i CNA collaborano con la polizia nella lotta alla contraffazione, mentre i tecnici dei CNA forniscono su richiesta perizie e relazioni tecniche alle autorità giudiziarie.

Inoltre, l'Eurosistema ha incrementato il proprio contributo alla cooperazione internazio-

nale in tema di misure di deterrenza alla contraffazione sotto gli auspici dei governatori del G10. La BCE ha sviluppato una struttura di supporto tecnico, denominata *International Counterfeit Deterrence Centre* (ICDC), per la comunità internazionale. L'ICDC aggiorna l'analisi dei rischi attraverso una valutazione continua di nuove apparecchiature di riproduzione e di nuovi sistemi di deterrenza alla contraffazione.

#### ASSICURARE LA FUTURA INTEGRITÀ DELLE BANCONOTE IN EURO

Le caratteristiche di sicurezza delle banconote "invecchiano" dal momento dell'emissione. Con il crescere della consapevolezza da parte dei falsificatori di una caratteristica di sicurezza inizialmente valida, cresce anche il rischio che tale caratteristica sia riprodotta. Al pari di altre valute internazionali, tale fenomeno è stato osservato sull'euro a partire dalla sua introduzione e in misura crescente nel 2003. Questa minaccia aumenta via via che altre autorità deputate al design di banconote adottano l'euro come standard tecnico e optano per caratteristiche di sicurezza simili. Pertanto, la ricerca e lo sviluppo (R&S) di nuove caratteristiche di sicurezza svolgono un ruolo importante nell'assicurare la futura integrità delle banconote in euro. Nel cercare nuovi elementi di sicurezza da assumere a paradigma nel lungo termine, l'Eurosistema ha sviluppato una metodologia per la valutazione e per il finanziamento delle proposte di R&S sulla base più ampia possibile. Lo studio di nuove caratteristiche di sicurezza è integrato da programmi di sviluppo che consentono di ovviare allo sfasamento fra ricerca e produzione.

### 3.3 L'EMISSIONE E LA PRODUZIONE DI BANCONOTE

#### RUOLO DELL'EUROSISTEMA NEL CICLO DEL CONTANTE

Il Consiglio direttivo ha sottolineato in varie occasioni l'importanza di condizioni di parità concorrenziale per i servizi di cassa e una serie di misure sono già state adottate per favorire un

contesto di equa concorrenza. Nel 2002 l'Euro-sistema ha attuato una politica tariffaria comune per le operazioni di cassa effettuate da clienti professionali agli sportelli delle BCN e ha definito un approccio comune in materia di orari di apertura e di regole per l'addebito/accredito di movimenti di banconote presso le BCN. Inoltre, sono stati pubblicati i criteri generali per l'utilizzo delle apparecchiature di introito e di esito del contante<sup>16</sup>, per le quali è stata fissata nel 2003 una procedura comune di controllo. Le verifiche attuate in osservanza di tale procedura comune in qualsiasi BCN dell'area dell'euro sono valide in tutti i paesi ad essa appartenenti. Le procedure di controllo prevedono uno standard elevato di queste apparecchiature per la ritenzione di banconote contraffatte o sospette e per la separazione di quelle non più idonee alla circolazione al fine di contribuire all'elevata qualità del circolante. Debita attenzione è stata prestata anche alla convenienza di impiego e alle capacità tecniche di tali apparecchiature. Numerosi produttori hanno già completato con successo i controlli, contribuendo quindi a standard elevati nel trattamento e nell'introito/esito delle banconote. Oltre alle misure già in essere, l'Eurosistema continua ad approfondire altri aspetti del ciclo del contante con l'obiettivo di assicurare un'offerta efficace ed efficiente di contante e di preservarne l'integrità.

La BCE e la Commissione europea organizzano congiuntamente due incontri all'anno in cui vengono discusse tematiche inerenti all'utilizzo del contante. Fra i partecipanti si annoverano rappresentanti del settore bancario, delle associazioni di consumatori e di dettaglianti, delle imprese che gestiscono distributori automatici e delle società di trasporto valori. La BCE partecipa anche, in qualità di osservatore, al *Cash Working Group* sotto l'egida del Consiglio europeo per i pagamenti, che è stato istituito dalle European Credit Sector Associations e dalle principali banche.

**Tavola 13 L'assegnazione della produzione di banconote nel 2003**

Taglio	Quantità (in milioni di banconote)	BCN incaricate della produzione
5 euro	110	FR
10 euro	999,1	DE, GR, IE, AT
20 euro	1.071,1	FR, ES, NL, PT, DE
50 euro	657	IT, BE, ES, NL
100 euro	122	IT, FI
200 euro	133	DE, LU
500 euro	0 <sup>1)</sup>	
Totale	3.092,2	

Fonte: BCE.

1) Le riserve logistiche di banconote da 500 euro derivanti dalla produzione iniziale sono state ritenute sufficienti a coprire il fabbisogno per il 2003.

#### ACCORDI DI PRODUZIONE E FUTURA PRODUZIONE DI BANCONOTE

Nell'aprile 2001 il Consiglio direttivo ha deciso che, negli anni successivi, la produzione di banconote in euro sarebbe stata realizzata in base a un sistema di "pooling decentrato". Secondo tale modello, ciascuna BCN dell'area dell'euro è responsabile dell'approvvigionamento di una quota del fabbisogno di banconote a essa assegnata per determinati tagli. La tavola 13 fornisce una panoramica dell'assegnazione delle quote di produzione alle BCN sulla base di tale modello.

Il fabbisogno di produzione complessivo nel 2003 è stato pari a 3,1 miliardi di pezzi, a fronte dei 4,8 miliardi del 2002.

È stato intrapreso un impegno di portata significativa nello sviluppo di una strategia futura per l'approvvigionamento delle banconote. Il Consiglio direttivo ha condotto un'approfondita analisi sulla possibilità di applicare procedure di gara a medio termine per la fornitura di materie prime e per la produzione delle banconote in euro. Il Consiglio direttivo ha deciso che, al più tardi entro il 2012, verrà data piena attuazione a un approccio comune dell'Eurosistema basato sulla concorrenza tramite procedure di gara. Le BCN che si avvalgono di

<sup>16</sup> Le macchine per l'introito ed esito del contante sono unità operative indipendenti, utilizzabili autonomamente dalla clientela, in grado di accettare, gestire e distribuire banconote.

stamperie interne o pubbliche potranno astenersi dal partecipare a tale approccio comune.

### **SOSTEGNO ALLA PRODUZIONE DELLE MONETE IN EURO**

I paesi membri sono responsabili della produzione delle monete in euro. La BCE ha continuato a svolgere un ruolo di valutatore indipendente della qualità delle monete coniate, comprendente il continuo sostegno e il mantenimento di un sistema comune di gestione della qualità in tutte le “zecche” nazionali che producono monete in euro. La produzione di monete nel 2003 ha raggiunto i 4,8 miliardi di pezzi, a fronte dei 6,2 miliardi del 2002.

### **SECONDA SERIE DI BANCONOTE IN EURO**

L'obiettivo principale sotteso al rinnovo dei disegni delle banconote è quello di stare al passo con l'evoluzione tecnica per garantire che esse mantengano un elevato grado di protezione contro la contraffazione, pur contenendo caratteristiche di sicurezza riconoscibili dal pubblico. Le autorità emittenti, pertanto, tendono ad aggiornare gradualmente le banconote dopo alcuni anni di circolazione. In linea con tale prassi, la BCE ha iniziato a progettare una seconda serie di banconote in euro, per la quale saranno necessari alcuni anni prima dell'inizio della fase di produzione e dell'emissione.

Sebbene non sia stata ancora fissata una data di emissione per questa seconda serie, si prevede che essa possa collocarsi verso la fine di questo decennio. Le banconote saranno emesse un taglio alla volta, a intervalli di tempo determinati, di modo che saranno necessari alcuni anni prima che tutti i tagli siano introdotti. I disegni della seconda serie saranno basati sul tema della serie attuale, “epoche e stili”, a indicarne la continuità.

### **BANCONOTE DI PICCOLO TAGLIO**

Fin dal completamento della sostituzione del contante è stata avanzata l'idea che sarebbe stato utile introdurre banconote di piccolo taglio, da 1 e/o 2 euro, con l'argomentazione che in alcuni paesi la popolazione, abituata a usare banconote di basso valore con la prece-

dente valuta nazionale, ha trovato difficoltà ad adattarsi alla linea di demarcazione relativamente elevata fra la moneta da 2 euro e la banconota da 5. È stata altresì addotta la motivazione che i consumatori tendono ad associare le monete a valori modesti.

Il Consiglio direttivo ha deciso di riprendere in esame la possibilità di emettere banconote di piccolo taglio nell'autunno 2004, quando si sarà acquisita maggiore dimestichezza con l'utilizzo delle banconote e delle monete in euro, sia all'interno che all'esterno dell'area dell'euro.

## 4 LE NOVITÀ E I MIGLIORAMENTI IN AMBITO STATISTICO

La BCE, assistita dalle banche centrali nazionali, raccoglie un'ampia gamma di statistiche che consentono al SEBC di adempiere ai propri compiti. Come negli anni precedenti, anche nel 2003 la produzione di statistiche si è svolta in maniera regolare. Tuttavia, la BCE e le BCN ritengono che siano ancora necessari ulteriori miglioramenti.

Al riguardo, nell'anno trascorso sono state intraprese varie iniziative volte a incrementare la disponibilità e la qualità delle statistiche per l'area dell'euro, minimizzando al tempo stesso l'onere in capo alle entità segnalanti. Sono stati inoltre compiuti progressi relativamente a quelle statistiche raccolte ed elaborate dalla Commissione europea (Eurostat) e dagli istituti nazionali di statistica che la BCE utilizza in maniera intensiva.

### 4.1 LE NUOVE STATISTICHE

Nel dicembre 2003 la BCE ha pubblicato nuove statistiche armonizzate sui tassi di interesse delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM). Le nuove statistiche riguardano 45 tassi di interesse dell'area dell'euro che le IFM applicano ai depositi e ai prestiti nei confronti di famiglie e società non finanziarie (cfr. anche la sezione 2.1 del capitolo 1). Le statistiche mensili sui tassi di interesse si riferiscono sia alle consistenze in essere sia alle nuove operazioni e forniscono un quadro esaustivo e armonizzato del livello dei tassi di interesse praticati dalle IFM, della loro variazione nel tempo e dei volumi di attività associati. I requisiti per le statistiche sui tassi di interesse delle IFM sono stabiliti nel Regolamento BCE/2001/18. Tutte le relative informazioni, incluso il manuale sui tassi di interesse delle IFM e le note metodologiche, sono reperibili sul sito Internet della BCE.

A partire dal settembre 2003 la BCE pubblica ulteriori informazioni di dettaglio sugli aggregati monetari e le loro contropartite. Le stime stagionalizzate coprono ora l'intero bilancio consolidato del settore delle IFM. Inoltre la frequenza dei dati sulla scomposizione setto-

riale dei depositi, prestiti e titoli in portafoglio è stata innalzata da trimestrale a mensile. Le rivalutazioni di alcune poste del bilancio delle IFM, come le cancellazioni/svalutazioni di prestiti, utilizzate nel calcolo delle contropartite creditizie degli aggregati monetari sono ora disponibili separatamente su base armonizzata.

In seguito all'adozione nel 2002 dell'Indirizzo BCE/2002/7 relativo ai requisiti di segnalazione statistica della BCE in materia di conti finanziari trimestrali, a partire dal febbraio 2003 sono stati forniti alla BCE dati supplementari sia sulle transazioni sia sulle consistenze di attività e passività delle imprese di assicurazione e dei fondi pensione.

Per quanto riguarda le statistiche sulle istituzioni finanziarie non monetarie diverse dalle imprese di assicurazione e dai fondi pensione, sono stati pubblicati per la prima volta nel gennaio 2003 dati sui bilanci dei fondi di investimento, compresa una scomposizione dettagliata per tipologia di fondo. Queste statistiche trimestrali sono elaborate sulla base dei dati correntemente disponibili a livello nazionale e non sono ancora completamente armonizzate a livello di area dell'euro. Inoltre, a partire dal gennaio 2003 sono stati resi disponibili dati mensili sulle azioni quotate emesse da residenti dell'area, ripartiti per settore emittente. Dalla stessa data è stato infine utilizzato un metodo perfezionato per il calcolo dei tassi di crescita dei titoli di debito.

Relativamente alle statistiche per l'area dell'euro elaborate da Eurostat, la novità più importante riguarda la pubblicazione di stime preliminari del PIL, basate sui dati di un sottinsieme di paesi che producono stime di questo tipo, e di statistiche sui nuovi ordini nell'industria.

Come elemento di ulteriore integrazione delle statistiche, nel giugno 2003 la BCE ha pubblicato per la prima volta la presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti. Tale presentazione fornisce un importante collegamento tra le transazioni nelle contropartite estere di

M3 e quelle di soggetti diversi dalle IFM nella bilancia dei pagamenti. Dal momento che le variazioni delle attività nette verso l'estero del settore delle IFM riflettono in ampia misura transazioni con l'estero di residenti dell'area dell'euro non appartenenti a tale settore, questa nuova presentazione accresce la coerenza tra i dati monetari e quelli della bilancia dei pagamenti. In questo contesto, la raccolta di informazioni separate su prestiti e depositi all'interno del conto "altri investimenti" faciliterà anche il monitoraggio dell'evoluzione delle attività liquide sull'estero detenute da soggetti diversi dalle IFM.

#### 4.2 LA STRATEGIA DI MEDIO TERMINE PER LE STATISTICHE

Nel 2003 la BCE ha perseguito una strategia di medio termine mirata al miglioramento delle statistiche e del loro grado di integrazione e di diffusione. Gli elementi fondamentali della strategia sono i seguenti:

- preparare e incorporare dati sui paesi aderenti, dapprima quali membri dell'UE e in futuro quali membri dell'area dell'euro;
- creare un sistema integrato di conti finanziari e non finanziari trimestrali per l'area dell'euro e accrescere la coerenza concettuale e numerica del quadro dei dati utilizzati nell'analisi economica e monetaria. Il sistema dei conti trimestrali sarà elaborato per l'intera economia dell'area dell'euro e sarà articolato per vari settori istituzionali;
- espandere ulteriormente le statistiche della BCE; ciò prevede l'istituzione per l'area dell'euro di un archivio centralizzato dei titoli (*Centralised Securities Database*, CSDB) e di un *database* sui mercati finanziari (*Financial Markets Database*), che agevoleranno la produzione di statistiche coerenti e accurate sui mercati dei titoli e sui mercati finanziari. Il CSDB contribuirà inoltre alla produzione di dati più precisi sugli investimenti di portafoglio nelle stati-

stiche della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero;

- ampliare il quadro di riferimento statistico per il monitoraggio e l'analisi della stabilità finanziaria;
- monitorare e far fronte alle innovazioni finanziarie e ad altri sviluppi con potenziali implicazioni rilevanti per le statistiche, quali i nuovi standard contabili internazionali (*International Accounting Standards*, IAS) e il Nuovo Accordo di Basilea sul capitale;
- migliorare la diffusione delle statistiche;
- promuovere la tempestività e l'elevata qualità dei dati economici per l'area dell'euro, elaborati da Eurostat sulla base dei contributi degli istituti nazionali di statistica, ad esempio applicando il principio di "precedenza all'Europa", che esorta gli istituti nazionali a dare priorità al loro contributo alle statistiche per l'area dell'euro, in particolare i Principali indicatori economici europei, e a realizzare un migliore coordinamento, ad esempio in relazione ai calendari di pubblicazione e alle politiche di revisione dei dati;
- partecipare attivamente ai forum per l'elaborazione di standard internazionali, con lo scopo di conseguire una maggiore coerenza dei dati fondamentali contenuti nelle diverse tipologie di statistiche fornite dalle imprese.

Al fine di migliorare la diffusione delle statistiche, dall'agosto 2003 la BCE pubblica il fascicolo mensile *Statistics Pocket Book*, che presenta i più importanti dati aggiornati sull'area dell'euro in un pratico formato.

#### 4.3 I MIGLIORAMENTI DELL'ASSETTO GIURIDICO E ISTITUZIONALE DELLE STATISTICHE

La BCE, insieme alle banche centrali nazionali e in cooperazione con altre istituzioni europee



e internazionali, è altresì impegnata nel rafforzamento dell'assetto giuridico e istituzionale per la raccolta, l'elaborazione e la diffusione delle statistiche.

La BCE ha aggiornato l'Indirizzo relativo a taluni requisiti di segnalazione statistica previsti dalla BCE e alle procedure di segnalazione da parte delle BCN nel settore delle statistiche monetarie e bancarie (pubblicato come Indirizzo BCE/2003/2), nonché il Regolamento sulla produzione di statistiche sul bilancio consolidato del settore delle IFM (pubblicato come Regolamento BCE/2001/13), affinché queste coprano alcune posizioni a fronte dei paesi aderenti e delle loro valute fin dal momento della loro adesione il 1° maggio 2004. Inoltre, nel maggio 2003 è stato pubblicato come Indirizzo BCE/2003/7 un aggiornamento dell'Indirizzo in materia di statistiche della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero, che migliorerà ulteriormente tali statistiche a livello di area dell'euro fornendo, tra l'altro, una scomposizione settoriale e geografica più dettagliata dei flussi di bilancia dei pagamenti e delle consistenze relative alla posizione patrimoniale sull'estero.

Per quanto concerne il quadro istituzionale, nel marzo 2003 la BCE e la Commissione europea (Eurostat) hanno firmato un aggiornamento del Memorandum d'intesa in materia di statistiche economiche e finanziarie. Il documento definisce le rispettive responsabilità, e gli ambiti di cooperazione, delle due istituzioni, nel rispetto delle disposizioni giuridiche contenute nell'articolo 285 del trattato e nell'articolo 5 dello Statuto del SEBC. La responsabilità primaria per le statistiche monetarie e bancarie, comprese quelle relative ai mercati finanziari, rimane in capo alla BCE, mentre quella per le statistiche economiche generali continua a spettare alla Commissione europea. Le responsabilità per le statistiche sulla bilancia dei pagamenti restano condivise. Alla BCE compete inoltre la responsabilità primaria per le statistiche relative a riserve internazionali, tassi di cambio effettivi nominali e reali dell'euro e conti finanziari trimestrali per l'area

dell'euro. Per i conti annuali degli Stati membri disaggregati per settore istituzionale continua a essere principale responsabile la Commissione europea, mentre lo sviluppo dei conti trimestrali non finanziari dei settori istituzionali e dell'infrastruttura statistica (ad esempio destagionalizzazione e standard di trasmissione dei dati) costituisce una responsabilità congiunta.

Inoltre, nel 2003 una *Task Force* congiunta della BCE e della Commissione europea (Eurostat) ha individuato gli elementi più rilevanti per la qualità delle statistiche della bilancia dei pagamenti e ha elaborato indicatori quantitativi per il monitoraggio della qualità. Tali indicatori per l'area dell'euro andranno a inserirsi in una valutazione complessiva e saranno pubblicati all'interno di rapporti annuali sulla qualità. Infine, la BCE e la Commissione europea (Eurostat) hanno lavorato in stretta cooperazione alla preparazione dell'elenco dei Principali indicatori economici europei mensili e trimestrali che dovrebbero essere resi disponibili molto più rapidamente rispetto a quanto avviene oggi, grazie a un più tempestivo contributo degli Stati membri.

## 5 LA RICERCA ECONOMICA

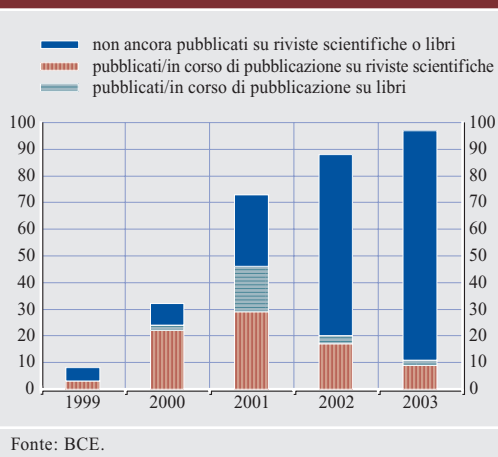
Scopo della ricerca economica presso la BCE è quello di fornire una solida base concettuale ed empirica per la conduzione della politica economica, nonché quello di migliorarne la comunicazione ai mercati e al pubblico. Una ricerca di elevata qualità è essenziale per garantire che la BCE sia adeguatamente equipaggiata a far fronte alle sfide senza precedenti poste dalla realizzazione di una politica monetaria unica per un gruppo di paesi sovrani. La funzione più importante della ricerca economica all'interno dell'Eurosistema consiste nell'accrescere la conoscenza sul funzionamento dell'economia dell'area dell'euro e, più specificamente, nel fornire modelli, strumenti e analisi rilevanti per la conduzione della politica monetaria e l'adempimento di altri compiti dell'Eurosistema. Un esempio di tale orientamento della ricerca a sostegno delle decisioni è fornito dal ruolo svolto nella valutazione della strategia di politica monetaria della BCE, in cui vari studi sono serviti da base di riferimento per le riflessioni del Consiglio direttivo (cfr. il riquadro 1).

### 5.1 I TEMI DI RICERCA

Il programma di ricerca per il 2003 può essere suddiviso in sei filoni: strategia, regole e indicatori di politica monetaria; trasmissione della politica monetaria; mercati e istituzioni finanziari; economia e finanza internazionali; modellizzazione macroeconomica dell'area dell'euro; questioni generali di ordine economico e strutturale. Gran parte degli studi è dapprima presentata nella serie dei *Working Paper* e – in misura minore – in quella degli *Occasional Paper* della BCE, nonché in occasione di conferenze e seminari, per poi essere pubblicata in riviste accademiche o in libri<sup>17</sup>.

La figura 35 mostra il crescente volume di ricerca prodotta dal 1999 e l'elevato numero di studi già pubblicati, o in corso di pubblicazione, nella stampa specializzata<sup>18</sup>. Dalla figura 36 emerge come l'attività di ricerca presso la BCE sia incentrata su temi di rilevanza per l'attività di *policy*; i *Working Paper* sono raggruppati per materia, utilizzando la

Figura 35 Pubblicazione di *Working Paper* della BCE



classificazione del *Journal of Economic Literature*: l'argomento più comune è macroeconomia ed economia monetaria, seguito da metodi matematici e quantitativi e poi da economia internazionale e finanziaria.

### 5.2 I NETWORK DI RICERCA

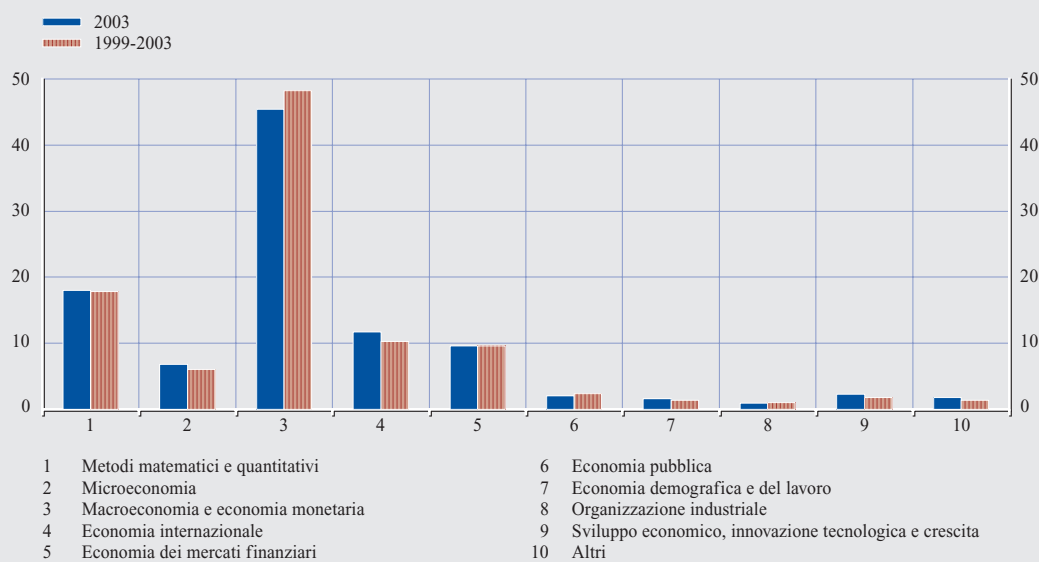
In molti casi l'attività di ricerca della BCE è condotta nel quadro di *network* organizzati, ovvero di gruppi di ricercatori che insieme portano avanti progetti di ampio respiro e con finalità molteplici. I *network* possono raccogliere economisti provenienti dalla BCE, da banche centrali nazionali dell'area dell'euro, da altre banche centrali o da organizzazioni che svolgono attività di *policy*, nonché rappresentanti di istituzioni accademiche. La BCE partecipa ai *network* occupandosi del coordinamento e del supporto organizzativo, da sola o in collaborazione con altre istituzioni. Nel 2003

<sup>17</sup> Per alcune statistiche descrittive sulla portata della ricerca prodotta presso la BCE, cfr. V. Gaspar e J. L. Vega (2002), "Research at a policy making institution: launching research at the ECB", *Swiss Journal of Economics and Statistics*, vol. 138, n. 4, pagg. 359-376.

<sup>18</sup> La serie dei *Working Paper* della BCE accoglie lavori di ricerca svolti dal personale della BCE e da visitatori. Lavori di ricercatori non della BCE possono comparire nella serie qualora essi siano stati realizzati nell'ambito di iniziative di ricerca coordinate dalla BCE o presentati in conferenze o seminari organizzati dalla BCE.

**Figura 36 Working Paper Series della BCE: classificazione del *Journal of Economic Literature***

(in percentuale)



Fonte: BCE.

l'attività dei *network* di ricerca è stata particolarmente intensa: la BCE si è occupata per esempio dello studio dei mercati dei capitali e dell'integrazione finanziaria in Europa insieme con il *Center for Financial Studies* dell'Università Johann Wolfgang Goethe di Francoforte (cfr. il riquadro 10).

Un progetto di ricerca di grande rilievo completato nel 2003 è stato quello svolto dal *network* dell'Eurosistema sul meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Varato nel 1999 dalla BCE e dalle banche centrali nazionali dell'area dell'euro, esso ha analizzato l'impatto della politica monetaria unica sull'economia dell'area. Il progetto ha raccolto, in modo esauriente, evidenza empirica sul meccanismo di trasmissione. I partecipanti hanno condotto studi approfonditi sulla base di dati sia macroeconomici sia microeconomici, focalizzando l'analisi sulle scelte di investimento delle imprese e sul ruolo delle banche nel processo di trasmissione. L'indagine ha previsto inoltre un raffronto tra i meccanismi di trasmissione nell'area dell'euro e negli Stati Uniti. Dal progetto sono scaturiti numerosi

*working paper* e articoli pubblicati in riviste, nonché un libro contenente i risultati completi della ricerca, edito nel novembre del 2003<sup>19</sup>. Benché il lavoro del *network* si fondi prevalentemente su dati relativi al periodo antecedente l'introduzione dell'euro, parte delle ricerche che dal *network* hanno preso le mosse hanno documentato nel 2003 l'evidenza empirica relativa al periodo successivo al 1999.

Sempre nello scorso anno, con lo scopo di acquisire una migliore comprensione delle dinamiche dell'inflazione nell'area dell'euro e nei singoli paesi partecipanti, è stato istituito un *network* dell'Eurosistema sulla persistenza dell'inflazione, cui partecipano ricercatori della BCE e di tutte le banche centrali nazionali dell'area dell'euro. Per lo studio del fenomeno il *network* si avvale di un'ampia gamma di dati, comprendente dati sui prezzi al consumo e alla produzione a livello individuale e settoriale, dati macroeconomici sull'inflazione e dati

<sup>19</sup> Angeloni, I., Kashyap A. e Mojon B. (a cura di) (2003), *Monetary policy transmission in the euro area*, Cambridge University Press.

prodotti da inchieste congiunturali. I risultati del lavoro sono attesi per il 2004 e il 2005.

Lo *Euro Area Business-Cycle Network*, organizzato in collaborazione con il Centre for Economic Policy Research (CEPR), offre un forum per l'analisi del ciclo economico nell'area dell'euro. A esso partecipano ricercatori provenienti da istituzioni accademiche, banche centrali e altre istituzioni che svolgono attività di *policy*. Nel 2003 il *network* ha dato vita a due seminari e, nel mese di dicembre, ha tenuto presso la BCE la sua prima conferenza, sulle principali fonti di shock esogeni per le economie del G7 e per l'area dell'euro<sup>20</sup>.

Il progetto internazionale sulla flessibilità del salario, sponsorizzato dalla BCE insieme all'*Institute for the Study of Labour* (IZA) di Bonn e organizzato dalla Federal Reserve Bank di New York e dalla *Brookings Institution*, fornisce una sede di discussione per i ricercatori di 13 paesi che studiano la portata e la natura delle rigidità salariali, utilizzando dati individuali. Un'enfasi particolare è posta sulla comparabilità delle metodologie e dei risultati. Un incontro di esperti si è tenuto in occasione dell'assemblea dell'*American Economic Association* nel 2003, mentre la conferenza conclusiva si terrà presso la BCE nel giugno del 2004.

### 5.3 I MODELLI MACROECONOMETRICI DELL'AREA DELL'EURO

I modelli econometrici sono utilizzati in modo diretto e indiretto nel processo decisionale della politica monetaria: si pensi, ad esempio, alla preparazione delle proiezioni macroeconomiche, i cui risultati principali sono pubblicati con cadenza semestrale nel Bollettino mensile<sup>21</sup>. La costruzione di modelli ha inoltre agito da catalizzatore per l'elaborazione di nuovi dati statistici; un importante esempio al riguardo è la banca dati macroeconomici dell'*Area-Wide Model*, disponibile sul sito Internet della BCE e ampiamente utilizzato da ricercatori in tutto il mondo.

Nel 2003 sia la BCE sia le banche centrali nazionali sono state molto attive nel campo della modellizzazione econometrica. La tipologia di modelli utilizzati per l'area dell'euro include, ad esempio, i tradizionali modelli macroeconomici e di analisi delle serie storiche, nonché quelli allo stato attuale più avanzati quali i modelli dinamici fattoriali, i modelli strutturali autoregressivi vettoriali e quelli stocastici di equilibrio generale. Questo tipo di lavoro, e la relativa attività di cooperazione, si stanno attualmente estendendo per coinvolgere le banche centrali dei nuovi paesi membri.

### 5.4 LE CONFERENZE E I PROGRAMMI DI VISITA

Nell'ambito del suo più generale impegno per uno scambio continuo e attivo con il mondo accademico, la BCE provvede o partecipa all'organizzazione di varie conferenze e seminari sui temi attinenti i suoi principali interessi. Attualmente esistono due importanti eventi ricorrenti. Il primo è la *Central Banking Conference* della BCE, una conferenza biennale dedicata ad argomenti di particolare rilevanza per la BCE. Essa si rivolge a figure di alto livello provenienti da banche centrali, istituzioni internazionali ed europee e istituzioni accademiche, nonché a personale della stampa specializzata in problematiche finanziarie. Gli atti della conferenza sono pubblicati. Il secondo evento ricorrente è la serie di conferenze sponsorizzate dall'*International Research Forum on Monetary Policy* e organizzate insieme al Board of Governors del Federal Reserve System, al *Center for Financial Studies* dell'Università Johann Wolfgang Goethe (Francoforte) e al *Center for German and European Studies* della Georgetown University (Washington D.C., Stati Uniti). L'iniziativa è dedicata all'indagine degli aspetti di politica monetaria che hanno rilevanza in una

20 Per maggiori informazioni su questo *network*, si veda il sito [www.eabcn.org](http://www.eabcn.org).

21 Per maggiori informazioni sugli esercizi di proiezione, si veda il documento intitolato *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, giugno 2001.

prospettiva globale. La seconda conferenza della serie si è tenuta nel novembre del 2003 presso il Board of Governors del Federal Reserve System<sup>22</sup>.

L'interazione con i ricercatori ospiti costituisce per gli studiosi della BCE un importante canale di comunicazione e collaborazione con l'esterno. Al fine di promuovere la cooperazione tra il personale della BCE e la comunità di ricerca internazionale, la BCE ha istituito il *Research Visitors Programme*; esso permette ad affermati studiosi che si occupano di argomenti di interesse per la BCE di trascorrere un periodo di ricerca, in qualità di ospiti, presso la Direzione Generale Ricerca economica. Inoltre, nel 2003 vari colleghi delle banche centrali dei paesi aderenti hanno presentato alla BCE i propri lavori di ricerca e analisi. Per studiosi più giovani, la BCE ha continuato a offrire a studenti meritevoli iscritti a corsi post-laurea presso le più rinomate università a livello internazionale la possibilità di effettuare parte della propria ricerca presso la BCE (cfr. la sezione 2 del capitolo 8). Infine, la BCE si avvale della collaborazione di consulenti esterni su specifiche questioni e del contributo di relatori nel quadro del suo ampio programma di seminari<sup>23</sup>.

22 Ulteriori informazioni sulle conferenze e sui seminari della BCE sono reperibili sul sito Internet della BCE.

23 Ulteriori informazioni sull'iniziativa *Research Visitors Programme* sono reperibili sul sito Internet della BCE.

## 6 ALTRI COMPITI E ATTIVITÀ

### 6.1 RISPETTO DEI DIVIETI CONCERNENTI IL FINANZIAMENTO MONETARIO E L'ACCESSO PRIVILEGIATO

In base all'articolo 237, paragrafo d, del Trattato, la BCE ha il compito di accertare il rispetto, da parte delle quindici BCN dell'UE e della BCE stessa, dei loro obblighi stabiliti dagli articoli 101 e 102 del Trattato e dai Regolamenti del Consiglio (CE) nn. 3603/93 e 3604/93. Questo compito è svolto dal Consiglio generale della BCE. L'articolo 101 proibisce alla BCE e alle BCN di fornire aperture di credito o altre tipologie di linee di finanziamento ai governi e alle istituzioni o organismi della Comunità, oltre che di acquisire strumenti di debito direttamente da questi. L'articolo 102 vieta qualunque iniziativa, non basata su considerazioni di natura prudenziale, che stabilisca un accesso privilegiato dei governi e delle istituzioni o organismi della Comunità alle istituzioni finanziarie. In parallelo al Consiglio generale della BCE, anche la Commissione europea controlla il rispetto delle disposizioni sopra menzionate da parte degli Stati membri.

Il Consiglio generale tiene sotto osservazione anche gli acquisti sul mercato secondario di strumenti di debito emessi dal settore pubblico nazionale e dai settori pubblici di altri Stati membri, effettuati dalle banche centrali dell'UE. In base a quanto stabilito nel Regolamento del Consiglio (CE) n. 3603/93, l'acquisizione di strumenti di debito del settore pubblico sul mercato secondario non deve essere utilizzata per aggirare l'obiettivo dell'articolo 101 del Trattato. Tali acquisti non devono diventare una forma di finanziamento monetario indiretto del settore pubblico.

Per l'anno 2003, il Consiglio generale ha rilevato due casi di comportamento non conforme ai dettami del Trattato e dei Regolamenti del Consiglio (CE) sopra menzionati da parte di BCN degli Stati membri. In entrambi i casi l'ammontare di monete metalliche detenute dalle BCN e accreditate al settore pubblico ha superato il limite del 10 per cento delle monete

metalliche in circolazione, contemplato dall'articolo 6 del Regolamento del Consiglio (CE) n. 3603/93. Con riferimento alle ingenti quantità di monete metalliche affluite alle BCN prima dell'introduzione dell'euro, il 1° gennaio 2002, il limite è stato superato dalla Finlandia e dalla Francia a partire rispettivamente da ottobre 2001 e gennaio 2002. Nel caso della Francia la violazione del limite è durata fino ad aprile 2003, mentre per la Finlandia si è dovuto attendere fino a dicembre. Alla fine del 2003, quindi, la situazione era stata interamente sanata in entrambi i paesi.

### 6.2 LE FUNZIONI CONSULTIVE

L'articolo 105, paragrafo 4, del Trattato e l'articolo 4 dello Statuto del SEBC richiedono che la BCE sia consultata dalle istituzioni comunitarie o dalle autorità nazionali competenti<sup>24</sup>, a seconda dei casi, su ogni proposta di legge comunitaria o nazionale che rientri nella sua sfera di competenza. I limiti e le condizioni della consultazione della BCE da parte delle autorità nazionali con riguardo alle proposte di legislazione sono fissati nella Decisione 98/415/CE del 29 giugno 1998<sup>25</sup>. Tutti i pareri della BCE sono pubblicati sul sito Internet della stessa<sup>26</sup>.

In totale, nel 2003 sono state avviate 32 procedure di consultazione, di cui 21 da parte di autorità nazionali e 11 da parte del Consiglio UE. Di queste, due avevano come oggetto i mezzi di pagamento, quattro questioni statistiche e undici disposizioni normative suscettibili

24 In conformità con il Protocollo su talune disposizioni relative al Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del Nord allegato al Trattato, l'articolo 105, paragrafo 4, del Trattato e l'articolo 4 dello Statuto del SEBC non si applicano al Regno Unito. Pertanto l'obbligo di consultazione della BCE non si applica alle autorità di tale paese.

25 L'articolo 2 della Decisione stabilisce le materie specifiche su cui la BCE deve essere consultata.

26 Nel 2002 il Consiglio direttivo ha adottato una politica di trasparenza implicante che, di norma, tutti i pareri emessi dalla BCE su richiesta di autorità nazionali sono pubblicati sul sito della BCE nelle lingue di adozione (cioè sia l'inglese sia la lingua dell'autorità che richiede il parere) sei mesi dopo l'adozione stessa, a meno che abbiano rilevanza generale, nel qual caso essi devono essere resi pubblici subito dopo l'adozione.

di influire sulla stabilità delle istituzioni finanziarie e dei mercati. Fra i pareri adottati ai sensi dell'articolo 105, paragrafo 4, del Trattato, tre sono particolarmente degni di nota: quello sulla proposta di direttiva UE sui servizi di investimento e i mercati regolamentati (presentata più in dettaglio nella sezione 2 del capitolo 3) e i due pareri sulla bozza di proposta del governo finlandese per l'emendamento della legislazione relativa alla Suomen Pankki.

Tale proposta, su cui la BCE ha espresso il primo dei due pareri<sup>27</sup>, suggeriva, da una parte, di limitare la facoltà della Suomen Pankki di effettuare accantonamenti e, dall'altra, di trasferire la totalità dei suoi utili annuali allo Stato, salva decisione contraria del Consiglio parlamentare di sorveglianza. La proposta legislativa conteneva inoltre disposizioni in merito alla riduzione del capitale della Banca, trasferendo allo Stato circa 740 milioni di euro e costringendo, di fatto, la Suomen Pankki a vendere riserve valutarie. Il parere negativo espresso dalla BCE è riconducibile in primo luogo all'effetto combinato degli emendamenti proposti sulla situazione finanziaria della Suomen Pankki e alla mancanza di disposizioni normative che assicurino l'attuazione dei compiti relativi al SEBC, due fattori che, presi insieme, avrebbero limitato l'indipendenza finanziaria della Banca. Nel dicembre 2003 la BCE ha ricevuto una richiesta di consultazione in merito a una nuova versione di tale proposta. Nel suo secondo parere la BCE, pur apprezzando il fatto che la nuova proposta di legislazione non riduceva il capitale della Suomen Pankki, ha notato come essa non soddisfi appieno i requisiti di indipendenza finanziaria e quindi risulti ancora incompatibile con il Trattato e i suoi intenti. In seguito al secondo parere, la proposta legislativa è stata ritirata.

Oltre ai pareri adottati ai sensi dell'articolo 105, paragrafo 4, del Trattato, la BCE ha anche espresso un parere ai sensi dell'articolo 48 del Trattato sull'Unione europea relativo al progetto di trattato che istituisce una Costituzione

per l'Europa, presentata in dettaglio nella sezione 1.1 del capitolo 4.

La BCE inoltre ha adottato due pareri ai sensi dell'articolo 112, paragrafo 2, lettera b) del Trattato e dell'articolo 11.2 dello Statuto del SEBC. Tali pareri hanno riguardato raccomandazioni del Consiglio UE sulla nomina del nuovo Presidente della BCE e di un nuovo membro del Comitato esecutivo della BCE.

Un elenco dei pareri adottati nel 2003 e all'inizio del 2004 è incluso fra gli allegati.

### **6.3 LA GESTIONE DELLE OPERAZIONI DI PRESTITO E INDEBITAMENTO PER CONTO DELLA COMUNITÀ EUROPEA**

Ai sensi dell'articolo 123, paragrafo 2, del Trattato e dell'articolo 9 del Regolamento (CE) n. 332/2002 del Consiglio, del 18 febbraio 2002, la BCE continua a essere competente per la gestione delle operazioni di indebitamento e prestito concluse dalla Comunità europea nell'ambito del meccanismo di sostegno finanziario a medio termine. Nel 2003, tuttavia, la BCE non ha svolto tali compiti di gestione, in quanto non esisteva alcun saldo residuo a fine 2002 e non sono state aperte nuove operazioni durante l'anno.

### **6.4 I SERVIZI DI GESTIONE DELLE RISERVE**

Nel 2003 l'Eurosistema ha avviato i lavori sulla definizione di un nuovo quadro di riferimento per i servizi che i suoi membri offrono a banche centrali e autorità monetarie non appartenenti all'UE oltre che a paesi terzi e a istituzioni internazionali, a fini di gestione delle riserve. L'obiettivo centrale di tali lavori è la definizione di una gamma di servizi di riferimento che consentirà a tali entità di gestire le proprie riserve denominate in euro tramite qualsiasi banca centrale dell'Eurosistema che abbia optato per l'offerta di tali servizi. Il nuovo

27 CON/2003/22, pubblicata sul sito Internet della BCE.

quadro offrirà ai clienti la possibilità di avvalersi dei servizi di interesse a condizioni armonizzate, a prescindere dalla banca centrale dell'Eurosistema prescelta. Il nuovo quadro verrà finalizzato nel dettaglio nella prima metà del 2004 e attuato nella seconda metà dell'anno.



**Artista**  
Gerhard Balder  
**Titolo**  
Roter Nautilus, 1995  
**Materiali**  
Olio su tela  
**Formato**  
70 x 54 cm



## CAPITOLO 3

# LA STABILITÀ FINANZIARIA E L'INTEGRAZIONE

## I LA STABILITÀ FINANZIARIA

Nel corso del 2003, le istituzioni e i consessi internazionali ed europei hanno dedicato grande attenzione al tema della stabilità finanziaria. A livello internazionale, il Forum per la stabilità finanziaria (*Financial Stability Forum*, FSF) ha fornito un contributo importante in relazione all'analisi delle fonti di vulnerabilità del sistema finanziario da un punto di vista globale. Sul piano europeo, il Comitato economico e finanziario (*Economic and Financial Committee*, EFC), attenendosi a una decisione del Consiglio Ecofin del dicembre 2002, ha iniziato a dedicare periodicamente delle riunioni alla discussione di tematiche di stabilità finanziaria rilevanti per l'UE. Nell'ambito dell'Eurosistema, il Consiglio direttivo ha anch'esso iniziato a esaminare su base periodica le condizioni di stabilità finanziaria nell'area dell'euro e nell'UE, avvalendosi delle analisi svolte dalla BCE in collaborazione con il Comitato per la vigilanza bancaria (*Banking Supervision Committee*, BSC) del SEBC. I risultati di tali analisi contribuiscono a orientare le discussioni su questo tema nelle sedi internazionali e in quelle europee.

### I.1 IL MONITORAGGIO DELLA STABILITÀ FINANZIARIA

Il monitoraggio della stabilità finanziaria su base corrente e prospettica viene condotto dalla BCE in collaborazione con il BSC; tale monitoraggio mira a identificare le potenziali fonti di vulnerabilità del sistema finanziario nell'area dell'euro e in quella dell'UE e a valutare la capacità di tenuta del sistema a fronte di eventuali shock. Benché l'oggetto del monitoraggio sia l'intero sistema finanziario nel suo complesso (banche, istituzioni finanziarie non bancarie, mercati dei capitali e infrastruttura finanziaria), una speciale attenzione viene rivolta alle banche, che rappresentano tuttora la principale componente del sistema finanziario dell'area dell'euro/UE. La valutazione delle condizioni di stabilità finanziaria si basa sull'analisi degli andamenti congiunturali e strutturali.

### ANDAMENTI CONGIUNTURALI

Nel 2003 il sistema finanziario europeo ha subito l'impatto del riassorbimento degli squilibri finanziari che si erano andati accumulando nell'Unione europea nel corso degli anni novanta. Tuttavia, il sistema ha mostrato una buona capacità di tenuta a fronte di tali squilibri; esso ha inoltre tratto vantaggio dal miglioramento del contesto macroeconomico e finanziario nel corso dell'anno (esaminato in modo più dettagliato nel capitolo 1).

I principali fattori di rischio per la stabilità del sistema finanziario europeo sono il retaggio dei residui squilibri finanziari nazionali, in particolare nel settore delle imprese (cfr. anche il riquadro 2). Le imprese europee sono impegnate in uno sforzo di risanamento dei loro bilanci, soprattutto in alcuni settori i cui livelli relativamente elevati di indebitamento avevano già in passato suscitato delle apprensioni. Le imprese hanno avviato dei programmi di riduzione dei costi, hanno ridimensionato gli investimenti e in alcuni settori, come le telecomunicazioni, hanno ristrutturato il proprio debito. Questi sforzi, benché siano stati generalmente ripagati da un aumento della redditività, si sono tuttavia rivelati insufficienti a ridurre i tassi di indebitamento per il settore delle imprese nel suo complesso. Vi sono peraltro delle differenze tra i settori; in particolare, sono notevolmente migliorate le condizioni di finanziamento nel comparto delle telecomunicazioni.

Per quanto riguarda le famiglie europee, il rapporto debito/reddito è salito ulteriormente nel corso del 2003; tale aumento ha riflesso principalmente una forte espansione dei prestiti per l'acquisto di abitazioni, in un contesto caratterizzato da tassi di interesse storicamente bassi e da condizioni relativamente stabili del mercato del lavoro. La domanda elevata di mutui da parte delle famiglie ha svolto un ruolo importante nel sostenere i redditi delle banche, in un quadro congiunturale per altri versi piuttosto difficile. Tuttavia, in alcuni paesi la domanda sostenuta di prestiti per l'acquisto di abitazioni ha determinato un rapido surriscaldamento dei prezzi degli immobili residenziali;

questa situazione potrebbe presentare dei rischi per le istituzioni creditizie attive su questi mercati nel caso di un improvviso ribasso dei prezzi delle abitazioni, rischi che tuttavia appaiono in generale piuttosto remoti.

La stabilità dei mercati finanziari è migliorata nel 2003. Dopo tre anni contrassegnati da un calo quasi ininterrotto e da una eccezionale volatilità dei mercati azionari, a metà marzo è iniziata una ripresa; contemporaneamente, la volatilità si è ridotta con il venire meno dei rischi geopolitici e il rafforzamento della fiducia nelle prospettive di ripresa economica. A seguito dell'andamento favorevole del mercato, le imprese hanno potuto emettere nuove azioni e/o obbligazioni; sono diminuiti notevolmente gli *spread* e sono aumentati i volumi scambiati sul mercato obbligazionario. In una certa misura, tale evoluzione può essere spiegata dalla tendenza alla "ricerca di più elevati rendimenti" da parte degli investitori, che si trovano a operare in un contesto in cui i tassi di interesse a lungo termine si collocano su livelli bassi rispetto ai valori storici. All'inizio dell'anno tuttavia alcune istituzioni finanziarie, in particolare compagnie assicurative e fondi pensione, si sono trovate in difficoltà a causa dell'impatto negativo dei bassi tassi di interesse sulle loro passività. Queste tensioni si sono successivamente attenuate, grazie alla risalita dei tassi di interesse a lungo termine nel corso del secondo semestre dell'anno.

All'inizio del 2003 le compagnie di assicurazione dell'UE hanno dovuto far fronte a notevoli pressioni sulle condizioni di solvibilità, dopo tre anni di continua erosione dei profitti; questi sono stati depressi dal crollo delle quotazioni azionarie verificatosi a partire dal 2000 e successivamente dall'andamento al ribasso dei tassi di interesse a lungo termine. Tuttavia, il recente rialzo dei tassi ha contribuito ad attenuare le tensioni sui conti; verso la metà dell'anno sono emersi alcuni segnali di miglioramento. Ciononostante, sussistono ancora dei fattori di pressione sulle condizioni di solvibilità e redditività delle compagnie di assicurazione; permangono inoltre delle incertezze

sull'entità dei rischi assunti dalle compagnie di assicurazione attraverso la loro partecipazione al mercato per il trasferimento del rischio di credito.

Il settore bancario dell'UE ha mostrato una buona capacità di tenuta; malgrado le difficoltà derivanti da un basso tasso di crescita per il terzo anno consecutivo, esso si è dimostrato in grado di assorbire l'impatto di un contesto meno favorevole rispetto alle aspettative. Le banche hanno reagito alle difficoltà del quadro congiunturale riducendo i costi, riorganizzando le attività e migliorando le politiche di gestione del rischio. Le grandi banche sono riuscite a mantenere, e persino a migliorare, la redditività e il grado di solvibilità nel primo semestre dell'anno. I livelli relativamente contenuti degli accantonamenti per perdite su crediti, le riduzioni dei costi e l'aumento dei ricavi derivati dalle attività sui mercati finanziari, rappresentano i principali fattori che hanno contribuito ad accrescere la redditività delle banche nel corso del 2003. Queste tendenze hanno anche portato a un rafforzamento dei coefficienti di solvibilità delle banche dell'UE. Tuttavia, i coefficienti patrimoniali di alcune banche sono migliorati a causa della vendita di attività e della diminuzione dell'attivo ponderato per il rischio, piuttosto che per l'effetto di nuove emissioni azionarie o dell'accantonamento degli utili.

Nel febbraio 2003 la BCE ha pubblicato per la prima volta un rapporto su *La stabilità del settore bancario dell'UE*, cui ha fatto seguito un secondo rapporto sullo stesso tema in novembre. Questi rapporti riassumono i principali risultati del monitoraggio periodico della stabilità del sistema bancario dell'UE condotto dal BSC.

#### **ANDAMENTI STRUTTURALI**

A fronte del difficile contesto economico e dell'andamento sfavorevole dei mercati finanziari negli ultimi anni, le banche sono state costrette a migliorare l'efficienza, in particolare attraverso la riduzione dei costi e la cessione delle attività non strategiche. Ciò ha determinato un

rallentamento, e in alcuni casi un'interruzione, di alcune delle tendenze di lungo periodo emerse negli anni precedenti, quali in particolare l'internazionalizzazione, il consolidamento e la disintermediazione. Nel complesso, le strategie adottate dalle banche in risposta alle sfavorevoli condizioni di mercato hanno permesso a queste ultime di far fronte alle difficoltà; tali strategie hanno contribuito inoltre a rafforzare la stabilità del settore bancario nel medio e nel lungo periodo.

Le strategie di internazionalizzazione, in particolare nel settore dell'*investment banking* e delle attività di negoziazione, in molti casi sono state ridimensionate; tuttavia, i legami con alcune regioni, come l'Europa centrale e orientale, si sono ulteriormente rafforzati. È emersa una tendenza da parte delle banche a concentrarsi sui rispettivi mercati nazionali, in particolare per quanto riguarda le operazioni al dettaglio. Si sono tuttavia intensificate le attività transfrontaliere all'interno di alcune grandi aree regionali, considerate come un'estensione naturale dell'attività commerciale condotta sul mercato interno. Le pressioni competitive sui mercati nazionali sembrano rappresentare il principale fattore trainante delle attività di internazionalizzazione; l'espansione all'estero negli ultimi anni è stata mirata principalmente al miglioramento della redditività, attraverso l'ingresso sui mercati caratterizzati da margini più elevati e nelle aree in cui le banche disponevano di un chiaro vantaggio comparato.

È proseguita l'attività di consolidamento nel settore bancario, anche se a un ritmo meno intenso; tuttavia le pressioni competitive sono, generalmente, rimaste elevate, nonostante la crescente concentrazione. Le banche tendono a perseguire strategie di distribuzione basate sull'utilizzo simultaneo dei canali distributivi tradizionali (le filiali) e di quelli innovativi (canali remoti), il cui sviluppo potrebbe essere interpretato come un segnale dell'impegno a migliorare la qualità del servizio fornito ai clienti. Tuttavia, la rete delle filiali resta al centro delle strategie distributive degli istituti di

credito; l'attività svolta dalle filiali si discosta sempre più dalla semplice elaborazione di transazioni elementari per volgersi invece verso la fornitura di servizi di consulenza a valore aggiunto più elevato.

Per quanto riguarda l'intermediazione, ossia il ruolo svolto dalle banche nel canalizzare la liquidità dai depositanti verso i prenditori di fondi, gli istituti di credito si sono trovati di fronte a un ridimensionamento della domanda di prestiti e delle emissioni sul mercato dei capitali da parte delle imprese. Al contrario, l'attività nei confronti della clientela al dettaglio (famiglie e piccole imprese) si è dimostrata una fonte stabile di reddito. In particolare, tali operatori hanno ridotto l'ammontare dei titoli azionari detenuti in portafoglio, a fronte di un contesto caratterizzato da elevata volatilità dei mercati, preferendo i depositi di conto corrente, relativamente più liquidi e sicuri. Nel contempo, la domanda di prestiti delle famiglie è rimasta piuttosto vivace.

Le banche dell'UE hanno ampliato la gamma di prodotti e servizi offerti alla clientela, in particolare quella al dettaglio. Gli istituti di credito hanno offerto un maggior numero di nuovi strumenti di impiego del risparmio, inclusi i prodotti che combinano un rendimento correlato a un indice di mercato con le caratteristiche di un'opzione, prevedendo ad esempio un limite alle perdite; in alcuni paesi gli investimenti alternativi ad alto rischio come gli *hedge fund* (fondi speculativi) sono stati resi accessibili, tramite le banche, agli investitori al dettaglio. Di conseguenza, la clientela deve confrontarsi con una complessità sempre maggiore dei prodotti finanziari. Ciò ha indotto le banche a intensificare gli sforzi per rafforzare la fiducia degli investitori nei prodotti collegati all'andamento dei mercati mobiliari, attraverso cambiamenti sul piano organizzativo e miglioramenti delle strutture di *governance*.

Infine, le banche hanno migliorato le tecniche di gestione del rischio, sia per rafforzare l'attività di controllo a fronte di un aumento del rischio di credito, sia in risposta alla sfida

posta dai prossimi cambiamenti nelle regole sui requisiti patrimoniali (Nuovo Accordo di Basilea sul capitale, o Basilea II; cfr. la sezione 2 di questo capitolo). Il crescente ricorso agli strumenti di trasferimento del rischio di credito ha rappresentato uno dei metodi adottati per migliorare la gestione del rischio. Gli strumenti di trasferimento del rischio di credito permettono alle banche di ripartire più agevolmente i rischi e di modulare la propria esposizione creditizia in base al profilo di rischio desiderato. Le banche tendono a utilizzare questi strumenti principalmente per ridurre il rischio di credito, benché in alcuni casi esse siano riuscite a ottenere una migliore diversificazione del portafoglio con l'assunzione di rischi di credito aggiuntivi. Inoltre le banche hanno intensificato gli sforzi per migliorare la capacità di tenuta a fronte dei rischi operativi.

Per un quadro analitico più dettagliato delle principali tendenze si veda il rapporto del BSC *Analisi strutturale del settore bancario dell'UE* pubblicato dalla BCE nel novembre 2003.

## **1.2 LA COOPERAZIONE IN SITUAZIONI DI CRISI**

Agli inizi del 2003, le banche centrali e le autorità di vigilanza dell'UE hanno sottoscritto un Memorandum d'intesa in tema di cooperazione nelle situazioni di crisi. Il memorandum consiste in un insieme di principi e di procedure attinenti alla cooperazione in situazioni di crisi che coinvolgono singole istituzioni creditizie o gruppi di banche, o relative a turbative dei mercati e/o delle infrastrutture finanziarie con potenziali ripercussioni negli Stati membri. Tali principi e procedure affrontano in modo specifico i seguenti punti: l'individuazione delle autorità nazionali responsabili della gestione della crisi; i flussi di informazioni che devono intercorrere tra tutte le autorità coinvolte nella crisi; le condizioni che regolano la trasmissione delle informazioni tra autorità di diversi paesi. Nel corso dell'anno è stato condotto un esercizio di simulazione della gestione di una crisi con lo scopo di verificare in pratica l'utilità delle disposizioni del memorandum

d'intesa nel facilitare l'organizzazione della cooperazione e dello scambio di informazioni tra le autorità. Questo esercizio ha fornito alcuni spunti utili a comprendere meglio i differenti aspetti della cooperazione transfrontaliera tra le autorità di vigilanza del settore bancario e le banche centrali nazionali in caso di crisi finanziaria.

## 2 LA REGOLAMENTAZIONE E LA VIGILANZA FINANZIARIA

### 2.1 L'APPROCCIO LAMFALUSSY

In base ai risultati della procedura di consultazione pubblica sul rapporto dell'EFC relativo agli *Aspetti istituzionali dell'UE per la regolamentazione, la stabilità e la vigilanza del settore finanziario*, il Consiglio Ecofin, nel dicembre 2002, ha raccomandato di estendere a tutti i settori finanziari il nuovo approccio Lamfalussy<sup>1</sup>, già adottato nel settore dei valori mobiliari. L'adozione del nuovo approccio dovrebbe accrescere la flessibilità e l'efficienza del processo normativo: esso infatti opera una distinzione tra legislazione primaria, che viene adottata dal Consiglio Ecofin e dal Parlamento europeo attraverso la procedura di codecisione (cosiddetta legislazione di primo livello) e legislazione secondaria, concernente le misure di attuazione, che possono essere adottate in maniera più rapida e flessibile. Questa distinzione dovrebbe far sì che il processo normativo risponda in modo più celere ed efficace ai cambiamenti tecnologici e all'evoluzione del mercato. Il nuovo approccio è stato concepito anche per rispondere all'esigenza di un'efficace cooperazione e convergenza in materia di vigilanza; esso dovrebbe contribuire pertanto a promuovere una maggiore uniformità nell'applicazione della normativa comunitaria negli Stati membri.

L'approccio Lamfalussy poggia in particolare sul coinvolgimento di comitati di regolamentazione (cosiddetti comitati di secondo livello) nei diversi settori del sistema finanziario, composti da rappresentanti degli Stati membri nominati dai ministri competenti. Inoltre, esso prevede dei comitati tecnici di vigilanza (cosiddetti comitati di terzo livello) ai quali è assegnato il compito di promuovere la convergenza delle pratiche di vigilanza, di migliorare lo scambio di informazioni sulle istituzioni sorvegliate e di fornire consulenza tecnica alla Commissione sui progetti di regolamentazione.

Nel novembre 2003, la Commissione ha adottato una serie di misure per attuare la raccomandazione del Consiglio. Nel settore bancario, l'attuale Comitato consultivo bancario

(*Bank Advisory Committee*, BAC) è stato trasformato nel Comitato bancario europeo (*European Banking Committee*, EBC) con compiti di regolamentazione; inoltre è stato istituito *ex novo* il Comitato delle autorità europee di vigilanza bancaria (*Committee of European Banking Supervisors*, CEBS). Dovranno stabilirsi stretti legami di collaborazione tra il Comitato per la vigilanza bancaria del SEBC e il nuovo CEBS al fine di evitare sovrapposizioni nei rispettivi campi di azione. Nel settore assicurativo, l'attuale Comitato delle assicurazioni è stato trasformato nel Comitato europeo delle assicurazioni e delle pensioni aziendali o professionali (*European Insurance and Occupational Pensions Committee*, EIOPC); inoltre è stato istituito un nuovo Comitato delle autorità europee di vigilanza delle assicurazioni e delle pensioni aziendali o professionali (*Committee of European Insurance and Occupational Pension Supervisors*, CEIOPS). Per quanto riguarda i conglomerati finanziari, è stato istituito nel 2003 il Comitato per i conglomerati finanziari (*Financial Conglomerates Committee*, FCC), con funzioni di regolamentazione; non è prevista invece l'istituzione di un comitato di vigilanza. La BCE partecipa in qualità di osservatore o di membro senza diritto di voto nei comitati di regolamentazione e di vigilanza (a eccezione di quelli per il settore assicurativo); tale posizione le consente di contribuire alla definizione della regolamentazione della vigilanza finanziaria nell'UE, come previsto dai suoi compiti istituzionali.

### 2.2 IL SETTORE BANCARIO

Nel settore della regolamentazione bancaria, la revisione delle regole sui requisiti patrimoniali minimi e la preparazione di un Nuovo Accordo di Basilea sul capitale sono proseguite per tutto il 2003. La BCE, che partecipa in qualità di osservatore nei comitati competenti, ha fornito

<sup>1</sup> Rapporto finale del Comitato dei saggi sulla regolamentazione dei mercati finanziari europei, del 15 febbraio 2001. Questo rapporto è disponibile sul sito Internet della Commissione europea.

il suo contributo ai lavori di definizione della nuova regolamentazione dell'adeguatezza patrimoniale.

A livello internazionale, il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (*Basel Committee on Banking Supervision*, BCBS) ha compiuto progressi sostanziali in diverse aree. In primo luogo, il Comitato ha perfezionato e pubblicato nel maggio 2003 i risultati del terzo studio di impatto quantitativo (noto come "QIS3"), che aveva l'obiettivo di analizzare l'impatto complessivo delle nuove regole in materia di requisiti patrimoniali minimi delle banche. Lo studio ha coinvolto le banche di 43 paesi, interessando quindi un novero di paesi ben più ampio rispetto all'insieme di paesi rappresentati nel BCBS. Le principali conclusioni dello studio sono state incoraggianti: esse risultano infatti in linea con gli obiettivi del Comitato di accrescere la sensibilità al rischio dei requisiti patrimoniali minimi, mantenendo al contempo sostanzialmente invariato l'ammontare complessivo dei requisiti rispetto ai livelli attuali. In secondo luogo, il BCBS ha condotto due procedure di consultazione pubblica: il cosiddetto "terzo documento di consultazione" è stato divulgato nell'aprile 2003; i commenti sono stati pubblicati in agosto. La consultazione ha confermato l'esistenza di un ampio consenso sulla struttura del Nuovo Accordo e sulla necessità di adottare regole sull'adeguatezza patrimoniale più sensibili ai rischi. In ottobre è stata avviata un'altra consultazione pubblica sulle proposte di emendamenti che modificano il trattamento delle perdite attese rispetto a quelle inattese, nell'ambito del metodo basato sui *rating* interni. Inoltre, il BCBS ha ritenuto possibili ulteriori miglioramenti per il trattamento delle operazioni di cartolarizzazione, per gli impegni relativi alle carte di credito e per le tecniche di mitigazione del rischio di credito, sui quali si continua a lavorare. Il terzo settore nel quale il BCBS ha compiuto progressi sostanziali è l'analisi delle problematiche relative all'applicazione del Nuovo Accordo, che si rifletterà anche nelle legislazioni nazionali. Tali questioni sono oggetto di attenzione crescente da parte del

BCBS, che ha istituito un gruppo di lavoro *ad hoc* (*Accord Implementation Group*). Il Comitato, inoltre, ha pubblicato un documento nel quale vengono specificati alcuni principi informativi per l'applicazione delle nuove regole in materia di adeguatezza patrimoniale su base internazionale.

Nella risposta al "terzo documento di consultazione", pubblicata nel settembre 2003 sul sito Internet, la BCE ha riaffermato il suo appoggio complessivo alla riforma dell'Accordo di Basilea, riconoscendo i progressi compiuti nel cammino verso la definizione di un nuovo schema regolamentare. Oltre a offrire il suo contributo su varie questioni tecniche, la BCE si è soffermata su alcune tematiche alle quali occorre dedicare particolare attenzione nella fase di perfezionamento dell'Accordo e al momento dell'applicazione delle nuove regole, nonché sulle priorità future. La BCE ha accolto con favore le proposte per far fronte a possibili effetti prociclici e ha indicato come vi sia ancora spazio per introdurre ulteriori miglioramenti, rafforzando gli incentivi per indurre le banche ad adottare politiche di gestione del rischio più avanzate. Inoltre, viene data particolare enfasi all'esigenza di completare e attuare in tempi brevi il Nuovo Accordo. In una prospettiva di più lungo periodo, la BCE ha sottolineato la necessità di sottoporre il nuovo regime a un attento monitoraggio al fine di analizzare a fondo tutte le sue possibili implicazioni. La BCE ha anche ribadito l'esigenza di dare priorità ai lavori in materia di revisione delle norme contabili e delle regole sugli accantonamenti, nonché ai lavori sulla definizione di fondi propri e sulla convergenza delle pratiche di vigilanza.

A livello UE, la revisione della disciplina sull'adeguatezza patrimoniale condotta nel quadro del Piano di azione per i servizi finanziari (PASF; cfr. la sezione 3 di questo capitolo) ha seguito da presso il processo di riforma dell'Accordo di Basilea, tenendo conto allo stesso tempo delle specificità europee. Nel luglio 2003 la Commissione ha diffuso a fini di consultazione un terzo documento di lavoro,



unitamente a un'analisi dei risultati per l'UE del terzo studio di impatto quantitativo. Il contesto comunitario presenta delle caratteristiche salienti, che riguardano in particolare: l'ambito di applicazione delle nuove regole; la natura del quadro regolamentare; il trattamento delle piccole e medie imprese; l'applicazione della regolamentazione alle banche di minori dimensioni con strutture meno complesse. Analogamente ai risultati ottenuti dal BCBS, anche le conclusioni della Commissione europea, tratte dallo studio di impatto quantitativo, pubblicato in parallelo al terzo documento di lavoro, sono coerenti con i principali obiettivi della riforma. Inoltre, nell'aprile 2003 la Commissione ha diffuso due documenti (sempre a fini di consultazione), uno sui prestiti immobiliari e l'altro sul trattamento dei *covered bond*, e ha successivamente pubblicato i commenti ricevuti su questi due temi.

La BCE ha fornito i suoi commenti alle proposte di riforma della regolamentazione sull'adeguatezza patrimoniale delle banche e delle società di investimento presentate dalla Commissione. La BCE ha appoggiato il lavoro svolto a livello comunitario e ha sottolineato l'importanza di mantenere la coerenza tra il Nuovo Accordo di Basilea e la riforma della regolamentazione dell'UE in materia e di adoperarsi affinché le due riforme vengano completate e attuate contemporaneamente.

### 2.3 IL SETTORE DEI VALORI MOBILIARI

Nel corso del 2003, sono stati compiuti notevoli progressi per quel che concerne diverse iniziative volte a colmare le lacune nella regolamentazione europea dei mercati dei valori mobiliari e ad aggiornare la normativa esistente. La BCE ha contribuito alla definizione della nuova regolamentazione nell'ambito delle discussioni preparatorie nei comitati UE competenti nonché attraverso consultazioni formali.

Nel contesto del PASF, sono state adottate due direttive e per altre due il processo di approvazione è prossimo a concludersi. Nel gennaio

2003 è stata adottata la direttiva sugli abusi di mercato, che ha stabilito norme armonizzate in materia di *insider trading* (agiotaggio) e prevenzione delle manipolazioni del mercato; a luglio è stata introdotta la direttiva sui prospetti informativi, che prevede il passaporto unico per gli emittenti europei di valori mobiliari. Nel marzo 2003 la Commissione europea ha indicato, nel suo progetto di direttiva sulla trasparenza, gli obblighi di informativa al pubblico per gli emittenti europei di valori mobiliari quotati sui mercati regolamentati. Una posizione comune è stata adottata a dicembre dal Consiglio Ecofin riguardo alla proposta di una nuova direttiva sui mercati degli strumenti finanziari, che dovrebbe sostituire l'attuale direttiva sui servizi di investimento, approvata nel 1993.

Nel parere relativo a quest'ultima proposta di direttiva, la BCE ha valutato positivamente i principi alla base della revisione del quadro normativo. La BCE ha affermato che la direttiva, se ben applicata, può dare ulteriore impulso all'integrazione dei mercati mobiliari europei. Più in particolare, con riferimento al nuovo quadro regolamentare previsto per l'esecuzione delle transazioni, la BCE ha accolto con favore la proposta di un rafforzamento delle norme relative alla trasparenza, che avrebbe l'intento di evitare la frammentazione del mercato e consentire agli investitori di scegliere i canali di negoziazione più efficienti. Tuttavia la BCE ha sottolineato che le nuove norme in materia di trasparenza dovrebbero essere applicate anche ai titoli obbligazionari oltre che alle azioni, e che dovrebbero essere adottati gli strumenti necessari a consentire un raffronto completo di tutti i prezzi di mercato.

### 2.4 ALTRE QUESTIONI

Il quadro delle norme contabili dell'UE è stato al centro dell'attenzione per effetto soprattutto dell'obbligo giuridico che impone a tutte le società europee quotate, comprese le banche, di elaborare i propri conti in base agli Standard Contabili Internazionali (*International Accounting*

*Standards*, IAS), a partire dal 2005. La BCE è particolarmente interessata a questo dibattito, poiché la riforma della normativa contabile avrà un forte impatto sul settore bancario e finanziario. Inoltre, l'adozione di standard contabili armonizzati e di elevata qualità dovrebbe contribuire in modo significativo all'integrazione e all'efficienza dei mercati finanziari nell'area dell'euro.

L'interesse della BCE verso questa tematica deriva anche dal timore che un utilizzo più ampio della contabilizzazione al *fair value* degli strumenti finanziari, prevista dalle norme IAS, possa avere effetti rilevanti sulla stabilità finanziaria. Il Consiglio direttivo, basandosi sulle ulteriori analisi condotte in quest'area sin dal 2001, ha riaffermato nelle lettere inviate al Comitato internazionale sugli standard contabili (*International Accounting Standards Board*, IASB) e alla Commissione europea le sue preoccupazioni circa le potenziali conseguenze per la stabilità del sistema derivanti dall'introduzione della valutazione al *fair value* per tutti gli strumenti finanziari, in particolare riguardo alla definizione dello IAS 39 sul riconoscimento e sulla misurazione degli strumenti finanziari.

Infine, considerato il crescente numero di riforme in corso nel campo delle strutture di vigilanza nazionali, nel giugno 2003 la BCE ha pubblicato un rapporto sugli *Sviluppi nelle strutture nazionali di vigilanza* che fornisce una descrizione dei principali cambiamenti intervenuti di recente in queste strutture e negli assetti istituzionali dei paesi dell'UE e di quelli in procinto di aderire.

### 3 L'INTEGRAZIONE FINANZIARIA

Il SEBC è impegnato a promuovere l'integrazione dei mercati finanziari e delle infrastrutture di mercato in Europa, in considerazione del loro ruolo fondamentale nella trasmissione della politica monetaria e nel mantenimento della stabilità finanziaria; inoltre, il SEBC attribuisce grande importanza al processo di integrazione poiché esso contribuisce a creare condizioni di parità concorrenziale fra tutti gli operatori dell'area dell'UE, indipendentemente dal luogo in cui questi sono localizzati. L'articolo 105 del Trattato stabilisce che, fatto salvo l'obiettivo della stabilità dei prezzi, il SEBC sostiene le politiche economiche generali della Comunità; fra queste, l'integrazione finanziaria occupa una posizione di particolare rilievo. L'impegno del SEBC assume la forma di azioni intraprese in prima persona e di attività indirette volte a incoraggiare e sostenere le iniziative del settore privato e a promuovere una maggiore consapevolezza sulla necessità dell'integrazione e sui mezzi necessari a conseguirla.

Nel 2003 la BCE ha intensificato le iniziative per favorire il raggiungimento di un'ampia integrazione del sistema finanziario europeo, sia attraverso le attività svolte al proprio interno, sia contribuendo ai lavori di altri organismi europei e alle discussioni nell'ambito di diversi comitati e consessi.

#### CONTRIBUTO DELLA BCE ALLA STRATEGIA DELL'UE PER I SERVIZI FINANZIARI

L'attuale quadro di riferimento per il conseguimento di un sistema finanziario UE più integrato ed efficiente si basa sul Piano di azione per i servizi finanziari (PASF) del 1999 e sul processo regolamentare ispirato dal Rapporto Lamfalussy del 2001. Una prima valutazione della validità di tale quadro di riferimento da parte degli organi decisionali europei è prevista per l'estate del 2004.

Come deciso dai capi di Stato o di governo nel Consiglio europeo di Bruxelles del marzo 2003, la maggior parte delle misure legislative previste dal Piano d'azione dovranno essere adottate entro l'aprile 2004, prima del termine della legislatura del Parlamento europeo e della

successiva sospensione delle attività legislative. Su diverse iniziative importanti i lavori sono tuttora in corso. Si sta procedendo a estendere il processo Lamfalussy a tutti i settori finanziari (cfr. la sezione 2.1 in questo capitolo); tale processo, se applicato nel modo appropriato e su base generale, dovrebbe portare a un assetto regolamentare del sistema finanziario europeo più flessibile ed efficiente rispetto a quello attuale.

Malgrado i significativi progressi compiuti negli anni recenti, l'integrazione del sistema finanziario europeo richiederà ancora un impegno considerevole. Di recente sono state avviate delle nuove iniziative per definire una strategia "post-PASF"; sarà richiesta una stretta cooperazione di tutte le parti in causa.

La BCE partecipa attivamente a questi lavori e ha espresso la propria posizione sia attraverso pareri formali, ad esempio in relazione alla proposta di una nuova direttiva sui mercati degli strumenti finanziari (cfr. anche la sezione 2.3 di questo capitolo), sia contribuendo alle discussioni nell'ambito dei diversi consessi competenti su tali tematiche. In particolare, la BCE ritiene che le misure del PASF costituiscano il quadro legislativo fondamentale per il mercato unico dei servizi finanziari. Tale quadro giuridico ha fornito la spinta per l'ulteriore integrazione del sistema finanziario, creando opportunità e sfide per le autorità e per gli operatori di mercato.

La BCE ritiene importante che le autorità attuino il PASF in modo omogeneo nei diversi Stati membri. L'estensione del processo Lamfalussy consentirà l'adozione di regole tecniche uniformi nei diversi paesi. Ciò dovrebbe contribuire alla definizione di un quadro regolamentare unico per gli operatori di mercato, che potrà anche essere modificato tempestivamente, ove necessario. Inoltre, con il progredire dell'integrazione, è probabile che vengano a modificarsi i canali di trasmissione per il rischio sistemico; ciò giustifica un miglioramento della cooperazione e dello scambio di informazioni tra le autorità di vigilanza e le

banche centrali al fine di rafforzare il quadro della vigilanza prudenziale e della stabilità finanziaria.

A complemento delle iniziative del settore pubblico, gli operatori del mercato devono anch'essi potenziare il proprio contributo all'integrazione finanziaria dell'UE attraverso iniziative a carattere collegiale in due aree principali. In primo luogo, essi devono partecipare attivamente al processo di definizione delle politiche nel settore dei servizi finanziari nell'ambito delle procedure di consultazione pubblica attivate a livello UE. In secondo luogo, sono necessarie iniziative collegiali degli operatori di mercato, possibilmente con il supporto delle autorità, nel settore delle convenzioni di mercato e della standardizzazione dei prodotti.

#### **RUOLO DELLA BCE A FAVORE DEL COORDINAMENTO FRA GLI OPERATORI DI MERCATO**

Oltre a cooperare con altre autorità pubbliche, la BCE collabora con il settore privato incoraggiandone le iniziative. Due esempi di tale coinvolgimento sono l'iniziativa STEP (*Short-Term European Paper*) e le attività dell'EFMLG (*European Financial Markets Lawyers Group*).

La BCE accoglie con favore e incoraggia l'iniziativa STEP, attualmente condotta da un gruppo di operatori di mercato sotto gli auspici dell'Associazione dei mercati finanziari (*Financial Markets Association, ACI*), e finalizzata a ridurre la frammentazione e a promuovere lo sviluppo dei mercati europei degli strumenti di debito a breve termine.

Nell'ambito di tale iniziativa, la BCE è stata chiamata a svolgere un ruolo di facilitazione analogo a quello svolto per l'Eonia. In particolare, la BCE ha già ospitato, su richiesta e per conto di esponenti del settore privato, una procedura di consultazione pubblica su come aumentare l'integrazione di questo segmento di mercato.

L'obiettivo di STEP è di promuovere un'integrazione di fatto del mercato all'ingrosso dei titoli a breve termine tramite la convergenza dei mercati europei esistenti. Ciò verrà conseguito promuovendo la convergenza delle pratiche di mercato all'interno degli assetti legislativi europei e nazionali esistenti, mediante una convenzione di mercato. L'iniziativa prevede che gli emittenti aderiscano volontariamente alle condizioni specificate nella convenzione al fine di ottenere che i loro programmi di emissione siano contrassegnati dal marchio STEP, fermo restando che tali condizioni non sostituirebbero né modificherebbero la regolamentazione nazionale esistente, ma si limiterebbero a integrarla. Potranno aderire all'iniziativa, e richiedere il marchio STEP per le proprie emissioni, tanto le istituzioni di credito e altri intermediari finanziari (compresi gli emittenti di titoli garantiti da attività o asset *backed securities*), che le imprese private e le autorità pubbliche.

L'EFMLG, istituito nel 1999, si pone l'obiettivo di discutere e promuovere iniziative per accrescere l'armonizzazione delle attività dei mercati finanziari europei (sia dal punto di vista normativo sia delle pratiche di mercato) dopo l'introduzione dell'euro. L'EFMLG è composto da esperti giuridici di consolidata esperienza appartenenti a istituzioni di credito con sede nell'UE e selezionati sulla base della loro competenza personale. Di recente, il Gruppo ha offerto la propria assistenza all'ACI per gli aspetti legali dell'iniziativa STEP e ha lavorato sulle problematiche connesse all'eliminazione degli ostacoli all'uso transnazionale di garanzie, agli aspetti legali degli accordi di compensazione nell'UE e all'armonizzazione del quadro giuridico relativo alla dematerializzazione dei titoli e ai diritti su titoli evidenziati da scritture contabili, ovvero all'emissione di titoli in forma elettronica piuttosto che in forma di certificato fisico<sup>2</sup>.

2 Per ulteriori dettagli sull'EFMLG cfr. il sito [www.efmlg.org](http://www.efmlg.org).

### **AREA UNICA DEI PAGAMENTI IN EURO (SINGLE EURO PAYMENTS AREA, SEPA)**

Nel 2002 l'Eurosistema ha definito un modello di cooperazione con il Consiglio europeo per i pagamenti (*European Payments Council, EPC*), vale a dire la struttura di *governance* del settore bancario europeo, istituita con l'obiettivo di creare un'area di pagamento unica per l'euro ed eliminare entro il 2010 qualsiasi differenza fra i livelli di servizio relativi ai pagamenti al dettaglio nazionali e transfrontalieri.

La BCE partecipa in qualità di osservatore all'assemblea plenaria dell'EPC (l'organo decisionale dell'EPC) oltre che alle riunioni degli appositi gruppi di lavoro incaricati di approfondire le problematiche relative al contante, alle carte, al trattamento interamente automatizzato dei pagamenti (*straight-through processing, STP*) e all'infrastruttura di mercato. L'Eurosistema ha valutato formalmente i risultati conseguiti dal settore bancario per la realizzazione della SEPA nel *Rapporto sui progressi compiuti nella realizzazione di un'area unica dei pagamenti in euro*, pubblicato nel giugno 2003, in cui esprime pieno sostegno alle decisioni e agli impegni assunti dall'EPC. Un importante passo in avanti è stato l'avvio del sistema STEP 2 nel mese di aprile 2003 da parte dell'Associazione bancaria per l'euro (ABE), un'associazione composta dalle banche commerciali dell'Unione e dalle filiali di banche estere che operano nell'UE. STEP 2 è il nuovo sistema transfrontaliero al dettaglio per il trattamento dei pagamenti di massa (attualmente solo bonifici) ed è il primo sistema di compensazione automatizzato paneuropeo (*pan-European automated clearing house, PE-ACH*). La capacità di ricezione di STEP 2 – vale a dire la capacità di una banca di ricevere pagamenti attraverso PE-ACH – è stata estesa gradualmente a tutte le banche dell'UE, aumentando così la sua quota di mercato nel settore dei bonifici intra-UE.

D'altra parte il rapporto dell'Eurosistema ribadisce anche che, se le banche non adempiranno agli impegni assunti ai fini della realizzazione della SEPA, l'Eurosistema potrà considerare di

ricorrere allo strumento della regolamentazione, in aggiunta al ruolo di catalizzatore, e sottolinea specificamente la necessità di attuare standard di STP paneuropei quale pre-requisito per la realizzazione di un'area di pagamento unica per tutti gli strumenti di pagamento.

Nel rapporto, l'Eurosistema elenca alcuni indicatori specifici (noti come indicatori SEPA) per la misurazione dei progressi compiuti verso la realizzazione dell'area unica rispetto agli obiettivi fissati dall'EPC. Nella seconda metà del 2003, l'EPC e l'Eurosistema hanno definito un quadro di riferimento per la segnalazione di tali dati, che comprende la predisposizione di un rapporto trimestrale da parte dell'EPC per l'Eurosistema. Il primo rapporto alla fine del 2003 ha evidenziato progressi in diversi settori, fra cui l'adozione del codice IBAN (*International Bank Account Number*) e l'introduzione di un servizio di base per i bonifici (Credeuro) che prevede tempi di esecuzione non superiori a tre giorni.

In ottobre la BCE ha organizzato, in collaborazione con l'EPC, un *workshop* sull'area di pagamento unica finalizzato specificatamente al coinvolgimento dei paesi aderenti nel progetto SEPA. Nel corso dell'anno sono inoltre stati organizzati degli incontri con i partecipanti dell'UE al Gruppo di contatto sulla strategia per i pagamenti in euro (*Contact Group for Euro Payments Strategy, COGEPS*) sul tema dei pagamenti di importo rilevante nonché delle transazioni al dettaglio. Nel 2003 l'Eurosistema ha continuato a collaborare attivamente con la Commissione europea nel quadro del ruolo complementare svolto dalle due istituzioni per promuovere l'area di pagamento unica. Al riguardo, la BCE ha risposto alla consultazione pubblica avviata dalla Commissione europea su un *Nuovo quadro giuridico per i pagamenti nel mercato interno*.

### **CONSOLIDAMENTO DELL'INFRASTRUTTURA EUROPEA PER LE TRANSAZIONI IN TITOLI**

L'Eurosistema ha uno specifico interesse all'integrazione delle strutture di regolamento

## Riquadro 9

### LE MISURE DELL'INTEGRAZIONE DEI MERCATI FINANZIARI DELL'AREA DELL'EURO

Il livello di integrazione dei mercati finanziari dell'area dell'euro può essere misurato in diversi modi. Questo riquadro descrive brevemente alcuni degli indicatori utilizzabili ed esprime una valutazione sul grado di integrazione dei diversi mercati finanziari dell'area<sup>1</sup>.

Gli indicatori di integrazione finanziaria consentono di valutare l'influenza di fattori geografici sul prezzo degli strumenti finanziari e sul comportamento degli operatori di mercato. Alcune di queste misure si basano sulla legge del prezzo unico e verificano in che misura attività finanziarie comparabili e disponibili in tutti i paesi dell'area dell'euro vengano scambiate allo stesso prezzo in tutta l'area. Altri indicatori stimano l'importanza relativa di fattori comuni all'area dell'euro nella definizione dei prezzi delle attività, rispetto a fattori idiosincratici (di natura principalmente nazionale). Infine, alcune misure sono utilizzate per quantificare gli effetti di ostacoli agli investimenti transfrontalieri.

In generale, la maggior parte delle statistiche indica che il grado di integrazione è ancora differenziato nei diversi mercati finanziari: esso è abbastanza avanzato per molti segmenti del mercato monetario, più contenuto per i mercati obbligazionari e azionari.

La convergenza fra i rendimenti dei titoli di Stato con caratteristiche di rischio di credito, scadenza e emissione analoghe, o addirittura identiche, non è ancora completa, probabilmente anche a causa di differenze nella liquidità del mercato primario e secondario o nel grado di sviluppo dei mercati degli strumenti derivati collegati ai diversi mercati obbligazionari.

Il livello di integrazione dei mercati azionari non è particolarmente elevato, anche se i rendimenti azionari sembrano determinati in misura crescente da fattori comuni all'area. Allo stesso tempo, il cosiddetto "home bias" (ovvero la propensione degli investitori ad allocare una parte sproporzionata dei propri investimenti azionari in titoli nazionali) si è ridotto considerevolmente negli ultimi anni, anche se permangono diversi rilevanti ostacoli all'ulteriore integrazione dei mercati azionari, fra cui le diversità di regolamentazione a livello nazionale e la considerevole frammentazione dei sistemi di compensazione e regolamento dell'area.

La frammentazione dei mercati del credito resta significativa. Ad esempio, persiste la propensione a svolgere attività di prestito e di deposito con società non finanziarie e famiglie residenti. In alcune casi tale tendenza è "naturale", ovvero riconducibile a vantaggi di prossimità e ad asimmetrie informative; in altri casi essa è principalmente dovuta a ostacoli di natura regolamentare, quali la normativa fiscale, il diritto fallimentare ecc.

<sup>1</sup> Per ulteriori dettagli su queste misure cfr. l'articolo *Il processo di integrazione dei mercati finanziari in Europa* nel numero di ottobre 2003 del Bollettino mensile della BCE.

**IL RESEARCH NETWORK SUL SISTEMA FINANZIARIO E L'INTEGRAZIONE DEI MERCATI FINANZIARI IN EUROPA**

Nell'aprile 2002 la BCE e il *Center for Financial Studies* (CFS) hanno istituito un *Research Network* per promuovere la ricerca sul sistema finanziario e l'integrazione dei mercati finanziari in Europa. In particolare, l'obiettivo di tale iniziativa è di stimolare e coordinare la ricerca accademica su tematiche di rilievo nell'ambito della politica economica, in modo da contribuire ad affinare ulteriormente l'analisi svolta dalla BCE sulle condizioni correnti e l'evoluzione futura della struttura del sistema finanziario europeo, del suo grado di integrazione e dei collegamenti con i sistemi finanziari degli Stati Uniti e del Giappone. Ulteriori informazioni sono disponibili nel sito Internet del *Network* all'indirizzo [www.eu-financial-system.org](http://www.eu-financial-system.org). Il primo *workshop* del *Network* si è tenuto presso la BCE nell'aprile 2002; esso si è occupato di definire l'agenda dei lavori, individuando cinque settori prioritari di ricerca: (a) la concorrenza nel settore bancario e l'estensione geografica delle attività bancarie; (b) le scelte di portafoglio internazionali e i collegamenti fra i mercati finanziari di Europa, Stati Uniti e Giappone; (c) i mercati obbligazionari europei; (d) i sistemi di regolamento delle operazioni in titoli europei; (e) la nascita e lo sviluppo del *venture capital* e di nuovi mercati in Europa. Il secondo *workshop*, organizzato a marzo dalla Suomen Pankki – Finlands Bank a Helsinki, ha trattato i primi due argomenti. Il terzo *workshop*, ospitato a novembre dalla Banca di Grecia ad Atene, ha approfondito il terzo argomento e ha iniziato a discutere del quarto e del quinto<sup>1</sup>. Sempre nell'ambito del *Network*, la BCE ha istituito un programma di sponsorizzazione, denominato *Lamfalussy Fellowship* in onore del primo presidente dell'IME, diretto a giovani ricercatori che conducano attività di ricerca di alto livello su tali argomenti. I primi due anni di attività del *Network* saranno celebrati nel maggio 2004 con un convegno presso la sede della BCE a Francoforte, durante il quale saranno presentati i principali risultati delle ricerche. Si sintetizzano di seguito alcune prime conclusioni dei lavori finora svolti. In primo luogo, alcune delle caratteristiche inerenti alle attività tradizionali di credito e di deposito svolgono un'azione di freno all'espansione transfrontaliera delle banche commerciali, anche all'interno di un'area valutaria comune. Secondariamente, alcune ricerche teoriche suggeriscono che le strutture di vigilanza potrebbero non essere neutrali nei confronti di un'ulteriore integrazione del settore bancario europeo. In terzo luogo, numerose evidenze empiriche mostrano che l'introduzione dell'euro ha contribuito a ridurre il costo del capitale nell'area dell'euro. Come quarto punto, un'integrazione verticale troppo spinta tra le piattaforme di negoziazione e di regolamento può porre ostacoli a un efficiente consolidamento dei sistemi di regolamento delle operazioni in titoli. In ultimo, la crescente globalizzazione delle attività delle imprese è un fattore che contribuisce a spiegare l'aumento della correlazione fra rendimenti azionari a livello mondiale.

1 Nell'ottobre 2002 la BCE ha anche tenuto la sua seconda *Central Banking Conference*. Gli atti di tale evento sono disponibili sul sito della BCE, cfr. V. Gaspar, P. Hartmann, O. Steljpen (a cura di), *The transformation of the European financial system*, giugno 2003.

delle operazioni in titoli a livello UE in quanto ciò favorisce una piena parità concorrenziale fra gli operatori dell'area. Il processo di consolidamento dell'industria del *post-trading* è proseguito nel 2003 con la fusione fra i due principali sistemi di compensazione con controparte centrale, Clearnet e la London Clearing House. La fusione nel 2002 dei sistemi di regolamento Euroclear e CrestCo, che regolano le transazioni sui mercati azionari attraverso Clearnet e la London Clearing House, ha segnato un altro importante passo in avanti verso l'integrazione delle strutture di regolamento nell'UE.

#### **DATI STATISTICI SUL GRADO DI INTEGRAZIONE DEL SISTEMA FINANZIARIO DELL'AREA DELL'EURO**

Nel 2003 sono stati resi disponibili nuovi dati statistici per la valutazione del livello di integrazione del sistema finanziario dell'area dell'euro. Il riquadro 9 descrive alcuni degli indicatori utilizzati a questo fine. In collaborazione con il mondo accademico, l'Eurosistema ha inoltre promosso una ricerca rilevante a fini di politica economica sul livello di integrazione dei sistemi finanziari dell'area (cfr. il riquadro 10).

Per quanto riguarda il sistema bancario dell'area dell'euro, la BCE sta sviluppando una serie di indicatori chiave atti a misurarne il grado di integrazione. Tali indicatori sono costruiti usando i dati trimestrali delle consistenze forniti dalle istituzioni monetarie finanziarie (IFM) e offrono una misura diretta delle attività bancarie transfrontaliere all'interno dell'area dell'euro. Oltre alle misure tradizionali della quota di attività transfrontaliera, tali indicatori si concentrano sulla distribuzione dell'attività, sul ruolo centrale svolto dai sistemi bancari nazionali e sulle disparità fra questi sistemi in termini di possibilità di accesso. Questi indicatori mostrano che la quota di attività transfrontaliera è modesta per i segmenti dell'attività bancaria al dettaglio (cfr. il riquadro 9), mentre è maggiore e crescente per il mercato interbancario dei depositi. Vale la pena di notare, tuttavia, che nel condurre le attività transfrontaliere, le banche stanno diventando sempre più neutrali rispetto all'ubicazione geografica

delle controparti nell'ambito dell'area dell'euro, tanto nel segmento al dettaglio che in quello all'ingrosso.

Le nuove statistiche armonizzate dei tassi di interesse delle IFM pubblicate per la prima volta nel dicembre 2003 consentono un raffronto su base armonizzata fra i tassi di interesse bancari al dettaglio su depositi e prestiti in tutta l'area dell'euro (cfr. la sezione 4 del capitolo 2). Queste nuove statistiche mensili contribuiscono alla valutazione della convergenza verso un unico mercato finanziario europeo per i depositi e i prestiti e aumenteranno la trasparenza dell'attività bancaria nell'area dell'euro. Le statistiche sui mercati finanziari prodotte dalla BCE comprendono anche gli indicatori di prezzo e di volume per i mercati monetari, obbligazionari e azionari, oltre a misure di volatilità e convergenza per tutti i segmenti di mercato dell'area dell'euro.



## 4 LA SORVEGLIANZA SULL'INFRASTRUTTURA DEL MERCATO

Fra i compiti statutari dell'Eurosistema figura l'esercizio della sorveglianza sui sistemi di pagamento e di compensazione. Tale funzione mira ad assicurare che l'organizzazione complessiva dei flussi di pagamento all'interno dell'economia sia efficiente e sicura, con particolare riguardo alla minimizzazione dei rischi sistemici determinati da malfunzionamenti dei sistemi di pagamento e compensazione o da effetti di contagio innescati dal fallimento di partecipanti al sistema.

L'Eurosistema ha inoltre un interesse generale al corretto funzionamento di altre infrastrutture (quali i sistemi di compensazione e regolamento degli strumenti finanziari) utilizzate per il trasferimento di titoli, in quanto eventuali problemi nel regolamento delle garanzie potrebbero avere riflessi negativi sulla regolare conduzione delle operazioni di politica monetaria e sull'ordinato funzionamento dei sistemi di pagamento. Malfunzionamenti nei sistemi di regolamento delle operazioni in titoli (SRT) possono trasmettersi automaticamente ai sistemi di pagamento attraverso i meccanismi di consegna contro pagamento (*delivery versus payment*, DVP) usati per il trasferimento dei titoli e del contante. Analogamente, problemi nel regolamento delle operazioni in titoli possono derivare dalla incapacità delle controparti centrali di compensare queste transazioni. In considerazione di tale interesse generale, nel 2003 la BCE si è incontrata con l'Associazione dei depositari centralizzati europei (*European Central Securities Depositories Association*, ECSDA) per discutere le implicazioni degli sviluppi recenti per i fornitori di servizi di regolamento. Inoltre, nell'ambito del Gruppo di contatto sulle infrastrutture per le operazioni in titoli in euro, l'Eurosistema ha analizzato insieme agli operatori di mercato il sistema delle attività stanziabili a garanzia (oggetto di una consultazione pubblica nel 2003), gli sviluppi relativi ai titoli a breve termine, i collegamenti indiretti<sup>3</sup> (*relayed links*) e le operazioni in titoli. Informazioni dettagliate sulle infrastrutture di mercato sono contenute nella pubblicazione della BCE *Payment and securities settlement systems in the European Union*, anche noto come *Blue Book*<sup>4</sup>.

Le funzioni di sorveglianza dell'Eurosistema comprendono i sistemi di pagamento di importo rilevante (inclusi i gestori delle reti su cui tali sistemi si basano), i servizi di pagamento al dettaglio e altre attività che potrebbero incidere sul corretto funzionamento dei pagamenti nell'area dell'euro.

### 4.1 LA SORVEGLIANZA SULL'INFRASTRUTTURA E SUI SISTEMI DI PAGAMENTO DI IMPORTO RILEVANTE IN EURO

#### TARGET

La sorveglianza dell'Eurosistema interessa tutti i sistemi di pagamento in euro, compresi quelli gestiti dallo stesso Eurosistema, ad esempio il sistema di regolamento lordo in tempo reale Target. Gli standard minimi di sorveglianza applicati a tale sistema non sono meno rigorosi di quelli utilizzati per i sistemi gestiti da privati.

Conformemente a quanto deciso dal Consiglio direttivo all'inizio del 2003, l'attività di sorveglianza su Target si pone due obiettivi operativi principali. In primo luogo, le autorità di sorveglianza competenti (cioè le BCN, per le componenti nazionali, e la BCE, per il meccanismo di pagamento EPM) sono tenute a esaminare i molteplici aspetti di Target e valutare la rispondenza del sistema ai Principi fondamentali per i sistemi di pagamento di importanza sistemica<sup>5</sup> adottati dal Consiglio direttivo nel 2001 quale fondamento della propria politica di

3 Con i collegamenti indiretti gli SRT non devono più necessariamente collegarsi a tutti gli altri SRT ma è sufficiente connettersi a un SRT, già collegato a tutti gli altri.

4 Nel settembre 2003 la BCE ha pubblicato un aggiornamento del *Blue Book*, con i dati relativi a tutti i 15 Stati membri dell'UE dal 1997 al 2001, preparato in collaborazione con le BCN. Nello stesso mese ha inoltre ospitato un seminario di due giorni per i banchieri centrali dedicato ai sistemi di pagamento e di regolamento delle transazioni in titoli.

5 Rapporto del Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento *Principi fondamentali per i sistemi di pagamento di importanza sistemica*, BRI, gennaio 2001. Tale rapporto contiene inoltre una definizione sintetica delle responsabilità delle banche centrali in proposito. La responsabilità B prevede che le banche centrali siano tenute ad assicurare che tutti i sistemi di pagamento di importanza sistemica da esse gestiti siano conformi ai Principi fondamentali.

sorveglianza in tale ambito. In secondo luogo, le autorità di sorveglianza competenti devono comunicare i risultati di tale valutazione alle BCN e al Consiglio direttivo, in modo da predisporre le eventuali misure necessarie ad assicurare la piena conformità con i Principi fondamentali.

Nel 2003 le autorità di sorveglianza hanno valutato la rispondenza di tutte le componenti di Target ai Principi fondamentali<sup>6</sup>. Nel complesso l'esito dell'esercizio di valutazione è stato positivo, anche se sono state individuate aree suscettibili di miglioramento. I risultati degli esercizi di valutazione saranno resi pubblici.

## EURO 1

L'Associazione bancaria per l'euro (ABE), ovvero l'organizzazione che riunisce le banche commerciali con sede nell'UE e le filiali europee di banche estere, è responsabile del sistema di compensazione multilaterale per i pagamenti di importo rilevante in euro, noto come Euro 1. In seguito alla realizzazione, sempre da parte dell'ABE, di un nuovo sistema transfrontaliero al dettaglio (Step 2, cfr. anche la sezione 3 di questo capitolo), le cui operazioni sono regolate in Euro 1, quest'ultimo è stato interessato da alcune modifiche tecniche. Nel novembre 2003 l'ABE ha anche introdotto una nuova funzione detta *Flexible Settlement Mechanism*, che consente alle banche di regolare le loro posizioni in Step 2 tramite Euro 1 senza diventarne partecipanti diretti o azionisti.

In qualità di autorità responsabile per la sorveglianza di Euro 1, la BCE ha valutato le modifiche apportate al sistema rispetto ai Principi fondamentali e ha riscontrato talune limitate criticità, che peraltro non hanno un impatto significativo sulla sicurezza e l'efficienza del sistema. La BCE affronterà tali criticità a tempo debito in collaborazione con l'Associazione bancaria per l'euro.

## CONTINUOUS LINKED SETTLEMENT

*Continuous Linked Settlement* (CLS) è un sistema progettato per regolare le operazioni in cambi in modo simultaneo, definitivo e irrevocabile.

Prima della sua introduzione, il regolamento di ciascun segmento di un'operazione in cambi avveniva separatamente; ciò era all'origine di un elevato rischio sistemico in caso di insolvenza di una delle parti. CLS rappresenta la risposta del mercato alle pressioni esercitate dalle banche centrali al fine di ridurre il rischio di regolamento nelle operazioni in cambi (meglio noto come "rischio Herstatt")<sup>7</sup>. Nei confronti di CLS la BCE svolge una duplice funzione: partecipa all'azione di sorveglianza e offre servizi di regolamento. La sorveglianza di CLS è infatti condotta in stretta collaborazione dalle banche centrali del G10, con la Federal Reserve System nel ruolo di autorità primaria di sorveglianza.

CLS ha cominciato a operare nel settembre 2002, con il regolamento basato sul meccanismo "pagamento contro pagamento" (PVP) delle operazioni in cambi in sette valute principali<sup>8</sup>, alle quali se ne sono aggiunte altre quattro<sup>9</sup> a partire dal settembre 2003. Dal suo avvio, le operazioni regolate dalle banche nel sistema sono rapidamente aumentate sia in termini di valore sia di volume; al dicembre 2003 il valore giornaliero delle operazioni regolate in CLS ha raggiunto i 550 miliardi di dollari statunitensi, pari a una media di 37.000 operazioni al giorno. Dopo il dollaro statunitense, l'euro è la valuta più trattata in CLS, con una quota pari a un terzo dei pagamenti lordi regolati nel sistema.

Grazie al meccanismo PVP, CLS riduce significativamente i rischi di regolamento delle operazioni in cambi, caratteristica particolarmente apprezzata dall'Eurosistema. Tuttavia, il

6 Nell'ambito di tale esercizio di valutazione, è stata anche verificata la conformità ai Principi fondamentali da parte di altri sistemi di pagamento di importo rilevante in euro, ovvero: il Paris Net Settlement (PNS) francese, il Pankkien On-line Pika-siirrot ja Sekit-järjestelmä (POPS) finlandese e il Servicio de Pagos Interbancarios (SPI) spagnolo.

7 La collaborazione della BCE con le altre banche centrali del G10 riguarda soprattutto la sorveglianza sui sistemi di regolamento di importanza sistemica, il cui regolare funzionamento è di importanza vitale anche al di fuori dell'area dell'euro.

8 Il dollaro statunitense, l'euro, lo yen giapponese, la sterlina britannica, il franco svizzero, il dollaro canadese e quello australiano.

9 La corona danese, la corona svedese, la corona norvegese e il dollaro di Singapore.

sistema introduce nel contempo un certo grado di rischio di liquidità, in quanto impone alle banche di effettuare i pagamenti in uno specifico arco temporale (fra le 7:00 e le 12:00 ora dell'Europa centrale) e, in caso di malfunzionamenti di CLS, le banche sono esposte al rischio di non ricevere le valute di contropartita nei tempi previsti. Le banche hanno fino ad ora gestito adeguatamente le esigenze di liquidità connesse con il funzionamento di CLS. Le procedure di gestione della liquidità delle banche risultano efficaci e la domanda di liquidità necessaria a effettuare i pagamenti nei confronti di CLS non ha avuto riflessi negativi sul mercato dei fondi liquidi nel suo complesso<sup>10</sup>.

#### SWIFT

La Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication (SWIFT) è un'organizzazione realizzata su basi cooperative e posseduta da banche. Essa gestisce una rete di collegamenti telematici con l'obiettivo di razionalizzare lo scambio di pagamenti e altre istruzioni finanziarie fra gli intermediari di tutto il mondo. La BCE partecipa all'azione di sorveglianza sulla SWIFT in collaborazione con le banche centrali del G10 e con la Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique, che agisce in qualità di autorità primaria di sorveglianza.

Oltre che sulla tenuta del sistema in caso di crisi, l'attenzione delle autorità di sorveglianza si è concentrata sull'adozione di una rete di nuova generazione (la migrazione a SWIFT-Net), il cui completamento è previsto per la fine del 2004. SWIFT ha informato regolarmente le autorità di sorveglianza sullo stato di avanzamento dell'iniziativa, nonché su eventuali incidenti o modifiche previste al piano di migrazione a SWIFTNet.

#### ACCORDI FRA BANCHE CORRISPONDENTI

Spesso le banche intrattengono accordi per la reciproca fornitura di pagamenti e servizi collegati, soprattutto transfrontalieri (accordi fra banche corrispondenti, *correspondent banking*). Nell'UE l'attività sui conti di corrispondenza per pagamenti in euro è fortemente concentrata

presso pochi operatori: secondo un'indagine condotta di recente dalla BCE su un campione di banche della UE, al 10 per cento del campione era ascrivibile quasi l'80 per cento del valore e il 34 per cento del volume dei pagamenti in euro tra banche corrispondenti. Esistono indicazioni di ulteriore concentrazione in tale comparto di attività.

Allo stadio attuale, l'Eurosistema ritiene che, nell'immediato, l'alto livello di concentrazione non possa generare rischio sistemico, poiché la quota di pagamenti fra banche corrispondenti rappresenta solo una frazione dei flussi complessivi di pagamenti in euro. La quasi totalità dei pagamenti è eseguita tramite sistemi di trasferimento di fondi interbancari, come Target. Tuttavia l'Eurosistema, in relazione al proprio interesse alla stabilità complessiva del sistema finanziario, continuerà a monitorare gli sviluppi di questa particolare area di attività.

## 4.2 I SERVIZI DI PAGAMENTO AL DETTAGLIO

### SORVEGLIANZA DEI SISTEMI DI PAGAMENTO AL DETTAGLIO

Al fine di assolvere al proprio compito statutario di promuovere il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento, l'Eurosistema ha meglio definito il proprio orientamento di *policy* relativo al comparto dei pagamenti al dettaglio.

Dopo una consultazione pubblica avviata nel 2002, il 26 giugno del 2003 il Consiglio direttivo ha approvato il documento *Standard di sorveglianza dei sistemi di pagamento al dettaglio in euro*, disponibile insieme al relativo comunicato stampa sul sito Internet della BCE. Tali standard si basano sui Principi fondamentali per i sistemi di pagamento di importanza sistemica e sono stati adottati con l'obiettivo di

<sup>10</sup> I fondi necessari per effettuare i pagamenti a CLS si attestano in media su diverse centinaia di milioni di euro; i pagamenti più ingenti sono in media pari a circa 1 miliardo di euro; a oggi il pagamento più importante effettuato da un'unica banca è stato pari a 5,9 miliardi di euro. In nessun caso si sono riscontrati effetti negativi sui mercati monetari dell'area dell'euro.

promuovere la sicurezza ed efficienza nei sistemi di pagamento al dettaglio, oltre che di assicurare l'esercizio armonizzato dell'attività di sorveglianza su tali sistemi nell'area dell'euro.

Il documento citato definisce i criteri per suddividere i sistemi di pagamento al dettaglio in tre categorie: sistemi di importanza sistemica, sistemi rilevanti e altri sistemi di pagamento al dettaglio. Tutti i Principi fondamentali andranno applicati ai sistemi di pagamento di importanza sistemica, mentre a quelli rilevanti si applicano solo sei principi. Gli altri sistemi di pagamento, infine, dovranno essere conformi ad altri standard a essi applicabili (per esempio, quelli previsti dall'Eurosistema per gli schemi di moneta elettronica<sup>11</sup> o altri standard adottati a livello nazionale).

### SISTEMI DI MONETA ELETTRONICA

Il rapporto *E-money Systems Security Objectives* del maggio 2003 descrive l'orientamento generale di sorveglianza dell'Eurosistema con riferimento alla moneta elettronica. In questo campo, gli obiettivi di sicurezza sono incentrati sull'affidabilità complessiva e la sicurezza tecnica degli schemi, al fine di accrescere la fiducia del pubblico in questi sistemi, oltre che sulla necessità di garantire loro la piena parità concorrenziale dal punto di vista regolamentare. Nel corso del 2004 sarà valutata da parte delle BCN la rispondenza di tutti gli schemi di moneta elettronica a tali standard.

### PAGAMENTI ELETTRONICI

Negli anni recenti il crescente uso delle nuove tecnologie di comunicazione e l'esigenza di meccanismi di pagamento specifici per il commercio elettronico hanno favorito la nascita di nuovi intermediari, specializzati nell'invio e trattamento delle istruzioni di pagamento. Nel contempo, le banche hanno sviluppato anche nuovi strumenti grazie ai quali i clienti possono accedere ai propri conti ed effettuare pagamenti<sup>12</sup>. In questo contesto, la BCE intende favorire la cooperazione fra tutte le parti interessate (*stakeholders*) e rendere disponibili analisi e statistiche che possono essere d'aiuto all'esame dei mercati nell'ottica di un ulter-

riore miglioramento dell'efficienza e della sicurezza dei meccanismi di pagamento. La sorveglianza sull'offerta di pagamenti tramite le reti Internet e di telefonia mobile si concentrerà inizialmente sugli aspetti di sicurezza. Al fine di conseguire tali obiettivi, nel maggio 2003 la BCE ha dato nuovo impulso all'Osservatorio sui sistemi di pagamento elettronici (*e-Payment Systems Observatory*, ePSO), un progetto avviato inizialmente nel 2000 sotto l'egida della Commissione europea. Tale progetto prevede l'uso di un sito Internet per condividere le informazioni sui sistemi e gli strumenti di pagamento elettronici innovativi ([www.e-pso.info](http://www.e-pso.info)) e include un forum di discussione elettronico, un elenco degli schemi di pagamento elettronici e articoli sugli argomenti più rilevanti in questo settore.

### 4.3 I SISTEMI DI COMPENSAZIONE E REGOLAMENTO DELLE TRANSAZIONI IN TITOLI

Il ruolo dell'Eurosistema nel comparto dei sistemi di compensazione e regolamento delle operazioni in titoli è duplice<sup>13</sup>. Da un lato, il Consiglio direttivo verifica la conformità degli SRT dell'UE agli standard specifici definiti nel gennaio 1998 al fine di minimizzare i rischi dell'Eurosistema durante la conduzione di operazioni di politica monetaria. Dall'altro, l'Eurosistema collabora con le altre autorità responsabili della regolamentazione e della sorveglianza dei sistemi di compensazione e regolamento delle operazioni in titoli a livello europeo. I contributi dell'Eurosistema in questo campo sono stati trasmessi al gruppo Giovannini – un forum di esperti finanziari che svolge funzioni consultive per la Commissione

11 *Report on electronic money*, agosto 1998; *Electronic money system security objectives*, maggio 2003.

12 Per ulteriori dettagli cfr. l'articolo *L'elettronificazione dei pagamenti in Europa* sul Bollettino mensile della BCE del maggio 2003.

13 In assenza di standard di sorveglianza armonizzati per l'UE, gli standard del 1998 sono stati di fatto considerati dagli operatori come standard comuni per gli SRT a livello europeo; per tale motivo vengono richiamati in questo capitolo. Ciononostante, gli standard del 1998 non intendono fornire un quadro esaustivo degli standard di sorveglianza e di supervisione sugli SRT.

europea sulle problematiche del settore finanziario – e inclusi nel secondo Rapporto Giovannini<sup>14</sup>. A livello internazionale, la BCE partecipa ai progetti avviati dal Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento (CSPR) della BRI e dall'Organizzazione internazionale delle commissioni sui valori mobiliari (*International Organization of Securities Commissions*, IOSCO) al fine di predisporre delle raccomandazioni per le controparti centrali. Infine, la BCE ha contribuito al *Report on the role of central bank money in payment systems* del CSPR<sup>15</sup>.

#### **VALUTAZIONE DEI SISTEMI DI REGOLAMENTO DELLE OPERAZIONI IN TITOLI**

Con frequenza annuale, l'Eurosistema aggiorna la valutazione degli SRT idonei al regolamento delle proprie operazioni di credito. Tali valutazioni sono volte a minimizzare i rischi a cui l'Eurosistema è esposto nel processo di regolamento e si basano sui criteri definiti nel rapporto *Standards for the use of UE securities settlement systems in ESBC credit operations*, approvato dall'IME nel novembre 1997, il quale prevede nove standard.

Nell'esercizio di valutazione del 2003 l'Eurosistema ha valutato 22 SRT (compresi quattro sistemi ubicati nei tre paesi dell'UE che non hanno ancora adottato l'euro). Nel complesso, gli SRT valutati sono risultati conformi agli standard, anche se in alcuni casi il conseguimento della piena conformità richiederà alcuni miglioramenti. L'Eurosistema riconosce e tiene sotto osservazione gli sforzi compiuti dagli operatori per accrescere la conformità agli standard, e in particolare gli sforzi volti ad aumentare l'affidabilità tecnica e a garantire la continuità di servizio in caso di disastro. Alcuni sistemi hanno aumentato il numero di siti di emergenza e potenziato le strutture di *back-up*, mentre in alcuni paesi sono state modificate le previsioni normative per potenziare la solidità giuridica dei sistemi. Infine, sono state avviate iniziative per ridurre il rischio di ricalcolo delle posizioni (c.d. *unwinding*) associato al regolamento delle transazioni su base netta.

#### **COLLABORAZIONE CON IL COMITATO DELLE AUTORITÀ EUROPEE DI REGOLAMENTAZIONE DEI VALORI MOBILIARI**

Nel 2001 il Consiglio direttivo ha approvato il quadro di riferimento per la collaborazione fra il SEBC e il Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (*Committee of European Securities Regulators*, CESR) sui sistemi di compensazione e regolamento delle operazioni in titoli. In particolare, è stato costituito un gruppo di lavoro, composto da rappresentanti di ciascuna banca centrale del SEBC e di tutte le autorità di supervisione partecipanti al CESR.

I lavori si sono incentrati principalmente sullo sviluppo di standard europei per le attività di compensazione e regolamento di strumenti finanziari sulla base delle raccomandazioni del Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento e dell'Organizzazione internazionale delle commissioni sui valori mobiliari (CSPR-IOSCO). Nell'elaborare gli standard, il gruppo di lavoro ha anche tenuto conto dell'esigenza di eliminare gli ostacoli che si frappongono al conseguimento di efficienti processi di compensazione e regolamento transfrontalieri in Europa, in linea con le indicazioni emerse nei già citati rapporti del gruppo Giovannini.

Nel 2003 il gruppo di lavoro ha ultimato un rapporto consultivo, comprendente 19 standard volti ad accrescere la sicurezza, la solidità e l'efficienza dei sistemi di compensazione e regolamento delle operazioni in titoli nell'UE. Una consultazione pubblica su tali standard è stata condotta congiuntamente dal SEBC e dal CESR.

Nel suo rapporto, il gruppo di lavoro ha cercato di seguire un approccio funzionale, ossia di applicare gli standard a tutti i soggetti coinvolti nell'attività di compensazione e regolamento, a prescindere dallo status giuridico delle

<sup>14</sup> Secondo rapporto su *EU Clearing and Settlement Arrangements* del gruppo Giovannini, Bruxelles, aprile 2003, pubblicato sul sito Internet della Commissione europea all'indirizzo [www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int).

<sup>15</sup> BRI, agosto 2003.

istituzioni che svolgono tali funzioni. Pertanto i futuri standard SEBC-CESR si applicheranno alle infrastrutture dei mercati mobiliari e, in particolare, alle controparti centrali, ai depositari centrali nazionali e internazionali. Si prevede che alcuni standard si applicheranno anche alle maggiori banche depositarie (“*custodians* di importanza sistemica”) molto attive nel settore della compensazione e regolamento. Poiché è importante evitare distorsioni nell’individuazione dei soggetti che svolgono un ruolo “di importanza sistemica”, la consultazione pubblica prevedeva un questionario sull’opportunità di comprendere i *custodians* e su come individuare i principali operatori in questo campo. I risultati della consultazione pubblica sono pubblicati sui siti Internet della BCE e del CESR. Il rapporto sugli standard SEBC-CESR dovrebbe essere ultimato entro la metà del 2004.

**Artista**  
Jens Fänge  
**Titolo**  
Jugend, 2003  
**Materiali**  
Olio su tela  
**Formato**  
132 × 122 cm



**CAPITOLO 4**

**LE TEMATICHE EUROPEE  
E INTERNAZIONALI**



## I LE TEMATICHE EUROPEE

Nel 2003 la BCE ha continuato a mantenere contatti regolari con le istituzioni comunitarie e i relativi organismi. Rappresentanti della BCE hanno partecipato alle riunioni del Consiglio Ecofin dedicate a materie attinenti ai compiti e agli obiettivi del SEBC. Il Presidente del Consiglio Ecofin e il Commissario interessato si sono avvalsi, quando l'hanno ritenuto opportuno, del diritto di partecipare alle riunioni del Consiglio direttivo. Il Presidente della BCE e i governatori delle BCN hanno preso parte a due riunioni informali del Consiglio Ecofin tenutesi ad Atene (Grecia) e a Stresa (Italia), rispettivamente in aprile e settembre. Il Presidente della BCE ha inoltre partecipato regolarmente alle riunioni dell'Eurogruppo, che ha continuato a costituire un foro particolarmente importante per un dialogo aperto e informale sulle politiche economiche tra la BCE, i ministri delle finanze dei paesi dell'area dell'euro e la Commissione. In aggiunta, la BCE ha continuato a prendere parte agli incontri semestrali del Dialogo macroeconomico, che riunisce rappresentanti degli Stati membri, della Commissione europea, della BCE e delle banche centrali che non fanno parte dell'Eurosistema, nonché delle organizzazioni europee dei datori di lavoro e dei sindacati.

Oltre a mantenere i suddetti rapporti a livello politico, la BCE ha continuato a partecipare alle riunioni di vari organi europei a livello di massimi esperti e di gruppi di lavoro, fra i quali, principalmente, il Comitato economico e finanziario (CEF), il Comitato di politica economica (CPE) e il *Financial Services Committee* (FSC) di recente istituzione. La BCE ha seguito da vicino tutte le discussioni a livello europeo che hanno rilevanza ai fini dell'assolvimento dei suoi compiti, partecipando in particolare ai dibattiti in merito al Progetto di trattato che istituisce una Costituzione per l'Europa (Progetto di Costituzione), agli Indirizzi di massima per le politiche economiche e al Patto di stabilità e crescita.

### I.1 LE TEMATICHE RELATIVE ALLE POLITICHE ECONOMICHE

#### LA COSTITUZIONE PER L'EUROPA

Nel luglio del 2003 la Convenzione europea sul futuro dell'Europa (Convenzione) ha finalizzato il Progetto di Costituzione che ha trasmesso al Consiglio europeo. In conformità con l'articolo 48 del Trattato sull'Unione europea (TUE), la presidenza italiana del Consiglio ha convocato una Conferenza intergovernativa (CIG) per discutere e adottare formalmente le modifiche ai Trattati esistenti. La CIG ha iniziato a riunirsi in ottobre. In occasione del Consiglio europeo del 12 e 13 dicembre 2003, i Capi di Stato o di Governo non sono riusciti a trovare un accordo complessivo sul Progetto di Costituzione. Il Consiglio europeo ha invitato la presidenza irlandese a valutare le prospettive di progresso e a rendere conto al Consiglio europeo nel marzo del 2004.

La BCE ha seguito molto da vicino i progressi tanto della Convenzione quanto della CIG e ha contribuito alle loro deliberazioni sulle tematiche di rilievo per i compiti e il mandato della BCE e del SEBC. Tali contributi hanno incluso due lettere inviate dal Presidente della BCE al Presidente della Convenzione in maggio e in giugno del 2003 volte a trasmettere i suggerimenti del Consiglio direttivo ai fini di un miglioramento del Progetto preliminare di Trattato costituzionale. Entrambe le lettere sono state pubblicate sul sito Internet della BCE.

Nell'estate del 2003 la presidenza italiana del Consiglio ha trasmesso a quest'ultimo il Progetto di Costituzione della Convenzione quale proposta formale per l'emendamento dei Trattati e ha invitato formalmente la BCE a formulare un parere. La competenza della BCE a formulare un parere è basata sull'articolo 48 del TUE, che prevede la consultazione della BCE nel caso di modifiche istituzionali in ambito monetario. Il 19 settembre la BCE ha presentato il proprio parere alla Presidenza del Consiglio<sup>1</sup>. In esso la BCE ha accolto favorevolmente

1 CON/2003/20, GU C 229 del 25.9.2003, pag. 7.

il Progetto di Costituzione in quanto semplificata, razionalizza e chiarifica il quadro giuridico e istituzionale dell'Unione europea. La BCE ha riaffermato di comprendere che il necessario trasferimento delle disposizioni relative alla BCE e al SEBC dall'attuale Trattato alla Costituzione non avrebbe comportato alcuna modifica quanto alla sostanza dei loro compiti, mandato, status e regime giuridico. Pur attribuendo un elevato valore alla stabilità istituzionale e operativa in ambito monetario, la BCE ha anche segnalato di essere consapevole del fatto che una nuova Costituzione avesse implicazioni necessarie per il quadro istituzionale. Tuttavia, essa ha considerato che le modifiche e gli aggiornamenti previsti dal processo costituzionale non influenzassero tale stabilità.

Malgrado questa valutazione generalmente positiva, il parere della BCE ha individuato nel Progetto di Costituzione alcuni articoli rilevanti per l'esercizio delle funzioni e dei compiti della BCE e del SEBC che avrebbero tratto beneficio da ulteriori chiarimenti e correzioni.

I principali suggerimenti della BCE hanno riguardato l'introduzione di un riferimento alla "crescita non inflazionistica" o alla "stabilità dei prezzi" nell'articolo I-3, paragrafo 3, relativo agli obiettivi dell'Unione, per chiarire lo status della BCE nel quadro istituzionale; l'aggiunta di un riferimento al SEBC e all'Eurosistema nel titolo dell'articolo I-29 che tratta della BCE, dell'Eurosistema e del SEBC, per riconoscere l'indipendenza delle BCN in tale articolo; l'introduzione di un riferimento al termine ampiamente riconosciuto "Eurosistema" nel Progetto di Costituzione; l'aggiunta di un riferimento esplicito alle responsabilità del SEBC nell'articolo III-90 relativo alla rappresentanza esterna dell'euro.

La BCE è intervenuta formalmente ai negoziati della CIG in un'occasione. La presidenza del Consiglio aveva proposto di estendere significativamente l'attuale procedura di emendamento semplificata per le modifiche all'articolo 10.2 dello Statuto del SEBC (per ulteriori

dettagli, cfr. il capitolo 8 sulle procedure correnti). La nuova procedura avrebbe riguardato qualsiasi modifica delle disposizioni di base che regolano gli organi decisionali della BCE e avrebbe consentito che gli emendamenti venissero effettuati senza ratifica da parte degli Stati membri. In una lettera al Presidente del Consiglio UE datata 26 novembre 2003 il Presidente della BCE ha enfatizzato che il Consiglio direttivo nutre serie preoccupazioni in merito a tale proposta, considerandola una modifica di vasta portata dell'attuale costituzione del SEBC. Di conseguenza, la presidenza del Consiglio ha deciso di abbandonare la proposta.

#### **INDIRIZZI DI MASSIMA PER LE POLITICHE ECONOMICHE DELL'ANNO 2003**

Gli Indirizzi di massima per le politiche economiche adottati nel 2003 dal Consiglio Ecofin hanno non solo sottolineato la necessità di una persistente solidità delle finanze pubbliche, ma hanno anche posto considerevole enfasi sulle riforme strutturali. In linea con la strategia di Lisbona, gli Stati membri sono stati esortati a perseguire politiche volte a integrare i mercati dei capitali e ad accrescere la concorrenza nei mercati dei beni e dei servizi. Oltre alle raccomandazioni tese a migliorare il funzionamento dei mercati del lavoro tramite accordi salariali adeguati ed efficaci sistemi fiscali e di assistenza e previdenza sociale, gli Indirizzi di massima per le politiche economiche hanno prestato particolare attenzione anche alla sostenibilità a lungo termine delle finanze pubbliche in vista dell'invecchiamento della popolazione dell'UE. Da un punto di vista procedurale, gli Indirizzi di massima per le politiche economiche dell'anno 2003 sono stati adottati per la prima volta per un periodo di tre anni, dal 2003 al 2005 (come già avvenuto per gli Orientamenti per l'occupazione). Questa nuova procedura rispecchia un desiderio di concentrarsi maggiormente sull'attuazione delle politiche piuttosto che sulla frequente adozione di nuovi indirizzi.

La BCE è stata coinvolta nella preparazione degli Indirizzi di massima per le politiche economiche tramite la sua partecipazione al CEF e

al CPE. In tale contesto, la BCE ha accolto con favore l'attenzione rivolta dagli Indirizzi di massima a politiche macroeconomiche e riforme strutturali orientate alla stabilità, nonché l'accresciuta enfasi sulla loro attuazione. Nelle sue dichiarazioni e pubblicazioni la BCE ha sottolineato continuamente la necessità di accelerare l'attuazione delle riforme strutturali per migliorare il potenziale di crescita dell'area dell'euro. In particolare, la BCE ha tentato di creare una consapevolezza in merito alla necessità di riformare i mercati del lavoro e di integrare i mercati finanziari (cfr. anche il riquadro 5).

#### **RAPPORTO DEL CONSIGLIO ECOFIN SUL RAFFORZAMENTO DEL COORDINAMENTO DELLE POLITICHE DI BILANCIO**

Nel novembre del 2002, in risposta a una richiesta del Consiglio europeo, la Commissione ha presentato alcune proposte per rafforzare il coordinamento delle politiche di bilancio. Il Consiglio Ecofin ha successivamente esaminato le proposte della Commissione e ha adottato, nel marzo del 2003, il proprio rapporto sul rafforzamento del coordinamento delle politiche di bilancio (*Report on strengthening the coordination of budgetary policies*). In tale rapporto il Consiglio Ecofin ha convenuto con la Commissione che non si rendevano necessarie né modifiche del Trattato o del Patto di stabilità e crescita, né l'introduzione di nuovi obiettivi o regole di bilancio. Nel contempo, il Consiglio Ecofin ha condiviso il parere della Commissione relativamente alla presenza di ambiti in cui l'attuazione poteva essere migliorata. Ad esempio, il Consiglio Ecofin ha rilevato che, benché il monitoraggio dei saldi nominali continuasse a essere essenziale, il rispetto dell'obbligo di bilanci prossimi al pareggio o in avanzo previsto dal Patto di stabilità e crescita avrebbe dovuto essere valutato in termini di saldo corretto per gli effetti del ciclo. Inoltre il Consiglio Ecofin ha considerato che nel valutare le politiche di bilancio degli Stati membri si dovrebbe prestare attenzione alle circostanze nazionali specifiche, quali la qualità e la sostenibilità a lungo termine delle finanze pubbliche nonché

il margine di sicurezza necessario per prevenire una violazione del valore di riferimento del 3 per cento per il rapporto tra disavanzo e PIL. Il Consiglio Ecofin ha anche sottolineato che i paesi con disavanzi che eccedono l'obbligo di bilanci prossimi al pareggio o in avanzo previsto dal Patto di stabilità e crescita devono migliorare le proprie posizioni di bilancio corrette per gli effetti del ciclo. In tale contesto, il Consiglio Ecofin ha richiamato l'accordo dell'Eurogruppo del 7 ottobre 2002 secondo cui i paesi dell'area dell'euro con disavanzi eccedenti l'obbligo di posizioni prossime al pareggio o in avanzo dovrebbero ridurre i sottostanti disavanzi almeno dello 0,5 per cento del PIL all'anno.

Nel corso dei dibattiti sulle proposte della Commissione la BCE ha sottolineato che le regole e le procedure del Patto di stabilità e crescita definiscono un quadro adeguato per le politiche di bilancio nell'UEM. La BCE ha pertanto appoggiato pienamente il parere del Consiglio Ecofin secondo cui le modifiche del Patto di stabilità e crescita non erano giustificate.

#### **ATTUAZIONE DEL PATTO DI STABILITÀ E CRESCITA**

Nel 2003 l'attuazione del Patto di stabilità e crescita ha vissuto un momento critico. In un contesto economico caratterizzato da condizioni meno favorevoli del previsto, gli Stati membri che non erano riusciti a raggiungere solide posizioni di bilancio durante la precedente congiuntura positiva hanno avuto crescenti difficoltà a rispettare il valore di riferimento del 3 per cento del PIL per il disavanzo pubblico – e in alcuni casi si è ritenuto che l'avessero già oltrepassato. Nel 2002 il Consiglio Ecofin aveva deciso che in Portogallo esisteva un disavanzo eccessivo e aveva emesso una raccomandazione a tale paese al fine di porre termine alla situazione di disavanzo eccessivo al più tardi entro il 2003. Nel corso del 2003 la procedura per il disavanzo eccessivo del Portogallo è stata sospesa in attesa di tale correzione (cfr. il riquadro 11 per una presentazione della procedura dei disavanzi eccessivi).

Nel gennaio 2003 il Consiglio Ecofin ha adottato una decisione relativamente all'esistenza di un disavanzo eccessivo in Germania e ha emesso una raccomandazione a tale paese affinché ponesse fine alla situazione di disavanzo eccessivo. Il Consiglio Ecofin ha raccomandato che le autorità tedesche adottassero nel 2003 le misure correttive previste nei loro piani di bilancio pari all'1 per cento del PIL e che il disavanzo eccessivo fosse corretto quanto prima e al più tardi entro il 2004.

I dati sui disavanzi e sui livelli di debito certificati dall'Eurostat nel marzo del 2003 hanno successivamente mostrato che nel 2002 anche il disavanzo di bilancio della Francia eccedeva il valore di riferimento del 3 per cento del PIL. Di conseguenza, il Consiglio Ecofin ha adottato una decisione nel giugno 2003 sull'esistenza di un disavanzo eccessivo in Francia e ha emesso una raccomandazione a tale paese affinché ponesse fine alla situazione di disavanzo eccessivo. Il Consiglio Ecofin ha raccomandato che le autorità francesi raggiungessero nel 2003 un miglioramento del saldo corretto per gli effetti del ciclo significativamente superiore a quanto previsto nei propri piani e che il disavanzo eccessivo fosse corretto quanto prima e al più tardi entro il 2004.

Dato il protrarsi di una situazione di bilancio negativa in Francia e Germania, in ottobre e novembre la Commissione ha deciso di avviare le fasi successive delle procedure per i disavanzi eccessivi per questi due paesi. A tal fine la Commissione ha emesso raccomandazioni affinché il Consiglio decidesse se fossero state intraprese azioni efficaci o se tali azioni si stessero dimostrando adeguate, nonché raccomandazioni per una decisione del Consiglio in cui si esortassero Francia e Germania ad attuare le misure necessarie a ridurre i rispettivi disavanzi. La Commissione ha ritenuto che la Francia non avesse intrapreso azioni efficaci, mentre le azioni intraprese dalla Germania sono state giudicate inadeguate. La Commissione ha raccomandato di estendere la scadenza per la correzione dei disavanzi eccessivi di Francia e Germania dal 2004 al 2005, invocando condi-

zioni economiche peggiori del previsto in tali paesi.

In occasione della riunione del 25 novembre 2003 il Consiglio Ecofin ha deciso di non adottare le decisioni raccomandate dalla Commissione, giustificando tale azione sulla base sia del clima economico peggiore del previsto sia degli impegni di bilancio assunti dai governi di Francia e Germania. Esso ha invece adottato le conclusioni del Consiglio in cui ha deciso di sospendere le procedure per i disavanzi eccessivi e ha richiesto a Francia e Germania di prendere delle misure che garantissero la correzione dei rispettivi disavanzi eccessivi entro il 2005.

In una dichiarazione rilasciata immediatamente dopo la riunione del Consiglio Ecofin del 25 novembre, il Consiglio direttivo ha espresso il suo profondo rammarico relativamente alle decisioni prese dal Consiglio Ecofin. Il Consiglio direttivo ha avvisato che la mancata aderenza alle regole e alle procedure previste dal Patto di stabilità e crescita da parte del Consiglio Ecofin rischia di ledere la credibilità del quadro istituzionale e la fiducia nella solidità delle finanze pubbliche dei paesi dell'area dell'euro. Ricordando gli impegni di bilancio di Francia e Germania, il Consiglio direttivo ha esortato i governi interessati a far fronte alle rispettive responsabilità, sottolineando come fosse imperativo che venissero prese azioni atte a limitare gli effetti negativi sulla fiducia. Il Consiglio direttivo ha anche rassicurato il pubblico in merito al suo fermo impegno nei confronti del mantenimento della stabilità dei prezzi.

Il 28 gennaio 2004 la Commissione ha presentato un ricorso dinanzi alla Corte di giustizia europea avverso le conclusioni del Consiglio Ecofin del 25 novembre 2003 nell'intento di fare chiarezza giuridica relativamente all'applicazione delle disposizioni del Patto di stabilità e crescita. La BCE condivide le preoccupazioni della Commissione in merito alle conclusioni del Consiglio Ecofin e rispetta la decisione della Commissione di cercare chiarezza giuridica al riguardo.

**LA PROCEDURA DEI DISAVANZI ECCESSIVI**

La procedura dei disavanzi eccessivi stabilisce le iniziative da intraprendere per valutare e decidere in merito all'esistenza di un disavanzo eccessivo e assicurare la sua tempestiva correzione. Essa è basata sull'articolo 104 del Trattato e sul Regolamento (CE) n. 1467/97 del Consiglio, del 7 luglio 1997, relativo all'accelerazione e al chiarimento delle modalità di attuazione della procedura per i disavanzi eccessivi, che è parte integrante del Patto di stabilità e crescita.

Quando il rapporto fra il disavanzo pubblico, previsto o effettivo, e il PIL supera il valore di riferimento del 3 per cento e tale superamento non è modesto e temporaneo, o se il rapporto tra debito pubblico e PIL supera il valore di riferimento del 60 per cento e non si riduce a un ritmo soddisfacente, la Commissione prepara un rapporto. Il CEF prepara un parere su tale rapporto e, se la Commissione considera che esiste un disavanzo eccessivo, la stessa presenta un parere al Consiglio Ecofin. Sulla base di una raccomandazione della Commissione, il Consiglio Ecofin adotta una decisione in merito all'esistenza di un disavanzo eccessivo. Qualora ritenga che esiste un disavanzo eccessivo, il Consiglio Ecofin raccomanda che lo Stato membro interessato corregga il proprio disavanzo eccessivo e fissa una scadenza di non oltre quattro mesi per l'adozione di misure correttive da parte del paese membro. Il Consiglio Ecofin fissa una scadenza anche per la correzione del disavanzo eccessivo, che dovrebbe essere completata nell'anno seguente la sua individuazione salvo sussistano circostanze eccezionali. Se lo Stato membro adotta le misure raccomandate la procedura viene sospesa e la Commissione e il Consiglio Ecofin tengono sotto osservazione la loro attuazione. Qualora le misure non fossero adottate, il Consiglio Ecofin prende una decisione a tal fine e intima entro un mese allo Stato membro di prendere le misure atte a ridurre il disavanzo. Il contenuto dell'intimazione può differire da quello della precedente raccomandazione a seconda degli sviluppi intervenuti. Se le misure vengono adottate, la procedura viene nuovamente sospesa e la Commissione e il Consiglio Ecofin ne tengono sotto osservazione l'attuazione. Se tuttavia le misure necessarie non vengono adottate entro un periodo non superiore a due mesi, come previsto dal Consiglio Ecofin, quest'ultimo prende la decisione di imporre sanzioni. Quando il Consiglio Ecofin decide di imporre sanzioni è di regola necessario un deposito non fruttifero di interessi. Se dopo due anni il disavanzo eccessivo non è stato corretto, il deposito viene di regola convertito in una multa.

In sintesi, la procedura per i disavanzi eccessivi comprende tre principali fasi. In primo luogo, la decisione in merito all'esistenza di un disavanzo eccessivo e l'emissione di raccomandazioni allo Stato membro interessato da parte del Consiglio Ecofin. In secondo luogo, un'intimazione da parte del Consiglio Ecofin allo Stato membro di prendere le misure atte a ridurre il disavanzo. In terzo luogo, l'imposizione di sanzioni. Qualora in qualsiasi momento dovesse emergere che le misure adottate dallo Stato membro non fossero in fase di attuazione o non fossero efficaci, il Consiglio Ecofin passerebbe alla fase successiva della procedura. La potenziale imposizione di sanzioni costituisce l'incentivo finale per il paese membro a correggere tempestivamente il proprio disavanzo eccessivo.

Quello stesso giorno la Commissione ha annunciato la propria intenzione di presentare alcune proposte volte a rafforzare la *governance* economica nell'area dell'euro, comprendenti alcuni miglioramenti nell'attuazione del Patto di stabilità e crescita. A tale riguardo, il Consiglio direttivo non ha ravvisato la necessità di cambiamenti del Trattato e ha ribadito l'adeguatezza del Patto di stabilità e crescita nella forma attuale. La BCE concorda con la Commissione che potrebbero essere ulteriormente migliorate l'attuazione del Patto di stabilità e crescita, in particolare per quanto riguarda l'analisi dei saldi strutturali e il rafforzamento degli incentivi per solide politiche di bilancio nelle fasi congiunturali favorevoli, nonché la chiarezza e l'applicabilità delle regole di bilancio.

## **1.2 LE MODIFICHE ISTITUZIONALI DI ORGANI EUROPEI RILEVANTI**

Il 16 aprile 2003 è stato firmato il Trattato di adesione, ponendo le basi per l'ingresso nell'UE di dieci nuovi Stati membri il 1° maggio 2004. Come di consueto in seguito alla firma di un trattato di adesione, ai rappresentanti dei paesi aderenti è stato conferito lo statuto di osservatori all'interno delle istituzioni e degli organi comunitari in cui gli Stati membri sono rappresentati. A partire dalla data di adesione essi diverranno membri a pieno titolo di tali istituzioni e organi.

Per garantire la continuità del loro efficace funzionamento dopo l'ampliamento, nella prima metà del 2003 sia il CEF che il CPE hanno rivisto la propria composizione e i propri metodi di lavoro. In seguito a tali revisioni, il 18 giugno 2003 il Consiglio Ecofin ha emendato gli statuti di questi due comitati. Nel caso del CPE si è deciso di ridurre il numero dei membri del comitato nominati da ogni delegazione. Mentre in precedenza gli Stati membri, la Commissione e la BCE potevano nominare fino a quattro membri ciascuno, ai sensi del nuovo statuto il numero di membri per delegazione è stato ridotto a due. Nel caso del CEF, invece, si è

deciso di lasciare invariata la composizione dei membri del comitato. Gli Stati membri, la Commissione e la BCE continueranno a nominare due membri ciascuno. Inoltre, i due membri nominati da ciascuno Stato membro continueranno a essere selezionati fra gli alti funzionari delle amministrazioni pubbliche e della banca centrale nazionale, rispettivamente. Si è tuttavia deciso di variare la partecipazione alle riunioni dei comitati a seconda delle tematiche discusse. Ogniqualvolta il comitato tratta questioni relative ai compiti e alle competenze delle BCN, esso si riunisce nella sua "piena composizione", con tutti i membri presenti. Altrimenti il comitato può riunirsi nella sua "composizione ristretta", soltanto con i membri delle amministrazioni pubbliche, della Commissione e della BCE. Il comitato ritiene che sia importante continuare a usufruire delle competenze e delle conoscenze analitiche delle BCN, nonché mantenere la loro partecipazione nelle questioni di cui esse sono responsabili.

La revisione dei metodi di lavoro del CEF è stata operata non solo in vista dell'ampliamento, ma anche in considerazione dei nuovi assetti istituzionali dell'UE in materia di regolamentazione, vigilanza e stabilità finanziaria (cfr. la sezione 2 del capitolo 3). A tale riguardo, in occasione della sua riunione del 3 dicembre 2002 il Consiglio Ecofin ha richiesto al CEF di fare rapporto in materia di questioni di stabilità finanziaria. In risposta a tale mandato il CEF effettua ora esami regolari della stabilità finanziaria. Alle riunioni dedicate a tali esami partecipano tutte le rilevanti autorità (membri e non), incluso il Presidente del Comitato di vigilanza bancaria del SEBC. Nel febbraio del 2003 il Consiglio Ecofin ha istituito il *Financial Services Committee* (FSC), che ha sostituito il precedente gruppo per la politica dei servizi finanziari (*Financial Services Policy Group*). Esso rende conto al CEF e ha il compito di fornire consulenza al Consiglio Ecofin e alla Commissione su un vasto ventaglio di aspetti di politica economica che influiscono sui mercati finanziari. Alla BCE è stato conferito statuto di osservatore nell'FSC.

## 2 LE TEMATICHE INTERNAZIONALI

La BCE e le BCN hanno continuato a partecipare al processo di cooperazione monetaria, finanziaria ed economica a livello internazionale. Gli accordi per la rappresentanza internazionale della BCE sono rimasti invariati. All'interno dell'UE, il coordinamento sulle questioni macroeconomiche e finanziarie internazionali è proseguito nell'ambito del CEF, nonché con i Direttori esecutivi dell'FMI che rappresentano gli Stati membri dell'UE, incluso l'Osservatore della BCE.

Il 29 maggio 2003 il Presidente degli Stati Uniti ha emesso un ordine esecutivo estendendo alla BCE i privilegi, le esenzioni e le immunità conferite alle organizzazioni pubbliche internazionali ai sensi dell'*International Organizations Immunities Act* del 1945. Ciò ha fatto seguito all'approvazione da parte del Congresso statunitense nel novembre del 2002 della legislazione che sancisce l'applicabilità di tale legge alla BCE. Il nuovo assetto giuridico dovrebbe non solo garantire una migliore protezione delle attività della BCE detenute negli Stati Uniti, ma facilitare anche un ulteriore rafforzamento delle relazioni bilaterali con le corrispondenti istituzioni statunitensi.

### 2.1 IL SISTEMA MONETARIO E FINANZIARIO INTERNAZIONALE

#### SORVEGLIANZA MULTILATERALE E BILATERALE DELLE POLITICHE MACROECONOMICHE

La BCE ha scambiato regolarmente informazioni e opinioni sugli andamenti dell'economia e sulle politiche economiche con altre autorità di politica economica al di fuori dell'area dell'euro e con istituzioni internazionali. Il Presidente della BCE, unitamente alla Presidenza dell'Eurogruppo, ha partecipato alle sessioni degli incontri dei ministri delle finanze e dei governatori delle banche centrali del G7 dedicate alla sorveglianza mondiale e ai tassi di cambio. Il Presidente della BCE ha inoltre preso parte ai dibattiti sullo stato dell'economia mondiale in diversi altri consessi, quali le riunioni dei governatori del G10, di cui assume attualmente la presidenza, e quelle dei ministri

e governatori del G10 e G20. Nell'ambito dell'FMI, l'Osservatore della BCE ha partecipato ai dibattiti del Consiglio di amministrazione dell'FMI sulle prospettive dell'economia mondiale e al suo regolare esame degli andamenti economici e dei mercati mondiali. Infine, all'OCSE la BCE ha preso parte alle attività del Comitato per la politica economica, nel quale sono discussi gli andamenti economici mondiali, nonché le prospettive e i requisiti per le politiche economiche mondiali.

L'FMI e l'OCSE hanno condotto le loro analisi regolari delle politiche monetaria, finanziaria ed economica dell'area dell'euro. L'FMI ha deciso di snellire, a partire dal 2003, la propria sorveglianza delle politiche economiche per l'area dell'euro riducendo da due a una all'anno il numero delle consultazioni ex articolo IV su tali politiche. L'FMI ha inoltre deciso che il personale dell'FMI avrebbe continuato a portare a termine due missioni all'anno presso le autorità dell'area dell'euro, inclusa la BCE, ma che il Consiglio di amministrazione dell'FMI avrebbe discusso il risultato della seconda missione solo informalmente. Il rapporto ex articolo IV sulle politiche economiche dell'area dell'euro, preparato dal personale dell'FMI, è stato pubblicato nel settembre del 2003.

Nel luglio del 2003 l'OCSE ha pubblicato il suo rapporto economico sull'area dell'euro (*Economic Survey of the Euro Area*), in cui sono stati analizzati gli andamenti recenti e le prospettive a breve termine, nonché le politiche di bilancio, monetaria e strutturale e che ha incluso uno studio sulle politiche relative alla concorrenza sui mercati dei beni. Il rapporto, preparato da un'unità dell'OCSE anche sulla base di una visita alla BCE, è stato completato dall'*Economic and Development Review Committee* dell'OCSE in cui l'UE è rappresentata congiuntamente dal Presidente dell'Eurogruppo, dalla Commissione europea e dalla BCE.

#### MONITORAGGIO DEGLI ANDAMENTI NEI MERCATI FINANZIARI MONDIALI

Diverse organizzazioni e consessi internazionali seguono da vicino gli andamenti dei mercati

finanziari mondiali. Nel 2003 la BCE e le BCN hanno partecipato a tali attività di monitoraggio, fornendo le proprie analisi e opinioni, in particolare nell'ambito del Foro per la stabilità finanziaria (FSF), del Comitato sul sistema finanziario globale (CSFG) presso la BRI e del Comitato sui mercati finanziari dell'OCSE.

L'Osservatore della BCE ha partecipato ai dibattiti del Consiglio esecutivo dell'FMI relativi ai rapporti sulla stabilità finanziaria globale (*Global Financial Stability Reports*). La BCE ha inoltre preso parte, in qualità di membro o di osservatore, al lavoro di una serie di istituzioni e consessi internazionali su aspetti specifici del funzionamento dei mercati finanziari internazionali. L'FSF ha esaminato le questioni relative al settore delle riassicurazioni, ai trasferimenti del rischio di credito, alle prassi di revisione dei conti, agli standard contabili, al governo societario (*corporate governance*) e ai centri finanziari *offshore*. Il Comitato di Basilea sulla vigilanza bancaria (CBVB) ha continuato il proprio lavoro sul Nuovo Accordo sui requisiti patrimoniali (cfr. la sezione 2 del capitolo 3). Il CSFG ha pubblicato i rapporti *Credit risk transfer e Incentive structures in institutional asset management and their implications for financial markets* e ha avviato i lavori per studiare il ruolo delle società di rating in ambito di finanza strutturata e di investimenti diretti esteri nei settori finanziari delle economie emergenti. La BCE ha partecipato anche ai lavori del Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento (CSPR), la cui presidenza è stata assunta da uno dei membri del Comitato esecutivo della BCE (cfr. la sezione 4 del capitolo 3).

#### **L'ARCHITETTURA FINANZIARIA INTERNAZIONALE**

Il SEBC ha contribuito con le proprie valutazioni e analisi agli attuali dibattiti in merito all'architettura del sistema finanziario internazionale nell'ambito dell'FMI e dei consessi collegati, sia attraverso la partecipazione diretta sia tramite il suo coinvolgimento nel coordinamento dell'UE.

Ciò ha incluso l'attività volta alla promozione della stabilità economica e finanziaria per mezzo, tra l'altro, di migliori valutazioni della sostenibilità del debito e maggiore attenzione alle potenziali debolezze dei bilanci nelle economie di mercato emergenti.

La comunità internazionale ha inoltre studiato il modo in cui la creazione di istituzioni contribuisce ai risultati economici. In tale contesto, il G20 ha tenuto un dibattito sul ruolo della creazione di istituzioni nel settore finanziario sulla base di alcuni casi di studio preparati da vari membri del G20, tra cui un contributo della BCE relativo all'esperienza in materia di integrazione finanziaria nell'UE<sup>2</sup>.

Per quanto attiene all'ordinata risoluzione delle crisi finanziarie nelle economie di mercato emergenti, l'FMI ha completato l'esame della propria *access policy*, ossia le regole di determinazione del volume del sostegno finanziario da accordare a un paese membro che ha difficoltà di bilancia dei pagamenti. Il Consiglio esecutivo dell'FMI ha definito una serie di requisiti procedurali e sostanziali per disciplinare l'accesso alle sue risorse al di là dei normali limiti, proporzionali alla quota di pertinenza di ciascun paese membro dell'FMI.

Il dibattito sulle procedure tese a facilitare l'ordinata ristrutturazione del debito sovrano è proseguito. Secondo il SEBC è auspicabile che i tre ampi gruppi di strumenti proposti siano ulteriormente sviluppati<sup>3</sup>. Una proposta ha riguardato la modifica dell'approccio contrattuale tramite l'inclusione delle clausole di azione collettiva (CAC) volte a facilitare il coordinamento tra i creditori. Tale proposta è già in corso di attuazione. Nell'arco del 2003 sono stati compiuti progressi significativi verso una più ampia inclusione delle CAC nelle obbligazioni sovrane emesse all'estero. Nel tentativo di promuovere l'ulteriore diffusione

2 *Globalisation: The role of institution building in the financial sector – The EU experience*, BCE, novembre 2003.

3 Per maggiori dettagli, cfr. l'articolo *La risoluzione delle crisi nelle economie emergenti – le sfide per la comunità internazionale* nel numero di novembre 2003 del Bollettino mensile.



delle CAC fra i paesi emergenti, gli Stati membri dell'UE si sono impegnati a includere le CAC nelle loro emissioni internazionali. Una seconda proposta ha interessato la creazione di un meccanismo di ristrutturazione del debito sovrano (*Sovereign Debt Restructuring Mechanism*, SDRM), un tipo di procedura fallimentare internazionale da incorporare nel diritto internazionale. In occasione dell'incontro primaverile del Comitato monetario e finanziario internazionale dell'FMI dell'aprile 2003, tuttavia, è apparso chiaro come la creazione persino di una versione più blanda di tale meccanismo non godesse del necessario sostegno politico. Nondimeno, resta da esplorare il grado in cui le specifiche caratteristiche dell'SDRM – fra cui il miglioramento della trasparenza e dell'informativa, l'aggregazione fra emissioni diverse e la creazione di un foro per la risoluzione delle controversie – potranno essere replicate al di fuori di un contesto di diritto internazionale. Una terza proposta è stata quella di sviluppare un Codice di condotta da applicare su base volontaria, che definirebbe le prassi migliori (*best practices*) e gli indirizzi di massima per i debitori, i creditori e la comunità ufficiale internazionale. I lavori per la redazione di tale codice sono attualmente in corso.

#### IL RUOLO INTERNAZIONALE DELL'EURO

Nel 2003 la BCE ha continuato ad analizzare il ruolo internazionale dell'euro<sup>4</sup>, migliorando il quadro statistico e le conoscenze analitiche dell'impiego dell'euro da parte di non residenti nell'area dell'euro. Sono stati resi disponibili nuovi dati, in particolare sulla scomposizione per valuta del commercio estero di alcuni paesi dell'area dell'euro, sulle operazioni giornaliere in cambi regolate attraverso il *Continuous Linked Settlement* (CLS) e sul ruolo dell'euro nel mercato del credito internazionale.

Nel 2003 la BCE ha anche avviato i lavori volti ad analizzare a livello microeconomico i mercati in cui l'euro è maggiormente utilizzato da non residenti nell'area dell'euro. Particolare attenzione è stata prestata al contributo apportato dalla *City* di Londra al ruolo dell'euro nei mercati finanziari al di fuori dell'area. Nel

complesso, i risultati di tale esame hanno confermato che il ruolo internazionale dell'euro continua ad ampliarsi gradualmente, che è caratterizzato da una forte enfasi regionale e che è, in certa misura, sospinto dalla stessa area dell'euro.

I risultati hanno inoltre fornito un quadro più chiaro sia della distribuzione geografica degli utilizzatori dell'euro sia della portata del suo ruolo mondiale. Nei paesi geograficamente più distanti dall'Europa gli operatori hanno finora utilizzato l'euro principalmente per mutuare fondi (emissione di titoli di debito), nonché nelle transazioni in cambi. Le grandi società statunitensi sono state molto attive nell'emissione di titoli denominati in euro dall'avvio della Terza fase dell'UEM, in particolare per diversificare la propria base di investitori. I centri finanziari negli Stati Uniti e in Asia hanno dato conto complessivamente di una quota significativa di operazioni valutarie in euro. Vi sono indicazioni che gli operatori dei mercati finanziari di alcuni di tali paesi tendano a utilizzare la *City* di Londra come punto di ingresso per le proprie attività finanziarie denominate in euro. In aggiunta, secondo alcune fonti di mercato, la domanda da parte degli investitori asiatici di obbligazioni denominate in euro emesse da non residenti nell'area dell'euro è aumentata nel 2003, a indicazione di un più ampio ruolo dell'euro quale valuta di investimento internazionale. Tuttavia, l'impiego dell'euro quale valuta internazionale rimane perlopiù prevalente nei paesi vicini all'area dell'euro. Nei mercati finanziari al di fuori dell'area dell'euro la *City* di Londra svolge un ruolo di primo piano, in quanto la sua quota di attività finanziarie in euro da parte di non residenti nell'area è in genere compresa fra uno e due terzi. Infine, i dati aggiuntivi ottenuti nel 2003 indicano che la stessa area dell'euro è un'importante determinante del ruolo internazionale della sua moneta, essendo un'economia vasta e finanziariamente aperta. Dall'avvio della Terza fase dell'UEM, le obbligazioni

<sup>4</sup> Cfr. *Review of the international role of the euro*, BCE, dicembre 2003.

denominate in euro emesse da non residenti nell'area dell'euro sono state prese di mira e acquistate in misura significativa da investitori dell'area. In aggiunta, il lavoro condotto nel 2003 ha messo in luce che le banche di proprietà interna all'area dell'euro sono tra i maggiori operatori sui mercati denominati in euro della City di Londra, contribuendo così in misura sostanziale al ruolo dell'euro nei mercati finanziari al di fuori dell'area.

## 2.2 LA COOPERAZIONE CON PAESI AL DI FUORI DELL'UE

Nell'ambito delle sue attività internazionali, nel 2003 la BCE ha continuato a sviluppare un ampio ventaglio di relazioni bilaterali e di contatti in quadri multilaterali con paesi in diverse altre regioni del mondo. Tra i paesi che si trovano in sostanziale prossimità geografica con l'UE, la BCE ha esteso la cooperazione con Russia, Turchia, i paesi dell'area mediterranea, del Medio Oriente e dell'Africa. Inoltre, sono state approfondite le relazioni con le principali economie emergenti nella regione dell'Asia e del Pacifico e in America latina.

Nel novembre del 2003 l'Eurosistema ha avviato l'attuazione di un progetto biennale di assistenza tecnica per la Banca centrale di Russia, finanziato dall'Unione europea nell'ambito del suo programma di Assistenza tecnica per la Comunità degli Stati Indipendenti (programma TACIS). Il progetto comprende la vigilanza e la regolamentazione, l'autorizzazione e le ispezioni bancarie, nonché la riabilitazione bancaria. Esso attinge alla vasta esperienza delle BCN e delle autorità di vigilanza dell'UE nell'ambito della supervisione bancaria. Nove BCN<sup>5</sup> e tre autorità di vigilanza bancaria diverse dalle banche centrali<sup>6</sup> assegneranno ad alcuni esperti il compito di formare circa 400 membri del personale e della direzione della Banca centrale di Russia nell'arco di 24 mesi. La formazione comprenderà corsi e seminari, che si terranno per lo più a Mosca nella sede della Banca centrale di Russia, nonché una visita di studio per gli esperti della Banca cen-

trale di Russia nei paesi dell'UE. La BCE sta coordinando il progetto. Con questo progetto l'Eurosistema intende contribuire all'ulteriore rafforzamento della funzione di vigilanza bancaria della Banca centrale di Russia quale misura chiave per la promozione di un contesto finanziario più stabile.

La BCE ha continuato il dialogo di alto profilo sulle politiche economiche e monetarie con la Banca centrale della Repubblica di Turchia. Attualmente la Turchia ha lo status di paese candidato all'adesione all'UE<sup>7</sup>. Le discussioni con la Banca centrale della Repubblica di Turchia si sono incentrate sul processo di stabilizzazione macroeconomica della Turchia, sulla prevista introduzione di uno schema di *inflation targeting* formale da parte della banca centrale del paese e sulla situazione economica nell'area dell'euro. In aggiunta al dialogo sulle politiche economiche, per tutto il 2003 è continuata la cooperazione tecnica fra varie aree di attività della BCE e della Banca centrale della Repubblica di Turchia.

Negli ultimi anni la BCE ha instaurato relazioni bilaterali con banche centrali nella regione del Mediterraneo. Nell'ottobre del 2003 la BCE, in cooperazione con la Banca d'Italia, ha organizzato un workshop tecnico per i rappresentanti delle banche centrali dei paesi del partenariato di Barcellona<sup>8</sup>. Il *workshop* ha preceduto un seminario di alto livello dell'Eurosistema cui hanno preso parte i governatori delle banche centrali del Mediterraneo e che si è tenuto nel gennaio del 2004 a Napoli. Il seminario si è concentrato sulle relazioni economiche

5 Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France, Central Bank & Financial Services Authority of Ireland, Banca d'Italia, De Nederlandsche Bank, Oesterreichische Nationalbank, Banco de Portugal e Suomen Pankki – Finlands Bank.

6 Rahoitustarkastus della Finlandia, Finansinspektionen della Svezia e Financial Services Authority del Regno Unito.

7 Il Consiglio europeo di Helsinki del 1999 ha accordato alla Turchia lo status di candidato all'adesione all'UE. Nel 2002 il Consiglio europeo di Copenaghen aveva indicato che qualora nel 2004 il Consiglio europeo avesse giudicato la Turchia in linea con i requisiti di natura politica stabiliti a Copenaghen, l'UE avrebbe immediatamente avviato con la Turchia i negoziati sull'accesso.

8 Algeria, Autorità palestinese, Cipro, Egitto, Giordania, Israele, Libano, Malta, Marocco, Siria, Tunisia e Turchia.

e finanziarie tra l'area dell'euro e i paesi del Mediterraneo, sugli accordi di cambio e sulle riforme del settore finanziario individuate tra le più rilevanti dai partecipanti al *workshop*.

In Medio Oriente, la BCE ha sviluppato ulteriormente le relazioni con il *Gulf Cooperation Council* (GCC), vista l'intenzione dei sei Stati membri del GCC<sup>9</sup> di introdurre una moneta unica entro il 2010. In giugno la BCE ha partecipato a un incontro in Qatar del comitato tecnico del GCC incaricato della preparazione all'unione monetaria.

Nel 2003 le relazioni bilaterali con banche centrali dell'Africa hanno continuato a concentrarsi su tematiche connesse alle unioni monetarie. Diversi eventi hanno offerto alla BCE l'opportunità di contribuire ai dibattiti nella regione sulla base della sua esperienza nell'ambito dell'UEM. La BCE è stata invitata a partecipare alle riunioni del *Committee for the Institutional Reform of the West African Monetary Union*<sup>10</sup>, che si sono tenute presso la Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest (BCEAO) a Dakar (Senegal). Tale comitato, che include esperti della BCEAO, di altre banche centrali, dei governi e del mondo accademico, ha il mandato di esaminare lo statuto della BCEAO e il quadro istituzionale dell'area monetaria, fatto salvo l'esistente accordo di cambio. Inoltre, la BCE ha preso parte al foro per i ministri delle finanze dell'area monetaria dell'Africa occidentale (*West African Monetary Zone*)<sup>11</sup> che si è tenuto ad Accra (Ghana) per seguire i progressi compiuti in direzione dell'integrazione monetaria fra paesi di lingua inglese nella regione. La BCE ha altresì partecipato al foro annuale dei governatori del *Macroeconomic and Financial Management Institute of Eastern and Southern Africa*, che ha riunito a Basilea i governatori delle banche centrali di 12 paesi africani e in cui sono stati discussi gli esistenti progetti di unione monetaria regionale in Africa, nonché le lezioni sull'integrazione economica che possono essere tratte dall'UEM.

Nel corso dell'anno sono state ulteriormente rafforzate le relazioni bilaterali con l'Asia orientale, in particolare tramite la visita di un membro del Comitato esecutivo in Corea, Giappone e Indonesia. La BCE ha inoltre partecipato alla quinta riunione dei ministri delle finanze di Asia-Europa svoltasi a Bali (Indonesia) nel luglio del 2003. Il contributo della BCE si è incentrato sull'integrazione economica nella regione dell'Asia orientale, sul ruolo delle banche centrali nella gestione delle crisi e sull'esperienza europea con la regolamentazione e la cooperazione nel perseguimento della stabilità finanziaria.

Nel 2003 la BCE è divenuta un "membro collaboratore" del *Centre for Latin American Monetary Studies* (CEMLA), dopo aver partecipato a un numero crescente di conferenze e riunioni del CEMLA a partire dal 1999. Uno dei principali obiettivi del CEMLA è la promozione di una migliore conoscenza delle questioni monetarie e bancarie in America latina e nei Caraibi, nonché l'informazione sugli sviluppi delle politiche monetarie e finanziarie regionali e internazionali. Il CEMLA ha inoltre avviato un progetto per promuovere la convergenza a livello di raggruppamenti sub-regionali.

9 Arabia Saudita, Bahrein, Emirati Arabi Uniti, Kuwait, Oman e Qatar.

10 Benin, Burkina Faso, Costa d'avorio, Guinea-Bissau, Mali, Niger, Senegal e Togo.

11 Gambia, Ghana, Guinea, Nigeria e Sierra Leone.





**LA RESPONSABILITÀ  
PER IL PROPRIO OPERATO**

## I LA RESPONSABILITÀ PER IL PROPRIO OPERATO NEI CONFRONTI DEI CITTADINI

Negli ultimi decenni l'indipendenza delle banche centrali si è rivelata una delle principali caratteristiche istituzionali della politica economica dei paesi industrializzati. La decisione di rendere le banche centrali indipendenti dall'influenza politica è saldamente radicata nell'esperienza storica, nella teoria economica e nell'evidenza empirica, a dimostrazione che tale indipendenza favorisce il mantenimento della stabilità dei prezzi contribuendo, così, al benessere economico generale.

Nel contempo, l'esigenza di rendere le autorità pubbliche responsabili per il proprio operato di fronte ai cittadini, dai quali deriva, in ultima analisi, il loro mandato e la loro indipendenza, è un principio fondamentale delle società democratiche. Tale responsabilità può essere intesa come l'obbligo giuridico e istituzionale di una banca centrale indipendente a spiegare chiaramente ed esaurientemente le proprie decisioni ai cittadini e ai loro rappresentanti eletti, rendendosi così responsabile del conseguimento dei propri obiettivi.

Il Trattato che istituisce la Comunità europea stabilisce i compiti e gli obiettivi del SEBC ed è stato ratificato in tutti gli Stati membri dell'UE, conformemente alle diverse costituzioni nazionali. I cittadini europei hanno quindi conferito al SEBC il mandato di perseguire la stabilità dei prezzi e, fatto salvo questo obiettivo primario, di sostenere le politiche economiche generali della Comunità. Il Trattato stabilisce anche precisi obblighi di rendiconto, il che consente ai cittadini europei e ai loro rappresentanti eletti di ritenere la BCE responsabile del conseguimento di tali obiettivi. La Convenzione sul futuro dell'Europa ha riconfermato questo assetto istituzionale includendolo nella bozza di Trattato che stabilisce una Costituzione per l'Europa (cfr. la sezione 1 del capitolo 4).

Sin dall'inizio, la BCE ha riconosciuto l'importanza fondamentale dell'obbligo di rendere conto del proprio operato e, a tal fine, mantiene un dialogo continuo con i cittadini europei e i loro rappresentanti eletti. Tale impegno trova,

tra l'altro, riscontro nei numerosi discorsi pubblici tenuti dai membri del Consiglio direttivo nel 2003 in tutta l'area dell'euro. I contatti con i cittadini europei consentono all'Eurosistema di spiegare le decisioni di politica monetaria del Consiglio direttivo e di affrontare direttamente le varie problematiche.

Oltre a questi contatti diretti con i cittadini europei, il Trattato stabilisce una serie di obblighi di rendiconto per la BCE; un esempio è costituito dal Rapporto annuale, indirizzato al Parlamento europeo, al Consiglio UE, alla Commissione e al Consiglio europeo. Altri obblighi di rendiconto comprendono la pubblicazione di un rapporto trimestrale e di una situazione contabile consolidata settimanale. La BCE va al di là di questo obbligo statutario, pubblicando esaurienti bollettini con cadenza mensile. A livello istituzionale, il Trattato assegna un ruolo di primo piano al Parlamento europeo per quanto attiene alla responsabilità della BCE (cfr. la sezione 2 di questo capitolo).

Sotto diversi aspetti, la responsabilità è strettamente collegata alla trasparenza. Trasparenza significa non soltanto fornire informazioni, ma anche strutturare tali informazioni in modo tale che il pubblico possa comprenderle; essa facilita, inoltre, il processo di responsabilizzazione delle banche centrali. La BCE considera la trasparenza una caratteristica fondamentale della propria azione di politica monetaria. La trasparenza richiede che le banche centrali spieghino chiaramente le modalità interpretative e attuative dei propri compiti. Ciò aiuta il pubblico a tenere sotto osservazione e a valutare l'operato di una banca centrale. La trasparenza richiede altresì una spiegazione del contesto analitico alla base del proprio processo decisionale e della valutazione dello stato dell'economia, unitamente a un chiarimento della logica economica sottostante alle decisioni di politica monetaria. Una strategia di politica monetaria annunciata pubblicamente aumenta sensibilmente il livello di trasparenza. In linea con tali considerazioni, la BCE ha annunciato la propria strategia nel 1998, confermandola e chiarendola successivamente nel maggio 2003, dopo

una approfondita valutazione del Consiglio direttivo (cfr. la sezione 1 del capitolo 1). La BCE ha fornito in tal modo al pubblico dei chiari parametri di riferimento rispetto ai quali valutare il proprio operato.

La trasparenza può accrescere l'efficacia della politica monetaria per diverse ragioni. In primo luogo, una banca centrale può migliorare la propria credibilità chiarendo come interpreta il proprio mandato e come intende eseguirlo. Percepire una banca centrale come un'istituzione determinata e capace di realizzare il proprio mandato contribuisce a fissare le aspettative circa le dinamiche future dei prezzi. Se, a loro volta, le attese sono saldamente legate a livelli compatibili con la stabilità dei prezzi, vi sono minori ragioni perché gli operatori economici si discostino dall'ipotesi di stabilità quando fissano salari e prezzi e vi è anche un minore rischio che si inneschi una spirale inflazionistica o deflazionistica tra queste due variabili.

In secondo luogo, un forte impegno a favore della trasparenza impone autodisciplina ai responsabili della politica monetaria, il che contribuisce a sua volta a garantire che le loro decisioni e spiegazioni siano coerenti nel tempo. Agevolare il controllo pubblico delle decisioni di politica monetaria stimola maggiormente gli organi decisionali ad assolvere i propri mandati in maniera adeguata e coerente.

In terzo luogo, annunciando pubblicamente la propria strategia di politica monetaria e comunicando con regolarità la propria valutazione degli andamenti economici, la banca centrale fornisce linee guida ai mercati consentendo alle attese di formarsi con maggiore efficienza e precisione. Ciò aiuta i mercati finanziari a meglio comprendere le risposte della politica monetaria alle dinamiche economiche e, quindi, ad anticipare l'orientamento generale della politica monetaria nel medio termine; questo, a sua volta, dovrebbe contribuire al regolare andamento dei mercati finanziari.

Per garantire trasparenza e responsabilità del proprio operato, la BCE utilizza una serie di

strumenti di comunicazione che vanno molto al di là degli obblighi previsti dal Trattato e che sono spiegati in maggior dettaglio nel capitolo 6<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Per una trattazione più esauriente sulla responsabilità e trasparenza, cfr. il numero di novembre 2002 del Bollettino mensile della BCE.



## 2 LA RESPONSABILITÀ NEI CONFRONTI DEL PARLAMENTO EUROPEO

### 2.1 LE RELAZIONI CON IL PARLAMENTO EUROPEO NEL 2003: SINTESI

Secondo quanto previsto dall'articolo 113 del Trattato, la BCE ha continuato a riferire con regolarità al Parlamento europeo sulle decisioni assunte in materia di politica economica e sugli altri compiti a essa assegnati. Come negli anni scorsi, questi contatti tra la BCE e il Parlamento europeo sono stati principalmente realizzati attraverso le audizioni trimestrali del Presidente della BCE dinanzi alla Commissione per i problemi economici e monetari del Parlamento. Il Presidente è stato anche invitato a presentare il Rapporto annuale 2002 della BCE alla sessione plenaria del Parlamento.

Inoltre, secondo una prassi consolidata, anche altri membri del Comitato esecutivo sono stati invitati a comparire dinanzi al Parlamento europeo per uno scambio di opinioni su una serie di questioni. Ad aprile 2003 il Vicepresidente ha presentato il Rapporto annuale 2002 della BCE alla Commissione per i problemi economici e monetari che, a marzo, aveva ascoltato il parere di Otmar Issing sul contesto economico e sulla bozza degli Indirizzi di massima per le politiche economiche 2003-05.

Andando oltre gli obblighi previsti dal Trattato, la BCE ha continuato a rispondere volontariamente alle interrogazioni scritte presentate dagli europarlamentari su questioni attinenti all'attuazione del suo mandato.

Va, inoltre, ricordato il ruolo svolto dal Parlamento europeo nella nomina del nuovo Presidente e di altri membri del Comitato esecutivo. L'articolo 112 del Trattato prevede che il Parlamento europeo debba esprimere il suo parere sui candidati prima che vengano nominati congiuntamente dai governi degli Stati membri a livello di capi di Stato o di governo. Per formulare un parere al riguardo, il Parlamento europeo ha invitato il Sig. Trichet e la Sig.ra Tumpel-Gugerell a comparire dinanzi alla Commissione per i problemi economici e monetari per esprimere le proprie opinioni e rispondere alle interrogazioni dei membri della

Commissione. Dopo queste audizioni, il Parlamento europeo riunito in sessione plenaria ha confermato entrambe le nomine.

### 2.2 LE POSIZIONI DELLA BCE SU ALCUNE QUESTIONI SPECIFICHE SOLLEVATE DURANTE GLI INCONTRI CON IL PARLAMENTO EUROPEO

Sebbene le audizioni dinanzi alla Commissione per i problemi economici e monetari abbiano affrontato un'ampia gamma di tematiche, l'attenzione si è principalmente concentrata sulle decisioni di politica monetaria della BCE e sulla valutazione degli andamenti economici e monetari alla base di tali decisioni. I paragrafi che seguono esaminano altre questioni importanti sollevate dal Parlamento europeo e riportano le opinioni espresse dalla BCE; molte di tali problematiche sono anche trattate nella risoluzione del 3 luglio 2003 del Parlamento sul Rapporto annuale presentato dalla BCE lo scorso anno.

#### RIFORMA DELLE MODALITÀ DI VOTO DEL CONSIGLIO DIRETTIVO

In conformità dell'articolo 10.6 dello Statuto del SEBC, il 3 febbraio 2003 la BCE ha presentato una raccomandazione al Consiglio UE per una riforma delle modalità di voto del Consiglio direttivo (per ulteriori informazioni, cfr. la sezione 1 del capitolo 8). Il citato articolo prevede, inoltre, che la Commissione europea e il Parlamento europeo siano consultati prima che il Consiglio UE assuma qualsiasi decisione. A febbraio il Presidente della BCE ha presentato la raccomandazione alla Commissione per i problemi economici e monetari che, durante il dibattito, ha sollevato alcune critiche.

Nel parere del 13 marzo 2003, il Parlamento europeo ha respinto la raccomandazione della BCE e ha suggerito di mantenere le regole esistenti in base alle quali i governatori di tutte le BCN dell'Eurosistema hanno diritto di voto in seno al Consiglio direttivo.

Nella riunione di marzo 2003 il Consiglio UE, nella composizione dei Capi di Stato e di governo, ha adottato all'unanimità le nuove modalità di voto del Consiglio direttivo, approvando la raccomandazione della BCE. La riforma entrerà in vigore dopo la ratifica di tutti gli Stati membri – secondo quanto previsto dai loro rispettivi obblighi istituzionali – e le nuove modalità di voto saranno applicate non appena il numero dei governatori delle BCN in seno al Consiglio direttivo sarà superiore a 15.

#### **VALUTAZIONE DELLA STRATEGIA DI POLITICA MONETARIA DELLA BCE**

Il Presidente ha riferito al Parlamento europeo sull'esito della valutazione della politica monetaria della BCE effettuata dal Consiglio direttivo (per ulteriori dettagli cfr. la sezione 1 del capitolo 1). Alcuni membri della Commissione per i problemi economici e monetari hanno accolto con favore la conferma e il chiarimento della strategia – soprattutto per quanto attiene alla definizione di stabilità dei prezzi – dichiarando che essa garantisce la continuità della politica della BCE; altri hanno chiesto se la strategia di politica monetaria della BCE sia simmetrica nell'evitare tanto l'inflazione quanto la deflazione e se la definizione di stabilità dei prezzi della BCE tenga sufficientemente conto di una potenziale distorsione di misurazione insita nell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC).

Il Presidente ha spiegato che la BCE avrebbe continuato a vigilare per evitare sia l'inflazione sia la deflazione. Al riguardo, l'aver recentemente chiarito che nel perseguire la stabilità dei prezzi il Consiglio direttivo cerca di mantenere nel medio termine l'inflazione leggermente al di sotto di una crescita del 2 per cento dello IAPC sui dodici mesi, garantisce un ampio e adeguato margine di sicurezza contro il rischio di deflazione. Egli ha proseguito sottolineando che, sebbene la misura della distorsione di misurazione dello IAPC sia ancora incerta, gli studi disponibili indicano che la stessa avrebbe probabilmente un effetto limitato. Chiarendo che la stabilità dei prezzi deve essere mantenuta nel medio termine, la BCE ha

tenuto conto del fatto che risulta impossibile per una banca centrale disciplinare puntualmente l'andamento dei prezzi nel breve termine e che questi possono, quindi, eccedere temporaneamente i livelli di crescita considerati compatibili con l'obiettivo della stabilità.

Nella sua risoluzione sul Rapporto annuale 2002 della BCE, il Parlamento europeo ha accolto con favore la valutazione della strategia di politica monetaria della BCE esprimendo la sua convinzione “che i chiarimenti rafforzeranno l'adeguatezza della strategia politica per gli anni a venire”.

#### **RESPONSABILITÀ E TRASPARENZA**

La responsabilità e la trasparenza hanno nuovamente svolto un ruolo di primo piano negli incontri tra la BCE e il Parlamento europeo che non hanno modificato sostanzialmente le proprie opinioni. Nella sua risoluzione sul Rapporto annuale 2002 della BCE, il Parlamento europeo ha ribadito la richiesta di pubblicazione di una sintesi dei verbali e della ripartizione dei voti espressi nelle riunioni del Consiglio direttivo.

Il Presidente ha ricordato che la politica della BCE su tali questioni ha rispecchiato il contesto istituzionale specifico in cui la BCE ha operato, dove le decisioni di politica monetaria sono prese a livello dell'intera area dell'euro e le politiche economiche continuano a essere in larga misura responsabilità dei singoli Stati membri. Poiché tale assetto correva il rischio di far apparire i membri del Consiglio direttivo come rappresentanti nazionali, la BCE ha deciso di non fornire alcuna indicazione che possa rivelare il comportamento individuale di voto o lasciare spazio a speculazioni al riguardo contribuendo, così, ad assicurare che le decisioni del Consiglio direttivo continuino ad essere prese esclusivamente nell'ottica dell'intera area dell'euro. L'approccio della BCE ha anche contribuito a focalizzare l'attenzione del pubblico sull'esito delle deliberazioni di politica monetaria piuttosto che sul comportamento di voto garantendo, in tal modo, la chiarezza dei suoi messaggi e migliorando l'efficacia e la

prevedibilità delle sue decisioni di politica monetaria. Infine, il Presidente ha ricordato che i canali di comunicazione scelti dalla BCE, in particolare le conferenze stampa mensili tenute subito dopo le riunioni del Consiglio direttivo, sono più efficaci in termini di tempestività che non la pubblicazione dei verbali.

Da un punto di vista più generale, il Presidente ha sottolineato che gli scambi di opinioni con il Parlamento europeo vengono attentamente valutati e recepiti nelle deliberazioni degli organi decisionali della BCE. A titolo di esempio il Presidente ha citato la pubblicazione delle proiezioni economiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema che è stata realizzata a seguito della richiesta avanzata dal Parlamento europeo. Invero la BCE continua a ricercare modi per accrescere il livello di trasparenza e di responsabilità per il suo operato ogni qual volta il conseguimento degli obiettivi di politica monetaria glielo consente.

#### **RUOLO INTERNAZIONALE DELL'EURO E RAPPRESENTANZA ESTERNA DELL'AREA DELL'EURO**

Un altro tema, approfonditamente esaminato dal Parlamento europeo nel 2003, è stato il ruolo internazionale dell'euro e la rappresentanza esterna dell'area dell'euro. Diversi membri della Commissione per i problemi economici e monetari hanno sollecitato politiche più attive per contribuire a un maggiore utilizzo della moneta unica a livello internazionale, ad esempio in quanto moneta di fatturazione per le importazioni di beni e le forniture di energia all'area dell'euro. Inoltre, nella sua risoluzione sul ruolo internazionale dell'area dell'euro e nella sua prima valutazione dell'introduzione delle banconote e monete in euro, adottate il 3 luglio 2003, il Parlamento europeo ha suggerito la nomina di un unico rappresentante per l'area dell'euro cui verrebbero attribuiti "ampi poteri a parlare e ad agire per conto dei paesi dell'area dell'euro in tutti i più importanti fori multilaterali che si occupano di questioni finanziarie ed economiche". Secondo il Parlamento europeo tale ruolo potrebbe essere svolto da un Vicepresidente della Commissione

europea responsabile degli affari economici e monetari.

Il Presidente ha ricordato che la BCE ritiene che il ruolo internazionale dell'euro sia stato essenzialmente guidato dal mercato; in tale contesto, la BCE non incoraggia né sfavorisce l'uso dell'euro da parte di soggetti non residenti. Nello stesso tempo, il Presidente della BCE ha anche ribadito che il ruolo internazionale della moneta unica è gradualmente cresciuto negli ultimi anni e si è detto d'accordo con l'opinione del Parlamento europeo circa la necessità di migliorare lo schema di rilevazione statistica per verificare l'utilizzo dell'euro a livello internazionale, obiettivo al cui conseguimento la BCE stava attivamente contribuendo e che è stato anche esaminato nei suoi pareri legali.

In merito alla rappresentanza dell'area dell'euro all'esterno, il Presidente ha sottolineato che per quanto riguarda l'euro la BCE continuerà ad agire come l'istituto che manifesta a livello internazionale la posizione dell'area dell'euro, in osservanza delle responsabilità a essa conferite dal Trattato. Secondo il suo mandato, la BCE, rappresentata dai membri dei propri organi decisionali, è la sola voce dell'area dell'euro per tutte le questioni collegate alla politica monetaria unica, ruolo che è stato anche confermato dalla Convenzione sul futuro dell'Europa.



**Artista**  
Gérard Garouste  
**Titolo**  
La du gne et le p nitent, 1998  
**Materiali**  
Olio su tela  
**Formato**  
195 x 160 cm



**CAPITOLO 6**

**L'ATTIVITÀ DI  
COMUNICAZIONE  
ESTERNA**

## I LA POLITICA DI COMUNICAZIONE

L'attività di comunicazione è parte integrante della politica monetaria della BCE e rientra nell'adempimento delle altre funzioni a essa conferite. Nella comunicazione con il pubblico, con i mezzi d'informazione e con gli specialisti di settore (come gli operatori dei mercati finanziari) la BCE cerca di contribuire all'efficienza, all'efficacia e alla credibilità della propria politica monetaria. Un altro obiettivo consiste nel rendere pienamente conto delle proprie azioni, come spiegato più in dettaglio nel capitolo 5. Al fine di conseguire tali scopi, la BCE deve essere aperta e trasparente e deve favorire la conoscenza e la comprensione da parte del pubblico del proprio mandato e delle proprie politiche nonché della sua stretta collaborazione con le BCN dell'Eurosistema.

Gli sforzi di comunicazione del SEBC sono mirati al pubblico dell'UE e, in particolare, a quello dell'area dell'euro. È dunque importante che il SEBC riesca a raggiungere un pubblico, distribuito in diverse regioni e nazioni, utilizzandone le rispettive lingue e tenendo conto dei contesti a esse corrispondenti. In tale cornice, la struttura decentralizzata del SEBC è utile ad assicurare un'adeguata divulgazione delle informazioni al grande pubblico e alle parti interessate. Esperti di comunicazione della BCE e delle BCN si consultano periodicamente per coordinare gli sforzi.

In considerazione dell'imminente allargamento dell'UE, l'impegno del SEBC nell'attività di comunicazione è stato altresì sempre più orientato al pubblico dei paesi aderenti. La BCE collabora strettamente con le banche centrali nazionali dei paesi aderenti, ampliando così il raggio d'azione della propria comunicazione esterna.

## 2 GLI STRUMENTI DI COMUNICAZIONE

Nel perseguire gli obiettivi citati, la BCE utilizza diversi strumenti di comunicazione. I canali più importanti sono le conferenze stampa tenute mensilmente dal Presidente e dal Vicepresidente, che costituiscono uno strumento essenziale di comunicazione in tempo reale, il Bollettino mensile e il Rapporto annuale. Le conferenze stampa e il Bollettino mensile servono a presentare la valutazione della BCE sugli andamenti economici e a spiegare le decisioni di politica monetaria in modo trasparente e tempestivo. La BCE, infatti, resta una delle banche centrali più trasparenti al mondo. Introdotta nel 1999, la prassi di spiegare dettagliatamente, tempestivamente e regolarmente la politica, le valutazioni e le decisioni della BCE rappresenta un approccio aperto e trasparente, unico nel suo genere, all'attività di comunicazione di banca centrale.

Anche il Rapporto annuale riveste particolare importanza, in quanto è una delle pubblicazioni della BCE previste dallo Statuto ed è indirizzato al Parlamento europeo, al Consiglio dell'UE, alla Commissione europea e al Consiglio europeo. Esso riporta le attività del SEBC e la politica monetaria dell'anno in corso e di quello precedente, contribuendo così alla responsabilizzazione della BCE per il proprio operato.

Il Bollettino mensile contempla altresì articoli che forniscono informazioni sugli andamenti a più lungo termine, su argomenti generali relativi all'attività di banca centrale e sugli strumenti analitici usati dall'Eurosistema per la strategia di politica monetaria. Fra gli allegati figura un elenco degli articoli apparsi nel 2003. Nel gennaio 2004 il Bollettino mensile è uscito per la prima volta nella sua nuova veste grafica che, essendo servita da modello per la revisione grafica anche di altre pubblicazioni, porterà alla fine all'adozione di un nuovo stile aziendale comune a tutte le pubblicazioni della BCE.

Il Presidente della BCE compare, per le audizioni trimestrali, dinanzi alla Commissione per i problemi economici e monetari del Parla-

mento europeo e, una volta all'anno, dinanzi al Parlamento riunito in seduta plenaria. Anche altri membri del Comitato esecutivo sono invitati a presentarsi alla stessa Commissione (cfr. la sezione 2 del capitolo 5).

Un altro importante mezzo di comunicazione è costituito dai discorsi e dalle interviste di membri degli organi decisionali della BCE.

Inoltre, come parte della regolare attività di relazione al settore finanziario e al grande pubblico, la BCE pubblica comunicati stampa su rilevanti decisioni del Consiglio direttivo, su studi speciali condotti dalla BCE e su altri argomenti di interesse.

Il dialogo con gli operatori del mercato finanziario e altre parti interessate è talvolta formalizzato attraverso le procedure di pubblica consultazione. Nel 2003 tale strumento è stato utilizzato per ricevere le opinioni di detti interlocutori su questioni riguardanti i sistemi di pagamento e di regolamento delle transazioni in titoli nonché il sistema di garanzie dell'Eurosistema (cfr. il capitolo 2).

Inoltre, la BCE contribuisce alla diffusione dei risultati di ricerche condotte sull'intero spettro delle attività di banca centrale pubblicando le serie dei *Working Paper* e degli *Occasional Paper* e organizzando conferenze accademiche, seminari e *workshop*. Fra i principali eventi di questo tipo organizzati nel 2003 figurano il Seminario sulle componenti delle banconote; la conferenza sulle sfide poste dai sistemi di pagamento ai settori pubblico e privato (dal titolo *Private and public sector challenges in the payment system*), organizzata dalla BCE e dal Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento del G10; il simposio sull'insolvenza (*Insolvency Symposium*), sponsorizzato congiuntamente alla BRI; la conferenza su prezzi, produttività e crescita (*Prices, Productivity and Growth*), organizzata in collaborazione con il Banco de España; la conferenza del *network* per lo studio del ciclo economico nell'area dell'euro (*Euro Area Business Cycle Network*); il forum di ricerca internazionale sulla politica



monetaria (*International Research Forum on Monetary Policy*) tenutosi a Washington D.C. e una serie di altri *workshop* organizzati in collaborazione con varie associazioni accademiche e con le BCN dell'area dell'euro.

Tutti i documenti pubblicati dalla BCE sono disponibili sul sito Internet della Banca stessa ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)), che funge altresì da punto di contatto per le interrogazioni da parte del pubblico e da piattaforma per l'avvio delle consultazioni pubbliche. Il ricorso al sito Internet è cresciuto rapidamente negli ultimi anni e, in particolare, le sezioni visitate più di frequente sono *Statistics* (statistiche), *Press releases* (comunicati stampa) e *Job opportunities* (opportunità professionali). Nel 2003 la BCE

ha dato inizio a un'opera di rivisitazione del sito per agevolare le ricerche di documenti specifici e facilitare la navigazione fra le varie sezioni. Un altro importante obiettivo era quello di rendere il sito più accessibile non solo agli esperti, bensì anche al grande pubblico e agli utenti disabili. Il nuovo sito dovrebbe essere attivato nel secondo trimestre del 2004.

Aperta anche nel senso letterale del termine, la BCE accoglie gruppi di visitatori presso la propria sede a Francoforte. Nel 2003 oltre 7.000 persone hanno ricevuto informazioni dirette sotto forma di conferenze e presentazioni tenute dal personale della BCE. La maggior parte dei visitatori è costituita da studenti di economia e altre scienze sociali.

### 3 LE TEMATICHE DELL'ATTIVITÀ DI COMUNICAZIONE NEL 2003

Alcuni degli argomenti più importanti dell'attività di comunicazione nel 2003 sono stati:

- la valutazione della strategia di politica monetaria. Il Consiglio direttivo ha riaffermato la strategia di politica monetaria e ne ha chiarito alcuni aspetti (cfr. la sezione 1 del capitolo 1);
- l'orientamento di politica monetaria (cfr. la sezione 2 del capitolo 1);
- la visione della BCE sugli sviluppi della politica di bilancio nell'area dell'euro (cfr. la sezione 2 del capitolo 1);
- le operazioni di politica monetaria. A seguito di una procedura di consultazione pubblica, sono state adottate diverse modifiche del quadro operativo, che saranno effettive nel primo trimestre del 2004 (cfr. la sezione 1 del capitolo 2);
- la contraffazione delle banconote in euro. La BCE ha continuato a informare periodicamente il pubblico sull'evoluzione delle contraffazioni nell'area dell'euro (cfr. la sezione 3 del capitolo 2);
- il parere della BCE relativo al progetto di trattato che istituisce una Costituzione per l'Europa (cfr. la sezione 1 del capitolo 4);
- gli aspetti di vigilanza e stabilità finanziaria, in particolare la partecipazione della BCE ai lavori preparatori per l'introduzione del Nuovo Accordo sui Requisiti Patrimoniali del Comitato di Basilea, denominato "Basilea II" (cfr. il capitolo 3);
- la posizione del Consiglio direttivo su aspetti di politica del cambio relativi ai paesi aderenti (cfr. la sezione 1 del capitolo 7);

**LA DICHIARAZIONE SULLA MISSIONE DELLA BCE**

Nell'agosto 2003 il Comitato esecutivo ha adottato la dichiarazione sulla missione della BCE, considerata elemento fondamentale per la comunicazione interna ed esterna della Banca stessa. Tale adozione va annoverata fra le iniziative volte a rafforzare il funzionamento della sua organizzazione interna (cfr. la sezione 2 del capitolo 8). La dichiarazione recita così:

*“La Banca centrale europea e le banche centrali nazionali costituiscono l'Eurosistema, il sistema di banche centrali dell'area dell'euro. Il principale obiettivo dell'Eurosistema è mantenere la stabilità dei prezzi, ossia salvaguardare il valore dell'euro.*

*La Banca centrale europea si impegna ad assolvere con efficacia tutte le funzioni di banca centrale ad essa conferite. A tal fine perseguiamo il massimo livello di integrità, competenza, efficienza e trasparenza.”*

In quattro brevi frasi la dichiarazione riassume i principi cardine su cui poggia la BCE. Nella prima frase è riconosciuta la relazione vitale della BCE con le BCN dell'area dell'euro. La seconda frase pone l'accento sull'obiettivo principale attribuito all'Eurosistema dal Trattato. Oltre a tale scopo primario, la BCE espleta anche una vasta gamma di altre funzioni e attività nel perseguimento del proprio mandato, come riportato nella terza frase. La quarta e ultima frase illustra i valori che il personale e la direzione della BCE considerano importanti nell'espletamento delle proprie mansioni. Mediante un'inchiesta è stata offerta al personale della BCE l'opportunità di influire sulla scelta dei valori cui attribuire particolare rilievo. A tutti i membri del personale è stato chiesto di ordinare per importanza una serie di valori ai fini dell'attività della BCE. I risultati di tale inchiesta hanno direttamente ispirato la formulazione della dichiarazione sulla missione della Banca.

- la cooperazione con le banche centrali dei paesi in procinto di aderire all'UE e lo sviluppo di relazioni operative con i mezzi di informazione degli stessi (cfr. il capitolo 7);
- lo sviluppo di nuove e migliori statistiche monetarie e bancarie (cfr. il capitolo 2);
- alcuni aspetti organizzativi della BCE, in particolare l'allestimento della futura sede della BCE e gli sforzi intesi a consolidare il funzionamento dell'organizzazione interna (cfr. il riquadro 12 e la sezione 2 del capitolo 8).

**Artista**

Árpád Szabados

**Titolo**

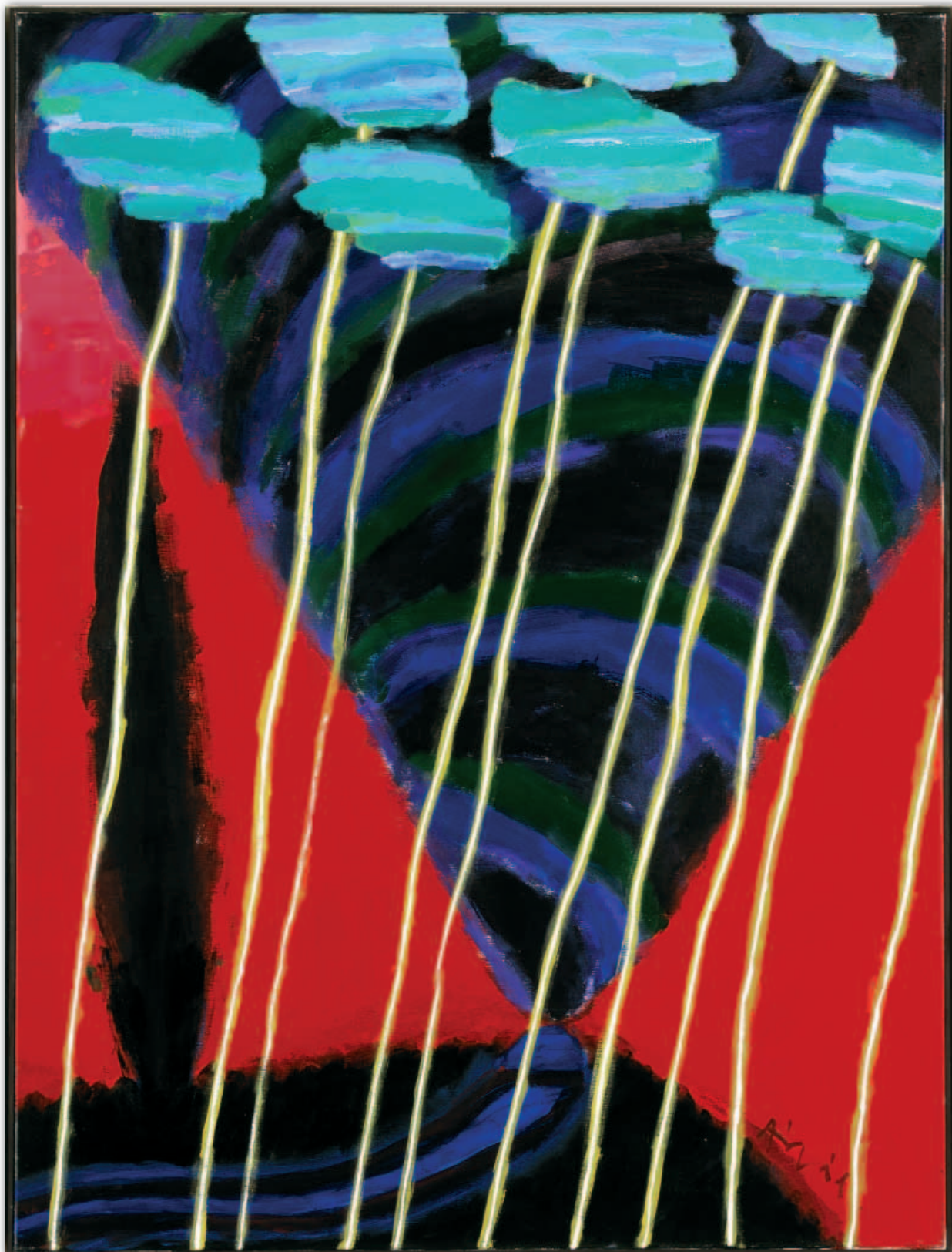
Senza titolo, 1995

**Materiali**

Tecnica mista su tela

**Formato**

120 x 90 cm



**CAPITOLO 7**

# **L'ALLARGAMENTO DELL'UNIONE EUROPEA**

I dieci paesi in procinto di aderire all'Unione europea o paesi aderenti – Cipro, Repubblica Ceca, Estonia, Ungheria, Lettonia, Lituania, Malta, Polonia, Slovacchia e Slovenia – e i quindici attuali Stati membri dell'UE hanno firmato il Trattato di adesione nel corso della riunione informale del Consiglio europeo tenutosi ad Atene il 16 aprile 2003. Altri due paesi – Bulgaria e Romania – non hanno ancora concluso i negoziati per l'adesione, ma hanno la prospettiva di entrare nell'UE nel 2007<sup>1</sup>. Il Trattato di adesione fissa il quadro e le condizioni per l'allargamento dell'UE a 25 Stati membri. Tutti gli Stati membri, vecchi e nuovi, hanno ratificato il Trattato. Nell'ambito del processo di ratifica, tutti i paesi aderenti salvo Cipro hanno indetto referendum nazionali: questi nove paesi hanno votato a favore dell'adesione all'UE, otto a larga maggioranza.

Dopo l'adesione i dieci paesi parteciperanno all'Unione economica e monetaria con la qualifica di “paesi con deroga” (paesi che non hanno ancora adottato l'euro) e le rispettive banche centrali verranno integrate nel SEBC. Non appena si riterrà che tali paesi abbiano conseguito una convergenza sostenibile, valutata in base ai criteri definiti dal Trattato di Maastricht<sup>2</sup>, tali paesi adotteranno l'euro e le loro banche centrali entreranno a far parte dell'Eurosistema.

Nel 2003 l'Eurosistema ha continuato a essere coinvolto nel processo di adesione in tutte le aree di propria competenza. Esso ha portato avanti un dialogo, di natura sia politica sia tecnica, volto ad aiutare le banche centrali nazionali dei paesi aderenti a prepararsi per l'integrazione nel SEBC e, in una fase successiva, nell'Eurosistema. Per quanto attiene al dialogo di natura politica, sono stati avviati contatti bilaterali con le banche centrali dei paesi aderenti per discutere le politiche monetaria e del cambio, nonché altre questioni inerenti le funzioni di banca centrale. Il principale obiettivo è stato quello di migliorare la comprensione comune delle sfide future. Inoltre la BCE continua a essere coinvolta nel “Dialogo economico” tra l'UE e i paesi candidati<sup>3</sup> e, nel

novembre 2003, ha presentato al Comitato economico e finanziario un rapporto sui rischi di stabilità macroeconomica e finanziaria nei paesi aderenti. Infine, nel marzo 2004 si è tenuto a Parigi un seminario di alto livello sul processo di adesione, cui hanno partecipato tutte le banche centrali del SEBC e dei paesi in fase di adesione. Questo seminario si è occupato, tra l'altro, delle politiche monetaria e del cambio e del funzionamento dei nuovi accordi europei di cambio (AEC II).

Per quanto attiene alla cooperazione tecnica nel corso del 2003, l'Eurosistema ha intensificato il suo appoggio alle banche centrali dei paesi aderenti per aiutarle a prepararsi all'integrazione. Tali attività si concentrano principalmente sulle statistiche, gli aspetti giuridici, i sistemi di pagamento, la politica monetaria e gli aspetti operativi, ma riguardano anche altre funzioni di banca centrale quali la vigilanza e la stabilità finanziaria, le banconote, i controlli interni e le tecnologie informatiche.

Questo capitolo presenta una sintesi dei recenti andamenti economici, finanziari e giuridici nei paesi aderenti e descrive alcune delle attività preparatorie svolte dall'Eurosistema in vista dell'adesione.

1 Il termine “paesi in fase di adesione” si riferisce ai dieci paesi aderenti più la Bulgaria e la Romania.

2 Cfr. l'articolo 121, paragrafo 1, del Trattato che istituisce la Comunità europea.

3 Il termine “paesi candidati” si riferisce ai dodici paesi in fase di adesione più la Turchia.

# I PRINCIPALI ASPETTI ECONOMICI, FINANZIARI E DI POLITICA MONETARIA

Nel 2003 l'Eurosistema ha continuato a tenere sotto osservazione gli andamenti economici e finanziari nei paesi aderenti. Gli aspetti di maggiore interesse per l'Eurosistema sono stati la dinamica dell'inflazione, le politiche monetaria e del cambio, la crescita economica e la convergenza reale, gli andamenti delle bilance dei pagamenti e la politica fiscale. Il monitoraggio dei mercati finanziari ha anche riguardato le recenti dinamiche del settore bancario e dei mercati obbligazionari e azionari.

## 1.1 GLI ANDAMENTI ECONOMICI

### L'INFLAZIONE

I tassi di inflazione nei nuovi Stati membri sono scesi molto rapidamente negli ultimi anni. Dai valori a due cifre della fine degli anni novanta, l'inflazione media si è ora portata a un livello prossimo a quello dell'area dell'euro, ma era addirittura inferiore a tale livello agli inizi del 2003. Verso la fine dello scorso anno i tassi di inflazione hanno subito un rialzo superando lievemente quelli dell'area. Tuttavia, la lotta all'inflazione ha continuato a fare progressi in misura diversa tra i singoli paesi: in alcuni non è stata ancora portata a termine, mentre in altri si è avuta un'inflazione molto bassa e talvolta persino riduzioni temporanee dei livelli generali dei prezzi.

Il forte calo generalizzato dei tassi di inflazione è stato in larga misura il risultato di assetti operativi che hanno nettamente privilegiato la lotta all'inflazione. Tuttavia, anche i fattori temporanei hanno svolto un ruolo importante, soprattutto gli andamenti ciclici, gli effetti ritardati del forte apprezzamento del tasso di cambio rispetto all'euro, la lieve riduzione dei prezzi energetici e il calo dei prezzi dei prodotti alimentari. Nel 2003, nella maggior parte dei paesi aderenti pressioni inflazionistiche decrescenti sono state accompagnate da una continua discesa dei tassi-guida.

La vera sfida, comunque, sarà mantenere l'inflazione a livelli così bassi. Sono diversi i fattori che potrebbero innescare pressioni infla-

zionistiche maggiori che, a loro volta, renderebbero le economie vulnerabili ad aspettative di inflazione crescenti e a una spirale salari-prezzi. Primo, in alcuni paesi cominciano a migliorare le condizioni congiunturali. Secondo, stanno scomparendo fattori temporanei quali, ad esempio, il calo dei prezzi dei prodotti alimentari. Terzo, le pressioni inflazionistiche possono anche scaturire da fattori collegati all'adesione, quali, ad esempio, la deregolamentazione dei prezzi, una correzione dei prezzi dei prodotti alimentari durante la fase di adozione della Politica agricola comune e l'adeguamento delle imposte indirette previsto dal diritto comunitario. È, infine, probabile che il processo di *catching up* influisca in qualche misura sulle dinamiche dell'inflazione nei prossimi anni a seguito del cosiddetto "effetto Balassa-Samuelson" (cfr. capitolo 1, riquadro 4) e di pressioni salariali il cui impatto dipenderà verosimilmente dall'andamento dei tassi di cambio nominali.

### LE POLITICHE MONETARIE E DEL CAMBIO

I paesi aderenti attuano diverse strategie di politica monetaria, in linea con l'eterogeneità che li caratterizza in termini nominali, reali e strutturali. Nei paesi in cui vige un regime di cambio fisso viene perseguito un obiettivo di cambio; altri, invece, adottano strategie basate su obiettivi di inflazione o strategie miste. In due paesi vige un regime di ancoraggio unilaterale all'euro con una banda di oscillazione del  $\pm 15$  per cento. Nel corso del 2003 i regimi di cambio dei paesi aderenti sono rimasti immutati, sebbene in diversi casi siano stati introdotti dei miglioramenti agli assetti di politica monetaria per lo più finalizzati a orientare in modo migliore tale politica alla futura integrazione monetaria.

Le strategie monetarie e del cambio attualmente vigenti hanno contribuito in modo efficace alla stabilizzazione macroeconomica dei paesi aderenti fornendo un'ancora credibile per le attese di inflazione, tenuto conto dell'elevato grado di apertura che caratterizza la maggior parte di questi paesi. Più recentemente, tuttavia, in alcuni paesi con regimi di cambio più

flessibili si è registrato un aumento della volatilità del tasso di cambio nominale. Tali andamenti sono riconducibili a una serie di fattori, comprese le variazioni del clima di fiducia degli investitori in risposta a nuovi andamenti macroeconomici e fiscali ed anche, in alcuni casi, a shock esterni. Una elevata volatilità del tasso di cambio può complicare la politica monetaria, incidere negativamente sugli scambi e rendere più difficile la valutazione dei tassi di cambio di equilibrio.

Quando i nuovi stati membri entreranno a far parte dell'UE, essi saranno tenuti a considerare le rispettive politiche di cambio come una questione di interesse comune e dovranno perseguire la stabilità dei prezzi come obiettivo primario della politica monetaria. Ci si aspetta, inoltre, che infine essi partecipino agli AEC II che, nonostante siano conciliabili con diverse strategie di cambio, non sono compatibili con i regimi di fluttuazione libera (o fluttuazione controllata senza una parità centrale concordata), di parità mobile o di cambio fisso basato su valute di riferimento diverse dall'euro. Ciò vuol dire che, in alcuni casi, gli assetti dei regimi di cambio devono essere allineati alle caratteristiche degli AEC II. Attualmente, diversi paesi aderenti stanno riesaminando le proprie strategie monetarie e di cambio in vista della futura partecipazione agli AEC II.

Il 18 dicembre 2003 la BCE ha pubblicato la posizione del Consiglio direttivo sul tema della politica del cambio dei paesi aderenti allo scopo di contribuire a indirizzare il processo di integrazione monetaria nei futuri stati membri.

#### **LA CRESCITA ECONOMICA E LA CONVERGENZA REALE**

In un contesto globale di crescita debole, nella maggior parte dei paesi aderenti la crescita economica ha mostrato una buona tenuta durante il 2003, con un ritmo medio nell'anno che dovrebbe collocarsi intorno al 3,5 per cento. L'attività economica è stata particolarmente sostenuta negli Stati baltici; in Polonia, il più grande tra i paesi aderenti, la ripresa economica è stata sostenuta dopo due anni di cre-

scita modesta. Nella maggior parte dei nuovi paesi membri la crescita è stata essenzialmente trainata da una vigorosa domanda interna alimentata, in alcuni casi, da un allentamento della politica fiscale e da forti incrementi salariali; nella maggior parte dei nuovi Stati membri, inoltre, la crescita delle esportazioni in termini reali, pur rallentando, ha continuato a mostrare un notevole slancio, considerata la debolezza dell'economia mondiale e la forte integrazione commerciale dei paesi aderenti con l'area dell'euro. In alcuni di essi, il contributo delle esportazioni nette alla crescita del PIL in termini reali è di fatto aumentato in misura considerevole.

Attualmente, il divario fra il PIL pro capite dei paesi aderenti e quello degli attuali Stati membri è ancora ampio. Espresso in parità di potere d'acquisto, nel 2002 il PIL medio pro capite dei paesi aderenti è stato pari al 49 per cento di quello dell'UE; in termini di tassi di cambio nominali, tuttavia, ha raggiunto solo il 26 per cento. Inoltre, la convergenza reale dei livelli di reddito con quelli dell'UE è un processo graduale, con differenziali di crescita tra i paesi aderenti e gli attuali Stati membri dell'UE solitamente compresi, negli ultimi anni, attorno ai 2 punti percentuali.

Nei prossimi anni, una sfida importante per i nuovi paesi membri consisterà nel far avanzare il processo di convergenza reale senza mettere a rischio i risultati attualmente conseguiti in termini di stabilità macroeconomica. Nel medio periodo, per la maggior parte dei paesi aderenti un tasso di crescita medio compreso tra il 4 e il 6 per cento sembra essere un obiettivo possibile, a condizione che le riforme strutturali avanzino e che si continuino a perseguire politiche orientate alla stabilità. La crescita del PIL in termini reali dovrebbe aumentare a mano a mano che entrano in gioco una serie di fattori di promozione della crescita, soprattutto l'allargamento dell'UE. Tuttavia, sebbene i cambiamenti strutturali e gli elevati investimenti siano utili a promuovere la crescita, essi potrebbero altresì provocare un aumento della variabilità del prodotto in

quanto gli investimenti tendono a essere più pro-ciclici dei consumi. Questo fattore continuerà quindi a rappresentare una criticità per i responsabili della politica economica.

### ANDAMENTI DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI

Nella maggior parte dei paesi aderenti la convergenza reale è stata accompagnata da cospicui disavanzi delle partite correnti; nel 2003, il disavanzo medio nei dieci paesi è stato di circa il 3,9 per cento del PIL, con valori particolarmente elevati in alcuni dei paesi più piccoli. Nella misura in cui l'ampliamento dei disavanzi delle partite correnti riflette decisioni di risparmio e di investimento basate su percezioni errate delle condizioni economiche, ad esempio una sovrastima della crescita del prodotto potenziale o una sottostima della probabilità di shock negativi, la sostenibilità della posizione sull'estero potrebbe subire pressioni nel medio termine e anche oltre e le vulnerabilità sull'estero potrebbero aumentare. Fino ad ora i risultati empirici indicano che, nella maggior parte dei casi, i paesi aderenti non hanno grossi problemi di competitività e che, malgrado il rallentamento economico internazionale, negli ultimi anni hanno registrato tassi di crescita delle esportazioni sostenuti e hanno in molti casi incrementato le proprie quote di mercato nell'UE.

Guardando al futuro, pressioni per un processo di convergenza rapido di prezzi e salari verso quelli dell'UE potrebbero ingenerare il rischio di deterioramento della competitività esterna. Inoltre, una miscela inadeguata di allentamento della politica fiscale e di inasprimento della politica monetaria potrebbe innescare un forte, benché temporaneo, apprezzamento della moneta. I rischi potenziali per la sostenibilità delle partite correnti riguardano anche le eventuali future variazioni del modello di finanziamento. Sebbene si ritenga che in generale gli afflussi di capitale contribuiscano alla convergenza reale – ad esempio attraverso l'importazione di tecnologia e di competenze manageriali – in alcuni casi essi possono indurre effetti destabilizzanti. Ciò accadrebbe se le dimensioni e la natura dei flussi di capitale dovessero

modificarsi sostanzialmente rispetto all'attuale modello nel quale gli afflussi di investimenti esteri diretti, in molti paesi, coprono essenzialmente i disavanzi delle partite correnti. Nella maggior parte dei paesi aderenti, il potenziale rallentamento degli investimenti esteri diretti potrebbe rappresentare una criticità in un contesto caratterizzato dalla fine delle privatizzazioni; l'adesione all'UE, tuttavia, potrebbe stimolare afflussi di capitali *greenfield* – volti, cioè, a finanziare nuovi progetti – che potrebbero compensare le riduzioni negli afflussi di capitali dall'estero destinati a operazioni di privatizzazione. Gestire flussi di capitale a elevata volatilità potrebbe divenire ancora più arduo giacché le politiche macroeconomiche sono sempre più orientate a preparare l'adesione agli AEC II e, successivamente, all'euro. Inoltre, una forte eccedenza dei flussi di capitale rispetto alla capacità di assorbimento dei paesi potrebbe portare a un surriscaldamento delle economie e a una maggiore variabilità del prodotto.

### LA FINANZA PUBBLICA

Malgrado la recente ripresa dell'attività economica, nel 2003 i disavanzi dei conti pubblici nei dieci paesi aderenti si sono mantenuti in media su livelli elevati, complessivamente nell'ordine del 5 per cento del PIL. Al contempo, l'andamento della spesa pubblica ha continuato a variare tra i diversi paesi che, nella maggior parte dei casi, presentano disavanzi fiscali in larga misura di natura strutturale, mentre la dimensione degli stabilizzatori automatici (le reazioni automatiche del bilancio alle fluttuazioni economiche) sembra essere limitata. Per stabilizzare la situazione dei conti pubblici i paesi aderenti avranno bisogno di continuare a riformare, in maniera sostenibile e lungimirante, sia la spesa pubblica sia la struttura delle entrate. Sebbene il livello medio del debito sia comparativamente basso nei paesi aderenti, mantenere disavanzi cospicui in un momento in cui i proventi derivanti dalla privatizzazione stanno esaurendosi potrebbe innescare delle dinamiche sfavorevoli del debito pubblico, con eventuali ripercussioni per l'andamento dei flussi di capitale e dei cambi. Inoltre, le



passività implicite derivanti dai flussi futuri di spesa connessi con l'invecchiamento della popolazione potrebbero rappresentare un'ulteriore criticità, almeno in alcuni paesi.

Il risanamento delle finanze pubbliche è ancora più difficile dal momento che nei prossimi anni i paesi aderenti subiranno pressioni di spesa dovute al completamento del processo di transizione, ai contributi al bilancio comunitario, alla progressiva attuazione dell'*acquis communautaire* e agli impegni di bilancio imposti dall'appartenenza alla NATO. È, inoltre, possibile che le riforme in atto nei sistemi sanitari e previdenziali così come gli investimenti pubblici effettuati durante il processo di *catching up* incidano sensibilmente sui conti pubblici dei paesi aderenti. Al contempo, l'applicazione della normativa comunitaria in tema di competizione potrebbe portare a eliminare gli stanziamenti di bilancio destinati al sostegno al settore privato, alleviando almeno in parte la pressione fiscale.

Al momento del loro ingresso nell'UE, i paesi aderenti saranno soggetti alle disposizioni del Patto di stabilità e crescita che si applicano a tutti gli Stati membri e che comprendono gli obblighi di evitare disavanzi eccessivi dei conti pubblici e di conseguire nel medio termine posizioni di bilancio prossime al pareggio o in eccedenza. È, inoltre, necessario avviare un percorso credibile di risanamento delle finanze pubbliche in vista della futura integrazione monetaria dei nuovi Stati membri. Sebbene la partecipazione agli AEC II non sia subordinata al rispetto di criteri prestabiliti, prima che i paesi vi aderiscano dovrebbero apportare le principali riforme economiche e avviare un percorso credibile di risanamento delle finanze pubbliche, per garantire che la partecipazione al meccanismo di cambio avvenga in modo ordinato e regolare.

## 1.2 GLI ANDAMENTI DEI MERCATI FINANZIARI NEI PAESI ADERENTI

### SETTORE BANCARIO

La maggior parte dei mercati finanziari nei nuovi Stati membri hanno uno scarso spessore, dovuto alla dimensione delle economie e al modesto *stock* di crediti e depositi. Sebbene i mercati finanziari nei paesi aderenti siano in larga misura dominati dal settore bancario, il grado di intermediazione finanziaria (il ruolo delle banche quali intermediari nell'incanalare i fondi dai risparmiatori ai mutuatari) è ancora troppo basso. Questo non è, tuttavia, il caso di Cipro e Malta, paesi che non hanno vissuto un processo di transizione da un'economia centralizzata a una di mercato. Nei paesi aderenti dell'Europa centrale e orientale il livello di intermediazione finanziaria è solo un terzo della media dell'area dell'euro ed è più basso di quello dei mercati emergenti con analoghi livelli di reddito. Ciò è dovuto principalmente a) alle condizioni iniziali del processo di transizione, b) agli effetti negativi provocati in questi paesi dalle crisi bancarie dei primi anni novanta, c) a imprese nazionali con credenziali scarse, che le induce a fare forte ricorso al finanziamento mediante fonti interne, e d) a cospicui afflussi di investimenti esteri diretti verso alcuni paesi.

Ciò nonostante, malgrado la dimensione limitata, sembra che il settore bancario nei paesi aderenti sia piuttosto concentrato e in buono stato di salute, con un livello complessivamente soddisfacente di capitalizzazione, redditività e qualità dell'attivo. Inoltre, in tali paesi il settore bancario è in massima parte posseduto dal capitale estero che, con l'esclusione di Cipro e Malta, alla fine del 2002 deteneva circa il 70 per cento del capitale sociale nominale e l'80 per cento delle attività totali<sup>4</sup>. La ristrutturazione e la concentrazione del settore bancario attraverso la privatizzazione e l'apertura degli assetti proprietari al capitale estero hanno contribuito alla solidità del settore aumentando il

<sup>4</sup> Fanno eccezione, al riguardo, Lettonia e Slovenia, paesi nei quali la percentuale di partecipazione estera nel settore bancario è nettamente al di sotto della media.

patrimonio e la raccolta e migliorando le capacità in termini di tecnologia, di *governance* e di gestione dei rischi. Ciò nonostante in alcuni paesi aderenti sussiste ancora un ammontare cospicuo di prestiti in sofferenza, anche se il loro andamento è calante e gli accantonamenti a copertura dei rischi associati sembrano essere relativamente soddisfacenti. Inoltre, in alcuni paesi l'esposizione in valuta del settore delle imprese è comparativamente elevata. In caso di forte indebolimento della moneta nazionale di uno di questi paesi, nel settore bancario potrebbero emergere rischi di credito che, a loro volta, potrebbero incidere sulla conduzione della politica monetaria e di quella dei cambi.

A mano a mano che il processo di *catching-up* avanza verso livelli superiori di reddito, la sfida principale per i responsabili delle politiche sarà quella di gestire l'intensificarsi dell'intermediazione finanziaria e una espansione dinamica delle attività delle istituzioni finanziarie salvaguardando la stabilità del settore o dell'intera economia. Ad esempio, è probabile che le imprese nazionali facciano affidamento in misura crescente sulle fonti esterne di finanziamento, piuttosto che su quelle interne. Analogamente, a mano a mano che migliorano le prospettive di reddito e il merito di credito, le famiglie potrebbero sempre di più impegnarsi a stabilizzare i consumi intertemporali. Nella maggior parte dei paesi aderenti, l'intermediazione finanziaria è cresciuta in misura considerevole negli ultimi anni, malgrado il punto di partenza estremamente basso. Nel 2002 e nel 2003 la crescita del credito alle imprese private e alle famiglie è stata particolarmente vigorosa nei tre Stati baltici e in Cipro, Ungheria e Slovacchia. I prestiti alle famiglie sono cresciuti ad un ritmo particolarmente veloce, superando il tasso di crescita del credito complessivo. Per quanto attiene alla distribuzione dei prestiti per attività economica, i mutui ipotecari sono uno dei segmenti del credito che registra la crescita più rapida essendo partito da livelli trascurabili. Nel 2002 e agli inizi del 2003, la crescita dei mutui ipotecari è stata particolarmente sostenuta in Ungheria, Lettonia e Polonia.

Sebbene nella maggior parte dei nuovi Stati membri lo *stock* dei crediti rimanga basso e sia in massima parte garantito da ipoteche, il rapido intensificarsi dell'intermediazione finanziaria e la crescita dei bilanci del settore finanziario possono comportare una maggiore volatilità della performance finanziaria sia nelle singole istituzioni finanziarie sia nell'intero settore. Ciò pone in evidenza la necessità di assicurare un assetto normativo e una vigilanza prudenziale credibili e ben gestiti nei nuovi Stati membri e impone, quanto alla struttura del settore finanziario, una maggiore cooperazione tra le autorità di vigilanza nazionali e quelle responsabili della supervisione sulle capogruppo estere.

#### MERCATI AZIONARI E OBBLIGAZIONARI

I mercati azionari della maggior parte dei paesi aderenti sono relativamente piccoli, soprattutto secondo i canoni internazionali, e la copertura di questi mercati in termini di informazioni e ricerca è limitata. I mercati obbligazionari nei nuovi Stati membri hanno dimensioni diverse, sebbene nella maggior parte dei casi il principale emittente di titoli di debito sia il governo.

Rispetto ai maggiori mercati emergenti quali Brasile, Russia o Turchia, in tutti i paesi aderenti con l'eccezione della Polonia i mercati del debito estero sono di piccole dimensioni. I livelli di debito estero variano da paese a paese e in alcuni di essi – ad esempio in Estonia e Lettonia – la differenza tra i livelli netti e lordi di debito è sostanziale; in altri vi è stata anche un'accelerazione delle dinamiche del debito.

In tale contesto, i mercati obbligazionari sono il segmento che si è maggiormente sviluppato negli ultimi anni, soprattutto nella Repubblica Ceca, in Ungheria e in Polonia. La stabilizzazione macroeconomica – in particolare il calo dell'inflazione e dei tassi di interesse – e le prospettive dell'adesione all'UE hanno contribuito a ridurre il rischio paese e ad attrarre gli investitori, inducendo nella maggior parte dei paesi aderenti una riduzione significativa dei rendimenti a lungo termine delle obbligazioni

domestiche. Tuttavia, nella seconda metà del 2003, i timori crescenti circa l'andamento delle politiche fiscali e la coerenza complessiva delle altre politiche hanno alleggerito, in alcuni paesi, la pressione sui differenziali di rendimento rispetto all'area dell'euro registrata nei periodi precedenti.

I rendimenti sulle obbligazioni sovrane denominate nelle principali valute, emesse dai paesi aderenti, si sono mantenuti su livelli bassi. La compressione dei rendimenti rispetto all'area dell'euro è in parte dovuta al complessivo miglioramento della performance delle obbligazioni dei mercati emergenti, sebbene anche la prospettiva di adesione all'UE e il miglioramento dei *rating* sul debito sovrano sembrerebbero aver contribuito a ridurre i differenziali. Più in generale, pare che i paesi aderenti divergano dalle dinamiche degli altri mercati emergenti. Al riguardo, gli effetti positivi dell'adesione all'UE dovrebbero continuare a svolgere un ruolo fondamentale nelle dinamiche macroeconomiche e strutturali. Tuttavia, bisogna essere cauti nel trarre conclusioni circa l'andamento dei rendimenti, giacché molti paesi aderenti hanno mercati obbligazionari caratterizzati da una sostanziale mancanza di liquidità.

Nei nuovi paesi membri i mercati azionari hanno in media registrato risultati positivi nel 2003, generalmente in linea con quelli delle altre regioni emergenti e superiori rispetto a quelli dei mercati dell'area dell'euro. Particolarmente sostenute le dinamiche dei listini in Lettonia e Lituania, con quotazioni azionarie che hanno quasi raddoppiato il loro valore nel 2003. Anche in Estonia e in molti paesi aderenti dell'Europa centrale e orientale, i mercati azionari hanno messo a segno guadagni cospicui. Nel 2003, tuttavia, i mercati borsistici di alcuni paesi hanno registrato prestazioni meno brillanti: a Cipro le quotazioni azionarie sono scese, mentre a Malta i guadagni sono stati relativamente contenuti.

## 2 L'EVOLUZIONE GIURIDICA

L'Eurosistema ha un forte interesse nell'assicurare che i paesi in procinto di aderire all'Unione europea adottino e applichino tempestivamente l'*acquis communautaire* (ovvero il *corpus* del diritto dell'UE) nelle parti relative alle sue aree di competenza, ovvero per quanto concerne le disposizioni del Trattato e dello Statuto dell'Eurosistema sulle banche centrali (in particolare sull'indipendenza delle stesse) e il diritto comunitario in materia finanziaria. Nel 2003 l'Eurosistema, in stretta collaborazione con le banche centrali dei paesi aderenti, ha proceduto all'analisi del grado di conformità a tali requisiti.

Per quanto concerne l'indipendenza della banca centrale, gli statuti in vigore nei paesi aderenti sono stati analizzati in base ai criteri definiti nei rapporti sulla convergenza legale elaborati dall'IME e dalla BCE (ossia l'indipendenza istituzionale, personale, funzionale e finanziaria) e alla luce dei pareri espressi dall'IME e dalla BCE sui progetti di legge nazionale in materie di loro competenza e, in particolare, sui progetti degli statuti delle BCN degli Stati membri dell'UE. Tali pareri hanno contribuito alla revisione, da parte dei paesi aderenti, delle leggi relative alle banche centrali per soddisfare i requisiti del Trattato, gettando così le basi per la creazione di istituzioni indipendenti.

Le banche centrali e gli istituti finanziari devono operare in un quadro giuridico solido. L'*acquis communautaire* comprende importanti norme per il settore finanziario e le attività delle banche centrali, ed è fondamentale che i nuovi Stati membri rispettino tali norme sin dalla loro adesione all'UE (eccetto che nei casi in cui il Trattato di adesione preveda accordi transitori). È per questo che l'analisi dell'Eurosistema si è concentrata anche sulla normativa in campo finanziario, e in particolare su quella concernente la libera circolazione dei capitali, il divieto di finanziamento monetario e di accesso privilegiato, la regolamentazione dei mercati finanziari, le garanzie, i sistemi di pagamento, le procedure di insolvenza e le banconote.

L'analisi ha fornito una sintesi delle leggi in vigore e dei progetti di legge presentati per essere adottati dai rispettivi parlamenti nazionali entro il 1° ottobre 2003. Il processo che porta all'indipendenza delle banche centrali è stato avviato in tutti i paesi aderenti e in molti di essi è stato completato o si trova in uno stadio molto avanzato. In alcuni casi in cui la formulazione della legge nazionale non era ancora del tutto conforme allo Statuto, l'analisi ha suggerito ulteriori modifiche della stessa. L'attuazione dell'*acquis* negli ambiti di interesse dell'Eurosistema avverrà, al più tardi, quando questi paesi aderiranno all'UE, fatti salvi eventuali accordi transitori.

I risultati di questa analisi sono stati presentati alle banche centrali dei paesi aderenti, al Consiglio dell'UE e alla Commissione europea. Tale analisi non ha fatto parte di una valutazione intesa all'adozione dei rapporti sulla convergenza per i nuovi Stati membri, che la BCE dovrà stilare ai sensi dell'articolo 122, paragrafo 2, del Trattato. La sua finalità era di fornire un quadro descrittivo dei lavori preparatori intesi all'applicazione dell'assetto giuridico dell'Eurosistema nei paesi aderenti, che sono in procinto di entrare a far parte dell'UEM come Stati membri con deroga. Essa, inoltre, ha aiutato le banche centrali di tali paesi a meglio definire il proprio ruolo nel processo di adesione a livello nazionale e ha fornito alla Commissione un contributo per consolidare ulteriormente l'approfondita analisi sulle problematiche relative all'indipendenza delle banche centrali.

## 3 I PREPARATIVI PER L'ADESIONE

Nel 2003 l'Eurosistema ha intensificato la cooperazione multilaterale e bilaterale con i paesi in procinto di aderire all'Unione europea. Dal maggio del 2003 i governatori delle banche centrali dei paesi aderenti hanno partecipato agli incontri del Consiglio generale in veste di osservatori mentre esperti di tali banche hanno preso parte alle riunioni dei comitati e dei gruppi di lavoro del SEBC sempre in qualità di osservatori (cfr. sezione 1 del capitolo 8). Ciò ha reso molto più semplice per tutte le parti sviluppare in modo dettagliato un'ampia gamma di tematiche connesse all'ampliamento. In aggiunta, si sono regolarmente tenute consultazioni tecniche ed è stato attuato un esteso programma di visite destinato ai maggiori esperti delle banche centrali dei paesi aderenti.

In generale, i preparativi per l'ampliamento dell'UE procedono secondo le linee prestabilite, il che dovrebbe consentire l'ordinata integrazione delle banche centrali dei nuovi Stati membri nel SEBC come da programma.

Nel 2003 la BCE ha predisposto un Piano d'azione per l'adesione che rappresenta uno strumento per la pianificazione, l'attuazione e il monitoraggio delle attività della BCE per l'ampliamento del SEBC e dell'Eurosistema. Tale Piano d'azione si ispira a quello predisposto dall'IME al fine di definire il quadro organizzativo e logistico necessario al SEBC per svolgere i propri compiti nella Terza fase dell'UEM. Un'azione di regolare monitoraggio garantisce che tutte le tematiche più importanti vengano affrontate tempestivamente. Ciò consentirà l'ordinata integrazione delle banche centrali dei nuovi Stati membri nel contesto del SEBC senza compromettere l'integrità operativa complessiva dei suoi sistemi. I regolari aggiornamenti del Piano d'azione vengono comunicati sia al SEBC sia ai paesi aderenti. Tutte le attività sono in fase di realizzazione, come previsto dal Piano d'azione.

### 3.1 LE OPERAZIONI DELLE BANCHE CENTRALI

Nell'ambito delle operazioni delle banche centrali, i preparativi per l'adesione sono stati indirizzati principalmente ai compiti delle banche centrali su cui influirà la composizione allargata del SEBC dal maggio del 2004, in particolare quelli relativi alle attività stanziabili e gli AEC II.

Per quanto riguarda le attività stanziabili nelle operazioni di finanziamento dell'Eurosistema, alcune presenti solo nei nuovi Stati membri saranno incluse nella lista delle attività stanziabili dal giorno della loro adesione al SEBC. Pertanto, dal maggio del 2004, le banche centrali dei paesi aderenti cominceranno a svolgere le funzioni di gestione delle garanzie, che consistono nella individuazione, valutazione e trasmissione delle attività stanziabili. Nel novembre del 2003 la BCE ha organizzato un *workshop* propedeutico su tali funzioni per i paesi in procinto di aderire all'UE.

Il SEBC ha studiato in dettaglio il funzionamento operativo degli AEC II a partecipazione estesa. Nel febbraio del 2004 ha tenuto un *workshop* per i paesi aderenti sugli aspetti operativi degli AEC II. Questo lavoro preparatorio, unitamente ai test che verranno svolti nella primavera del 2004, dovrebbe garantire l'ordinata operatività degli AEC II.

Oltre alle aree che risentono delle maggiori dimensioni del SEBC, sono stati compiuti passi importanti in ambiti operativi connessi all'ampliamento dell'Eurosistema. Ad esempio, sono stati avviati alcuni studi in merito alle implicazioni dell'ampliamento per l'attuazione della politica monetaria e per la gestione delle riserve valutarie della BCE.

### 3.2 I SISTEMI DI PAGAMENTO E DI REGOLAMENTO

Nel 2003 la BCE ha definito le modalità dell'integrazione dei nuovi Stati membri in Target, essenzialmente offrendo loro la possibilità di

collegarsi a Target al momento della loro adesione all'UE. Tuttavia, la maggior parte dei paesi aderenti prevede di entrare a far parte del sistema solo quando adotterà l'euro. Si è inoltre lavorato per sviluppare una soluzione alternativa da utilizzare nel caso in cui al momento delle prime adesioni dei nuovi Stati membri all'area dell'euro la piattaforma comune di Target2 (cfr. la sezione 2.2 del capitolo 2) non dovesse essere disponibile.

Dando seguito all'attività di valutazione della sicurezza e dell'efficienza delle infrastrutture di mercato e delle connesse funzioni di sorveglianza svolta nel corso del 2002, le banche centrali dei paesi aderenti hanno redatto un rapporto sui progressi compiuti nel 2003 nell'ambito dell'attuazione delle raccomandazioni generali e specifiche della BCE. I progressi sono stati sostanziali e le banche centrali dei paesi aderenti stanno continuando ad adoperarsi per portare a termine l'adeguamento, ove necessario, in stretta cooperazione con le altre parti nazionali interessate.

La BCE ha organizzato una serie di *workshop* per le banche centrali dei paesi aderenti destinati a fornire assistenza nei preparativi per l'adesione all'UE e, successivamente, all'area dell'euro. Un primo *workshop* tenutosi a Varsavia si è incentrato sui risultati preliminari del lavoro svolto congiuntamente dal SEBC e dal Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (*Committee of European Securities Regulators*, CESR) in materia di standard per i sistemi di compensazione e di regolamento delle transazioni in titoli dell'UE. In un altro *workshop* a Praga si è affrontato il tema delle garanzie dell'Eurosistema, nell'intento di consentire alle banche centrali dei paesi aderenti di adeguarsi quanto prima alle caratteristiche fondamentali da questo adottate in materia. In un terzo *workshop* organizzato a Lubiana sono state esaminate le questioni dei costi, dei benefici e dei rischi nella compensazione con controparte centrale. Inoltre, la conferenza *Repo conference for central banks – the landscape of the European market* tenutasi a Roma si è concentrata sui

recenti sviluppi e sui requisiti necessari per stabilire un mercato pronti contro termine efficiente e integrato, in particolare alla luce dell'ampliamento dell'UE. Tutti questi eventi sono stati organizzati dalla BCE in cooperazione con le banche centrali locali.

In aggiunta, nel corso del 2003 l'Eurosistema ha fornito alle banche centrali dei paesi aderenti il supporto necessario a effettuare l'autovalutazione dei propri sistemi di compensazione e regolamento in relazione agli standard per l'utilizzo dei sistemi di regolamento delle transazioni in titoli dell'UE nelle operazioni di finanziamento del SEBC. Tali standard rappresentano il quadro necessario all'esecuzione efficiente e sicura delle operazioni di finanziamento delle banche centrali (cfr. sezione 4.3 del capitolo 3). L'obiettivo della valutazione era quello di individuare, a uno stadio iniziale, gli aspetti che necessitano di attenzione per assicurare l'ordinato funzionamento delle operazioni di finanziamento dell'Eurosistema. In totale sono stati valutati 20 sistemi di regolamento delle transazioni in titoli e un accordo gestito dalla banca centrale di un paese aderente, e per ciascun sistema è stato stilato un elenco di raccomandazioni. Queste ultime dovranno essere applicate per rendere i sistemi totalmente idonei a essere utilizzati nelle operazioni di finanziamento dell'Eurosistema.

La BCE e la *Central and Eastern European Central Securities Depositories and Clearing Houses Association* (CEECSDA) si sono riunite per la quinta volta nell'ottobre 2003. In occasione di tale incontro la BCE ha fornito, a rappresentanti di banche centrali dei paesi aderenti, autorità di regolamentazione dei valori mobiliari, depositari centrali e stanze di compensazione, informazioni su un'ampia gamma di tematiche connesse all'allargamento.

La BCE e il Consiglio europeo per i pagamenti (*European Payments Council*, EPC), istituito dalle Associazioni europee del settore creditizio e dalle maggiori banche, hanno organizzato un *workshop* speciale indirizzato ad alcuni rappresentanti delle banche centrali dei paesi

aderenti e alle rispettive comunità bancarie. Lo scopo di tale *workshop*, cui ha partecipato anche la Commissione europea, è stato quello di condividere importanti informazioni su come integrare efficacemente i paesi aderenti nell'area di pagamento unica per l'euro (*Single Euro Payments Area*, SEPA).

### 3.3 LE BANCONOTE

Nel 2003 la BCE ha offerto assistenza alle banche centrali dei paesi aderenti nella creazione dell'infrastruttura per la gestione delle banconote in euro false, che dovrà essere funzionante al momento dell'adesione di questi paesi all'UE. Inoltre, in vista del largo anticipo necessario alla preparazione della sostituzione del contante in tali paesi dopo l'adozione dell'euro, la BCE ha organizzato alcuni *workshop* per le banche centrali dei paesi aderenti per affrontare, in particolare, le procedure per l'emissione e la gestione delle banconote in euro e la produzione del fabbisogno iniziale di banconote in tali paesi.

### 3.4 LE STATISTICHE

In occasione dell'incontro di alto livello dell'ottobre 2002 a Copenaghen i ministri dell'economia e delle finanze degli Stati membri dell'UE e dei paesi candidati hanno invitato la Commissione europea (Eurostat) e la BCE a presentare un Piano d'azione per le statistiche economiche, monetarie e finanziarie nei paesi candidati all'adesione. Tale Piano d'azione è stato preparato e successivamente approvato nel corso di un incontro di alto livello con i paesi candidati nel maggio del 2003. I partecipanti hanno rilevato che la completezza e la tempestività delle informazioni statistiche è costantemente migliorata. Tuttavia, il Piano d'azione ha anche segnalato che, se non verranno compiuti intensi sforzi nel periodo precedente l'adesione, i nuovi Stati membri non saranno pronti a soddisfare tutti i requisiti, ossia la tempestività dei dati, il livello di dettaglio e altri aspetti relativi alla qualità.

Il Piano d'azione pone l'enfasi sulla produzione delle statistiche obbligatorie ai fini della valutazione della convergenza e sulle statistiche strutturali. Esso è suddiviso in due parti principali: la prima fa riferimento alle statistiche che rientrano nell'ambito di responsabilità della Commissione europea (Eurostat), in particolare i dati annuali di contabilità nazionale, il disavanzo e il debito pubblico, lo IAPC, gli indicatori strutturali e le statistiche congiunturali. La maggior parte dei punti d'azione mira a migliorare a) la disponibilità delle statistiche e l'ottemperanza dal punto di vista concettuale entro il maggio 2004 e b) il rispetto della normativa statistica dell'UE in generale. La seconda parte del Piano d'azione riguarda questioni che rientrano nell'ambito di responsabilità della BCE nel campo delle statistiche sulla bilancia dei pagamenti (b.d.p.) e sulla posizione patrimoniale verso l'estero (p.p.e.), delle statistiche monetarie, bancarie e sui mercati finanziari, nonché dei dati sui conti finanziari trimestrali. Tali statistiche vengono raccolte principalmente tramite le banche centrali dei paesi aderenti. I punti d'azione di questa parte sono volti a garantire il rispetto dei requisiti del SEBC.

Entrambe le parti del Piano d'azione sono soggette a un esame periodico. Per la metà del 2004 è prevista la pubblicazione di un rapporto di alto livello sui progressi redatto dalla Commissione europea (Eurostat) e dalla BCE. In aggiunta, il Comitato esecutivo della BCE ha stabilito un esame semestrale dei progressi per gli indicatori di cui la BCE ha la responsabilità primaria o condivisa.

### 3.5 LE INFRASTRUTTURE E LE APPLICAZIONI INFORMATICHE

Nel 2003 sono stati compiuti significativi progressi nella preparazione delle infrastrutture e delle applicazioni informatiche per l'ampliamento del SEBC. Tre principali elementi sono stati migliorati per fornire l'infrastruttura di rete e di comunicazioni necessaria per il SEBC ampliato.

La rete centrale consiste nella connessione fisica tra le banche centrali del SEBC per la comunicazione di audio e dati. Una nuova rete centrale è attualmente in fase di configurazione per connettere tutti i membri del SEBC dopo l'allargamento. Il lavoro tecnico dettagliato di programmazione di tale rete è cominciato nel luglio del 2003.

Nell'ottobre del 2003 la BCE ha avviato l'attuazione di un progetto volto a estendere l'infrastruttura di comunicazioni dei dati del SEBC (la "Rete SEBC") alle banche centrali dei paesi in procinto di aderire all'UE. La Rete SEBC è una piattaforma di comunicazione di dati che ospita la maggior parte delle applicazioni utilizzate all'interno del SEBC. Queste includono le applicazioni necessarie a fornire sostegno alla politica monetaria, a effettuare le operazioni in riserve valutarie della BCE, a scambiare dati statistici e non statistici e a monitorare le informazioni valutarie.

Al momento è in fase di estensione alle banche centrali dei paesi aderenti anche il "Sistema di teleconferenza del SEBC". Nuove apparecchiature di teleconferenza vengono installate per consentire a tutti gli attuali e ai nuovi membri del SEBC di partecipare a teleconferenze tramite la stessa infrastruttura in condizioni di sicurezza.

Sono inoltre stati approntati i preparativi per apportare miglioramenti significativi alle applicazioni informatiche necessarie per l'ampliamento del SEBC e, successivamente, dell'Eurosistema. Le applicazioni informatiche per lo scambio di dati statistici sono state aggiornate. Sono in atto le necessarie modifiche dell'applicazione per la lotta alla contraffazione dell'euro che saranno completate prima che le banche centrali dei nuovi Stati membri entrino a far parte dell'assetto operativo del SEBC.



**Artista**

Koen Vermeule

**Titolo**

Senza titolo (particolare), 2002

**Materiali**

Olio su tela

**Formato**

210 x 210 cm



**L'ASSETTO  
ISTITUZIONALE,  
L'ORGANIZZAZIONE E  
I CONTI ANNUALI**

# I GLI ORGANI DECISIONALI E DI GOVERNO SOCIETARIO (*CORPORATE GOVERNANCE*) DELLA BCE

## I.1 L'EUROSISTEMA E IL SISTEMA EUROPEO DI BANCHE CENTRALI



Il Sistema europeo di banche centrali (SEBC) è composto dalla Banca centrale europea (BCE) e dalle banche centrali nazionali (BCN) di tutti gli Stati membri (15 attualmente; 25 dal 1° maggio 2004); esso include pertanto anche le BCN degli Stati membri che non hanno ancora adottato l'euro. Per assicurare una maggiore trasparenza e agevolare la comprensione della struttura che svolge funzioni di banca centrale nell'area dell'euro, il Consiglio direttivo ha adottato il termine "Eurosistema" che comprende la BCE e le BCN degli Stati membri che hanno adottato l'euro. Finché esisteranno Stati membri che non hanno adottato l'euro, sarà necessario distinguere tra Eurosistema e SEBC.

La BCE è dotata di personalità giuridica ai sensi del diritto pubblico internazionale. Essa è stata costituita come perno dell'Eurosistema e

del SEBC e assicura lo svolgimento dei rispettivi compiti sia attraverso le proprie attività sia tramite le BCN.

Ciascuna delle BCN gode di personalità giuridica in base alla legislazione nazionale del rispettivo paese. Le BCN dell'area dell'euro, che formano parte integrante dell'Eurosistema, svolgono i compiti a questo conferiti in conformità con le regole fissate dagli organi decisionali della BCE. Le BCN contribuiscono inoltre ai lavori del SEBC attraverso la partecipazione dei loro rappresentanti ai diversi comitati del SEBC (cfr. la sezione 1.5 di questo capitolo). Le BCN possono svolgere funzioni estranee all'ambito dell'Eurosistema sotto la loro responsabilità, a meno che il Consiglio direttivo non ritenga che tali funzioni interferiscano con gli obiettivi e i compiti dell'Eurosistema stesso.

L'Eurosistema e il SEBC sono retti dagli organi decisionali della BCE: il Consiglio direttivo e il Comitato esecutivo. Il processo decisionale all'interno dell'Eurosistema e del SEBC è centralizzato; tuttavia, nel prendere decisioni riguardo allo svolgimento dei compiti la BCE è tenuta a seguire il principio del decentramento, secondo quanto stabilito nello Statuto del SEBC. Se e finché esisteranno Stati membri che non hanno ancora adottato l'euro, è istituito un terzo organo decisionale della BCE, il Consiglio generale. Il funzionamento degli organi decisionali è regolato dal Trattato che istituisce la Comunità europea, dallo Statuto del SEBC e dai relativi regolamenti interni<sup>1</sup>.

## 1.2 IL CONSIGLIO DIRETTIVO

Il Consiglio direttivo comprende tutti i membri del Comitato esecutivo e i governatori delle BCN degli Stati membri che hanno adottato l'euro. Secondo il Trattato, le responsabilità principali del Consiglio direttivo sono quelle di:

- adottare gli indirizzi e prendere le decisioni necessarie ad assicurare lo svolgimento dei compiti affidati all'Eurosistema;
- formulare la politica monetaria dell'area dell'euro, ivi comprese, a seconda dei casi, le decisioni relative a obiettivi monetari intermedi, ai tassi di interesse di riferimento e all'offerta di riserve nell'Eurosistema, nonché stabilire i necessari indirizzi per la loro attuazione.

Il Consiglio direttivo, di norma, si riunisce due volte al mese presso la sede della BCE a Francoforte sul Meno, in Germania. Tra l'altro, esso si occupa, specificamente nella prima riunione del mese della valutazione approfondita degli andamenti monetari ed economici e delle relative decisioni, mentre nella seconda si concentra, di norma, sulle questioni connesse agli altri compiti e responsabilità della BCE e dell'Eurosistema. Nel 2003, due riunioni sono state tenute in sedi diverse da Francoforte: una

presso la Banca d'Italia, a Roma, e l'altra presso il Banco de Portugal a Lisbona.

Nel prendere decisioni sulla politica monetaria e sugli altri compiti della BCE e dell'Eurosistema, i membri del Consiglio direttivo non agiscono in veste di rappresentanti nazionali, ma a titolo personale e con piena indipendenza. Ciò è riassunto nel principio "un membro, un voto" applicato in seno al Consiglio.

Nel dicembre 2002 il Consiglio direttivo ha deciso all'unanimità i contenuti della proposta relativa alla futura modifica della modalità di voto che si renderà necessaria in vista del prossimo ampliamento dell'area dell'euro in una Unione allargata. La proposta è stata elaborata ai sensi della "clausola abilitativa" della BCE contenuta nel Trattato di Nizza. In seguito all'entrata in vigore del Trattato di Nizza il 1° febbraio 2003, la BCE ha formalmente adottato una raccomandazione sull'adeguamento delle modalità di voto del Consiglio direttivo.

La Raccomandazione della BCE è stata presentata al Consiglio UE nel febbraio 2003. Il 21 marzo, sulla base della raccomandazione e dopo aver tenuto conto dei pareri della Commissione europea e del Parlamento europeo, il Consiglio UE nella composizione dei Capi di Stato o di governo, ha adottato all'unanimità una decisione per emendare l'articolo 10.2 dello Statuto del SEBC (modalità di voto nel Consiglio direttivo). Per poter entrare in vigore, tale decisione dovrà essere ratificata da tutti gli Stati membri, condizione, questa, non ancora adempiuta.

In base a tale decisione, tutti i membri del Consiglio direttivo continuerebbero a prendere

<sup>1</sup> Cfr. la Decisione della Banca centrale europea, del 19 febbraio 2004, relativa all'adozione del Regolamento interno della Banca centrale europea (BCE/2004/2), GU L 80 del 18.3.2004, pag. 33; Regolamento interno del Consiglio generale della BCE, GU L 75 del 20.3.1999, pag. 36 e L 156 del 23.6.1999, pag. 52; Decisione della Banca centrale europea, del 12 ottobre 1999, concernente il Regolamento interno del Comitato esecutivo della Banca centrale europea (BCE/1999/7), GU L 314 dell'8.12.1999, pag. 34. Tali regolamenti sono anche disponibili sul sito Internet della BCE.

parte alle riunioni e alle deliberazioni. Tuttavia il numero di governatori delle BCE aventi diritto di voto non sarà in nessun caso superiore a 15. I 15 diritti di voto ruoterebbero tra i governatori in base a regole prestabilite. I 6 membri del Comitato esecutivo manterrebbero il diritto di voto in via permanente. Al fine di assicurare che in qualsiasi momento i governatori con diritto di voto provengano da paesi membri che, nel loro complesso, siano rappresentativi dell'intera economia dell'area dell'euro, i governatori stessi eserciterebbero il diritto di voto con frequenze differenti. Tuttavia, tale differenziazione tra i governatori si applicherà esclusivamente alla determinazione *ex ante* della frequenza con la quale ciascun governatore esercita il diritto di voto. A tutti i governatori aventi, in un qualsiasi momento, il diritto di voto si applicherebbe il principio "un membro, un voto".

I governatori delle BCN saranno assegnati a gruppi differenti, secondo una graduatoria stilata in base alla dimensione dell'economia dei rispettivi paesi all'interno dell'area dell'euro e con riferimento a un indicatore che, oltre al prodotto interno lordo, riflette anche la dimensione dei mercati finanziari. Quando il numero dei paesi dell'area dell'euro sarà superiore a 15, il sistema di rotazione sarà composto da due gruppi; quando salirà a 22 opereranno tre gruppi. I governatori di ciascun gruppo deterranno un diritto di voto per periodi di uguale durata. Il nuovo sistema di votazione è strutturato in modo da adattarsi a qualsiasi andamento del processo di allargamento dell'area dell'euro fino a 27 paesi, ossia gli attuali Stati membri e i 12 paesi in fase di adesione elencati nella dichiarazione sull'allargamento dell'Unione europea allegata al Trattato di Nizza. La rotazione consentirà al Consiglio direttivo di continuare a gestire un processo decisionale tempestivo ed efficiente, preservando al contempo il principio di una partecipazione *ad personam* dei membri del Consiglio direttivo nonché quello di "un membro, un voto".

## IL CONSIGLIO DIRETTIVO



**Willem F. Duisenberg**  
Presidente della BCE  
(fino al 31 ottobre 2003)

**Jean-Claude Trichet**  
Presidente della BCE  
(dal 1° novembre 2003)

**Lucas D. Papademos**  
Vicepresidente della BCE

**Jaime Caruana**  
Governatore del Banco de España

**Vítor Constâncio**  
Governatore del Banco de Portugal

**Eugenio Domingo Solans**  
Membro del Comitato esecutivo della BCE

**Antonio Fazio**  
Governatore della Banca d'Italia

**Nicholas C. Garganas**  
Governatore della Banca di Grecia

**Sirkka Hämäläinen**  
Membro del Comitato esecutivo della BCE  
(fino al 31 maggio 2003)

**John Hurley**  
Governatore della Central Bank & Financial  
Services Authority of Ireland

**Otmar Issing**  
Membro del Comitato esecutivo della BCE

**Klaus Liebscher**  
Governatore della Oesterreichische Nationalbank

**Yves Mersch**  
Governatore della Banque centrale du  
Luxembourg

**Christian Noyer**  
Governatore della Banque de France  
(dal 1° novembre 2003)

**Tommaso Padoa-Schioppa**  
Membro del Comitato esecutivo della BCE

**Guy Quaden**  
Governatore della Nationale Bank van België/  
Banque Nationale de Belgique

**Jean-Claude Trichet**  
Governatore della Banque de France  
(fino al 31 ottobre 2003)

**Gertrude Tumpel-Gugerell**  
Membro del Comitato esecutivo della BCE  
(dal 1° giugno 2003)

**Matti Vanhala**  
Governatore della Suomen Pankki –  
Finlands Bank

**Nout Wellink**  
Presidente della De Nederlandsche Bank

**Ernst Welteke**  
Presidente della Deutsche Bundesbank

### **Seconda fila (da sinistra a destra)**

Guy Quaden, Matti Vanhala,  
Nicholas C. Garganas,  
Ernst Welteke, Jaime Caruana,  
Nout Wellink, Klaus Liebscher,  
Eugenio Domingo Solans,  
Tommaso Padoa-Schioppa

### **Prima fila (da sinistra a destra)**

Vítor Constâncio,  
Yves Mersch, Otmar Issing,  
Lucas D. Papademos,  
Jean-Claude Trichet,  
Gertrude Tumpel-Gugerell,  
Antonio Fazio, John Hurley,  
Christian Noyer

### I.3 IL COMITATO ESECUTIVO

**Seconda fila  
(da sinistra a destra)**

Eugenio Domingo Solans,  
Tommaso Padoa-Schioppa,  
Otmar Issing

**Prima fila  
(da sinistra a destra)**

Lucas D. Papademos,  
Jean-Claude Trichet,  
Gertrude Tumpel-Gugerell



**Willem F. Duisenberg**

Presidente della BCE  
(fino al 31 ottobre 2003)

**Jean-Claude Trichet**

Presidente della BCE  
(dal 1° novembre 2003)

**Lucas D. Papademos**

Vicepresidente della BCE

**Eugenio Domingo Solans**

Membro del Comitato esecutivo della BCE

**Sirkka Hämäläinen**

Membro del Comitato esecutivo della BCE  
(fino al 31 maggio 2003)

**Otmar Issing**

Membro del Comitato esecutivo della BCE

**Tommaso Padoa-Schioppa**

Membro del Comitato esecutivo della BCE

**Gertrude Tumpel-Gugerell**

Membro del Comitato esecutivo della BCE  
(dal 1° giugno 2003)

Il Comitato esecutivo comprende il Presidente, il Vicepresidente e altri quattro membri, nominati congiuntamente dai governi degli Stati membri che hanno adottato l'euro, al livello dei capi di Stato o di governo. Le principali responsabilità del Comitato esecutivo, che si riunisce di regola una volta la settimana, consistono:

- nel preparare le riunioni del Consiglio direttivo;
- nell'attuare la politica monetaria dell'area dell'euro in conformità con gli indirizzi e le decisioni adottate dal Consiglio direttivo, impartendo le necessarie istruzioni alle BCN dell'area dell'euro;

– nel gestire gli affari correnti della BCE;

– nell'esercitare determinati poteri ad esso delegati dal Consiglio direttivo, inclusi quelli di natura regolamentare.

A decorrere dal 1° ottobre 2003 è stato istituito un Comitato di gestione, presieduto da un membro del Comitato esecutivo, che riferisce al Comitato esecutivo stesso (cfr. la sezione 2.2 di questo capitolo). Il nuovo comitato è volto a ridurre il carico di lavoro del Comitato esecutivo, consentendogli di concentrarsi su questioni strategiche.





#### 1.4 IL CONSIGLIO GENERALE

Il Consiglio generale è composto dal Presidente e dal Vicepresidente della BCE e dai governatori delle BCN di tutti gli Stati membri dell'UE. Esso svolge i compiti in precedenza propri dell'Istituto monetario europeo, che devono essere tuttora assolti dalla BCE in virtù del fatto che non tutti gli Stati membri hanno ancora adottato la moneta unica. Nel 2003 il Consiglio generale si è riunito quattro volte, secondo quanto previsto dal normale calenda-

rio dei lavori. Nel settembre 2002, al fine di migliorare la collaborazione con le Banche centrali dei paesi aderenti in vista dell'allargamento del SEBC, il Consiglio generale ha deciso di invitare i governatori di dette banche a partecipare in veste di osservatori alle riunioni del Consiglio generale, a decorrere dalla data della firma del Trattato di adesione. Il 26 giugno 2003 i governatori delle dieci Banche centrali dei paesi aderenti hanno partecipato per la prima volta, in qualità di osservatori, a una riunione del Consiglio generale.

##### Terza fila

(da sinistra a destra)

John Hurley, Nout Wellink,  
Ernst Welteke, Klaus Liebscher,  
Nicholas C. Garganas,  
Bodil Nyboe Andersen

##### Seconda fila

(da sinistra a destra)

Antonio Fazio, Matti Louekoski,  
Guy Quaden, Lars Heikensten,  
Christian Noyer, Jaime Caruana

##### Prima fila

(da sinistra a destra)

Yves Mersch,  
Vítor Constâncio,  
Jean-Claude Trichet,  
Lucas D. Papademos,  
Mervyn King



**Willem F. Duisenberg** (fino al 31 ottobre 2003)  
Presidente della BCE

**Jean-Claude Trichet** (dal 1° novembre 2003)  
Presidente della BCE

**Lucas D. Papademos**  
Vicepresidente della BCE

**Bodil Nyboe Andersen**  
Governatore della Danmarks Nationalbank

**Jaime Caruana**  
Governatore del Banco de España

**Vítor Constâncio**  
Governatore del Banco de Portugal

**Antonio Fazio**  
Governatore della Banca d'Italia

**Nicholas C. Garganas**  
Governatore della Banca di Grecia

**Edward A. J. George** (fino al 30 giugno 2003)  
Governatore della Bank of England

**Lars Heikensten**  
Governatore della Sveriges Riksbank

**John Hurley**  
Governatore della Central Bank & Financial Services  
Authority of Ireland

**Mervyn King** (dal 1° luglio 2003)  
Governatore della Bank of England

**Klaus Liebscher**  
Governatore della Oesterreichische Nationalbank

**Yves Mersch**  
Governatore della Banque centrale du Luxembourg

**Christian Noyer** (dal 1° novembre 2003)  
Governatore della Banque de France

**Guy Quaden**  
Governatore della Nationale Bank van België/  
Banque Nationale de Belgique

**Jean-Claude Trichet** (fino al 31 ottobre 2003)  
Governatore della Banque de France

**Matti Vanhala\***  
Governatore della Suomen Pankki –  
Finlands Bank

**Nout Wellink**  
Presidente della De Nederlandsche Bank

**Ernst Welteke**  
Presidente della Deutsche Bundesbank

\* Sostituito nella foto da Matti Louekoski. Vicegovernatore della Suomen Pankki – Finlands Bank.

## 1.5 I COMITATI DEL SEBC E IL COMITATO PER IL BILANCIO PREVENTIVO



I Comitati del SEBC hanno continuato a svolgere un ruolo importante nell'esecuzione dei compiti dell'Eurosistema/SEBC. Su richiesta del Consiglio direttivo e del Comitato esecutivo, i Comitati hanno fornito la propria consulenza specialistica nei rispettivi settori di competenza, agevolando il processo decisionale. La partecipazione in qualità di membri ai Comitati del SEBC è generalmente riservata al personale delle banche centrali dell'Eurosistema. Nondimeno, le BCN degli Stati membri che non hanno ancora adottato l'euro prendono parte alle riunioni quando vi si trattano questioni che rientrano nel campo di competenza del Consiglio generale. Ove appropriato, possono essere invitati i rappresentanti di altri organi competenti, come le autorità nazionali di vigilanza nel caso del Comitato per la vigilanza bancaria. A partire dalla firma del Trattato di adesione, nell'aprile 2003, e in linea con la decisione di invitare i governatori delle banche centrali dei

paesi aderenti a partecipare alle riunioni del Consiglio direttivo, gli esperti di tali banche sono invitati a partecipare alle riunioni dei comitati del SEBC in qualità di osservatori ogni qual volta siano in discussione questioni che rientrano nella sfera di competenza del Consiglio generale. Attualmente esistono dodici Comitati del SEBC, tutti istituiti ai sensi dell'articolo 9 del Regolamento interno della BCE.

Nelle questioni relative al bilancio della BCE il Consiglio direttivo è assistito dal Comitato per il bilancio preventivo, istituito ai sensi dell'articolo 15 del Regolamento interno della BCE.

## 1.6 IL GOVERNO SOCIETARIO

Oltre agli organi decisionali, anche il governo societario della BCE prevede vari livelli di controllo interni ed esterni.

### LIVELLI ESTERNI DI CONTROLLO

Lo Statuto del SEBC prevede due livelli: quello dei revisori esterni, che verificano i conti annuali della BCE (articolo 27.1 dello Statuto del SEBC) e la Corte dei Conti europea che verifica l'efficienza operativa della gestione della BCE (articolo 27.2).

Nell'agosto 2002 il Consiglio direttivo decise che, per fornire al pubblico la massima garanzia sull'indipendenza dei revisori esterni della BCE, fosse necessario applicare il principio della rotazione della società di revisione. Tale decisione è stata attuata nell'ambito della procedura di nomina del revisore esterno della BCE (ai sensi dell'articolo 27.1 dello Statuto del SEBC). Il nuovo revisore esterno ha iniziato il suo mandato nel settembre 2003<sup>2</sup>.

Il sito Internet della BCE pubblica il rapporto annuale della Corte dei Conti europea e la risposta della BCE.

### LIVELLI INTERNI DI CONTROLLO

Nel 2003 la Direzione Revisione interna della BCE ha continuato a svolgere incarichi di revisione su mandato del Comitato esecutivo; il mandato della Direzione è definito dallo Statuto dei revisori della BCE<sup>3</sup>. Essa verifica e valuta, volta per volta, l'adeguatezza e l'efficacia del sistema di controllo interno della BCE e la qualità del suo operato nell'espletamento delle responsabilità ad essa conferite. In conformità con le disposizioni approvate dal Comitato esecutivo, la funzione di revisione interna aderisce agli *International Standards for the Professional Practice of Internal Auditing* stabiliti dall'Institute of Internal Auditors.

Il Comitato dei revisori interni, creato nell'ambito del SEBC su mandato del Consiglio direttivo, è composto dai capi delle Direzioni Revisione interna presso la BCE e le BCN ed è

responsabile del coordinamento delle attività ispettive sui progetti e i sistemi operativi congiunti a livello di SEBC.

La struttura di controllo interno della BCE si fonda su un approccio funzionale, in cui ciascuna unità organizzativa (Divisione, Direzione o Direzione generale) è responsabile della propria efficienza e del controllo interno. A tal fine, le unità operative attuano un insieme di procedure di controllo nell'ambito delle rispettive aree di responsabilità. Per esempio esiste un sistema di regole e procedure – noto come “muraglia cinese” – per impedire che informazioni riservate, ad esempio provenienti dalle aree responsabili dell'attuazione della politica monetaria, raggiungano quelle cui fa capo l'attività di gestione delle riserve valutarie e dei fondi propri della BCE. Oltre a questi controlli, la Direzione Pianificazione e controllo, la Direzione Gestione dei rischi e la Direzione Revisione interna svolgono una funzione consultiva e propositiva presso le aree operative e il Comitato esecutivo riguardo a specifiche problematiche di controllo concernenti l'organizzazione nel suo complesso.

I membri del Consiglio direttivo aderiscono a un Codice di condotta che ne contempla le responsabilità nella salvaguardia dell'integrità e della reputazione dell'Eurosistema e nel mantenimento dell'efficacia del suo funzionamento<sup>4</sup>. Il Consiglio direttivo ha anche nominato un consulente incaricato di fornire assistenza su alcuni aspetti della condotta professionale. Questo codice è simile al Codice di condotta della Banca centrale europea, che fornisce indirizzi e parametri di comportamento per il personale della BCE e i membri del Comitato esecutivo, che sono esortati a

2 A seguito di una gara, il nuovo incarico di revisore esterno della BCE è stato conferito alla KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft, con un mandato di cinque anni.

3 Lo Statuto dei revisori della BCE è pubblicato sul sito Internet della BCE per promuovere la trasparenza delle misure ispettive attuate al suo interno.

4 Cfr. il Codice di Condotta dei membri del Consiglio direttivo, GU C 123 del 24.5.2002, pag. 9 e il sito Internet della BCE.

perseguire elevati standard professionali e deontologici nello svolgimento dei loro compiti<sup>5</sup>.

La BCE è dotata di regole dettagliate per la prevenzione degli abusi di informazioni sensibili sui mercati finanziari (le regole sull'*insider trading*). Il personale della BCE e i membri del Comitato esecutivo hanno il divieto formale di trarre vantaggio, in modo diretto o indiretto, da informazioni riservate cui hanno accesso attraverso l'esercizio di attività finanziarie private a proprio rischio e per proprio conto o a rischio e per conto di terzi<sup>6</sup>. Un Consulente per la deontologia, nominato dal Comitato esecutivo, assicura un'interpretazione coerente di tale regolamento.

#### MISURE ANTIFRODE

Nel 1999 il Parlamento europeo e il Consiglio UE hanno adottato il Regolamento (CE) n. 1073/1999 sulle indagini svolte dall'Ufficio europeo per la lotta antifrode<sup>7</sup> (Regolamento OLAF) per potenziare la lotta alla frode, alla corruzione e a qualsiasi altra attività illegale lesiva degli interessi finanziari delle Comunità. Esso prevede tra l'altro che, in caso di sospetta frode, l'OLAF effettui un'indagine interna nell'ambito di istituzioni, organi, uffici e agenzie comunitarie.

Pur riconoscendo e accettando in pieno la necessità di misure vigorose per prevenire la frode, il Consiglio direttivo ha ritenuto che la posizione indipendente della BCE e i suoi compiti statutari non consentissero di applicarle il Regolamento OLAF. Ha, invece, adottato una Decisione separata della BCE, del 7 ottobre 1999, sulla prevenzione della frode (BCE/1999/5) che prevedeva la creazione di un sistema antifrode ad ampio raggio sottoposto al controllo finale di un Comitato antifrode indipendente. La creazione di questo comitato indipendente ha migliorato i livelli di controllo originari all'interno della BCE. Il Comitato antifrode si è riunito una volta nel 2003 ed è stato regolarmente informato dalla Direzione Revisione interna di tutte le questioni inerenti all'adempimento dei suoi compiti.

La Commissione europea, sostenuta dal Regno dei Paesi Bassi, dal Parlamento europeo e dal Consiglio UE, ha successivamente presentato un ricorso contro tale posizione (Caso C-11/00). Il 10 luglio 2003 la Corte di giustizia delle Comunità europee ha deliberato sulle istanze delle parti e ha annullato la Decisione BCE/1999/5.

La sentenza della Corte ha collocato in maniera inequivocabile la BCE "all'interno dell'assetto della Comunità" riconoscendo, al contempo, che il legislatore aveva voluto garantire che tale organo potesse adempiere in maniera indipendente i compiti ad esso assegnati. La Corte ha, tuttavia, deciso che tale indipendenza non può comportare la separazione totale della BCE dalla Comunità e la sua esenzione da ogni norma del corpo legislativo comunitario. Ciò è in linea con l'approccio seguito dalla BCE. L'applicazione del Regolamento OLAF non inciderà sulla indipendenza della BCE nello svolgimento dei propri compiti.

A breve, una nuova decisione della BCE recepirà pienamente i contenuti della sentenza emessa dalla Corte.

5 Cfr. il Codice di condotta della Banca centrale europea ai sensi dell'articolo 11.3 del Regolamento interno della Banca centrale europea, GU 76 dell'8.3.2001, pag. 12 e il sito Internet della BCE.

6 Cfr. la sezione 1.2 del Regolamento del personale della BCE, che contiene le regole di condotta professionale e di riservatezza, GU C 236 del 22.8.2001, pag. 13 e il sito Internet della BCE.

7 Regolamento (CE) n. 1073/1999 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 25 maggio 1999, relativo alle indagini svolte dall'Ufficio per la lotta antifrode (OLAF), GU L 136 del 31 maggio 1999, pag. 1. Cfr. anche l'identico Regolamento (Euratom) n. 1074/1999, del 25 maggio 1999, relativo alle indagini svolte dall'Ufficio europeo per la lotta antifrode (OLAF), GU L 136 del 31 maggio 1999, pag. 8.

## 2 GLI SVILUPPI ORGANIZZATIVI

### 2.1 LE RISORSE UMANE

#### EVOLUZIONE DEL PERSONALE

Alla fine del 2003 il personale della BCE era pari a 1.217,0 unità (equivalenti a 1.213,5 unità a tempo pieno) rispetto alle 1.109 unità (di cui 1.105,5 a tempo pieno) alla fine del 2002, a fronte di un totale di posizioni previste per quest'anno di 1.271,5 (a tempo pieno). Il numero medio dei dipendenti della BCE nel 2003 è stato di 1.160 unità, rispetto alle 1.080 del 2002. Nel periodo in esame sono stati assunti 151 dipendenti, mentre 41 hanno lasciato la BCE. Il numero delle posizioni a tempo pieno per il 2004 è stato fissato a 1.362,5 pari a un incremento del 7,1 per cento.

A partire dal 1° gennaio, tutte le posizioni vacanti sono accessibili ai cittadini dei paesi in procinto di aderire all'Unione europea. La BCE ha lanciato campagne di reclutamento con esito positivo, mirate in particolare all'assunzione di cittadini di questi paesi come traduttori, giuristi-linguisti e consiglieri giuridici. Attualmente, sono 39 i dipendenti della BCE provenienti dai paesi aderenti assunti con contratti superiori ad un anno.

Nel corso dell'anno, 90 esperti delle BCN, sono stati presso la BCE per brevi periodi della durata media di circa quattro mesi. Di tali esperti, 48 provenivano dalle banche centrali dei paesi aderenti. Questi incarichi di breve durata si sono dimostrati particolarmente utili sia per la BCE che per le banche centrali dei paesi aderenti nel quadro dei preparativi per l'ampliamento dell'UE.

Nel corso del 2003, la BCE ha offerto 113 contratti a termine (compresi i prolungamenti) al fine di sostituire il personale in congedo di maternità, congedo parentale e aspettativa senza emolumenti, a confronto di 60 contratti offerti nel 2002.

Nel 2003, la BCE ha attuato programmi di formazione della durata media di tre-quattro mesi rivolti a 166 studenti e laureati, aventi principalmente un background economico (erano

stati 135 nel 2002), e 48 dei tirocinanti provenivano dai paesi aderenti.

Nell'ambito del *Research Visitors Programme*, volto allo sviluppo di progetti specifici e di livello elevato nel campo della politica monetaria, nel 2003 sono stati ospitati 24 ricercatori, a fronte dei 20 accolti nel 2002 (cfr. la sezione 5 del capitolo 2).

Il *Graduate Research Programme*, rivolto ai migliori studenti che stanno terminando il dottorato di ricerca ha interessato 12 partecipanti nel 2003, lo stesso numero del 2002.

#### MOBILITÀ INTERNA

Nel 2003, 93 dipendenti hanno assunto un'altra funzione dopo avere presentato una candidatura interna per coprire le posizioni permanenti vacanti. Inoltre, la BCE ha incoraggiato la mobilità interna temporanea. 12 dipendenti hanno svolto un altro compito per un periodo di tempo limitato al fine di acquisire esperienza o per rispondere ad esigenze dell'attività lavorativa urgente ma temporanee, prima di ritornare alle loro funzioni.

#### MOBILITÀ ESTERNA

All'inizio dell'anno è stato introdotto il programma *External Work Experience Scheme* per sostenere la formazione del personale. Nell'ambito di questo programma, il personale potrebbe essere distaccato presso le banche centrali nazionali nonché presso altre importanti istituzioni europee e internazionali. Tre dipendenti hanno preso parte a questo programma nel corso del 2003 per periodi compresi tra due e cinque mesi.

#### ASILO NIDO DELLA BCE E SCUOLA EUROPEA

L'asilo nido della BCE è stato ampliato con l'aggiunta di una terza struttura permanente, che offre 90 nuovi posti per i figli del personale. Dopo questo ampliamento, l'asilo è in grado di accogliere 221 bambini a partire da tre mesi di età.

La scuola secondaria della Scuola europea di Francoforte ha iniziato a settembre il suo primo

anno scolastico con cinque classi. Analogamente ai livelli elementare e pre-elementare anche la scuola secondaria ha quattro sezioni linguistiche: inglese, francese, tedesco e italiano.

## **2.2 LE MISURE VOLTE A RAFFORZARE IL FUNZIONAMENTO DELL'ORGANIZZAZIONE INTERNA**

Sin dal 1998 la BCE ha attribuito particolare priorità alla definizione delle sue funzioni, alla formulazione e l'attuazione di una politica monetaria unica e all'introduzione dell'euro. Nel contempo, tuttavia la BCE è costantemente cresciuta ed il sostanziale aumento del personale ha creato la necessità di rafforzare il funzionamento dell'organizzazione interna. Pertanto, dopo il riuscito completamento della sostituzione del contante, il Comitato esecutivo ha deciso di migliorare l'assetto organizzativo, di sviluppare ulteriormente la struttura e i processi gestionali e di rafforzare le politiche in materia di risorse umane, in particolare per quanto attiene le assunzioni e l'evoluzione delle carriere.

### **ECB IN MOTION**

Nel quadro della maggiore attenzione dedicata al rafforzamento dell'organizzazione interna della BCE, all'inizio dell'anno il Comitato esecutivo ha deciso di avviare alcune inchieste presso i dipendenti sul tema dei principi aziendali, della comunicazione interna e della performance organizzativa. Sulla base dei risultati delle indagini, il Comitato esecutivo ha deciso di dare inizio ad un processo destinato a migliorare il funzionamento della BCE denominato *ECB in Motion*. Questo processo che coinvolge il più possibile il personale, affronta le problematiche sollevate dalle inchieste. Sono stati istituiti quattro gruppi di lavoro sotto la guida di un ufficio di gestione del progetto e del Comitato esecutivo. I gruppi di lavoro hanno sviluppato delle proposte in materia di gestione, di evoluzione professionale, di comunicazione interna e delle disposizioni mirate alla riduzione della burocrazia.

A ottobre il Comitato esecutivo ha approvato la maggior parte delle proposte avanzate dai quattro gruppi di lavoro e istituito un ufficio di gestione del progetto, che seguirà l'ulteriore sviluppo e l'attuazione delle misure approvate. La maggior parte delle misure adottate nel quadro del progetto *ECB in Motion* dovrebbe essere pronta per l'attuazione entro il mese di luglio del 2004.

### **ISTITUZIONE DI UN COMITATO DI GESTIONE**

Il Comitato esecutivo ha anche riesaminato il proprio funzionamento e il proprio ruolo nella gestione della BCE, decidendo di istituire un Comitato di gestione che lo consiglierà e assisterà nella gestione della BCE, nella pianificazione strategica e nella predisposizione del bilancio annuale. Ciò permetterà al Comitato esecutivo di dedicare maggiore attenzione alla preparazione e alla discussione delle questioni strategiche relative sia ai compiti e alle politiche della BCE che alla sua struttura interna ed alle sue funzioni. Il Comitato di gestione, che ha iniziato i suoi lavori a ottobre, riferisce al Comitato esecutivo, è presieduto da un membro di quest'ultimo ed è composto da membri dell'alta direzione della banca.

### **RIORGANIZZAZIONE DELLA DIREZIONE GENERALE SISTEMI INFORMATICI**

A partire dal 1994, è stato dedicato un impegno considerevole per creare le infrastrutture fondamentali, necessarie all'avvio della Terza fase dell'Unione economica e monetaria e all'introduzione dell'euro. Nel corso di questo periodo, i dipartimenti di informatica sia dell'IME che della BCE hanno rispettato le scadenze fissate ed i sistemi informatici della BCE e del SEBC si sono dimostrati solidi e affidabili.

All'inizio del 2002, la BCE ha deciso di riesaminare le modalità di prestazione dei servizi attinenti ai sistemi informatici presso la banca. L'obiettivo era di valutare l'organizzazione esistente, la struttura e l'efficacia dell'elaborazione dei sistemi informatici della BCE e di fissarne le linee guida per il futuro.

A luglio, il Comitato esecutivo ha approvato quattro raccomandazioni principali che sono state predisposte in collaborazione con un consulente esterno scelto per coadiuvare il processo di revisione. Queste raccomandazioni si risolveranno in un riorientamento strategico della elaborazione dei sistemi informatici e includono le seguenti misure.

- La gestione dell'insieme di progetti che si concentra sulla definizione delle priorità e sulla distribuzione delle risorse informatiche e finanziarie sarà rafforzata.
- La Direzione Generale Sistemi informatici (DG-SI) sarà riorganizzata al fine di dedicare maggiore attenzione al miglioramento della gestione dei progetti e alle capacità di elaborazione dei sistemi. Di conseguenza, il personale della DG-SI sarà maggiormente concentrato sulla gestione dei progetti interni e sulle competenze per far fronte alla crescente domanda di progetti informatici da parte dei settori di attività della BCE e da parte del SEBC.
- La BCE dedicherà maggiore attenzione alla definizione di standard informatici comuni, al fine di ridurre la complessità e i costi di mantenimento del quadro informatico.
- Infine, la BCE riconsidererà le opzioni disponibili per la fornitura delle attività operative, di supporto e infrastrutturali del settore informatico.

La nuova struttura organizzativa è stata definita intorno a tre settori: Direzione Progetti informatici, Divisione Operazioni informatiche e supporto utenti, Divisione Funzioni per la gestione informatica. L'attuazione delle altre raccomandazioni è già iniziata e dovrebbe essere completata entro la fine del 2004.

### **RIORGANIZZAZIONE DELLA DIREZIONE GENERALE STATISTICHE**

Nel corso del 2003, è stata effettuata una riorganizzazione della Direzione Generale Statistiche (DG-S). Dalla fondazione della BCE, la

produzione e il personale della DG-S sono più che raddoppiati, mentre la struttura organizzativa è rimasta sostanzialmente invariata. La strategia di medio periodo per l'elaborazione delle statistiche, adottata dalla BCE all'inizio dell'anno (cfr. la sezione 4 del capitolo 2), ha potuto essere attuata solo dopo una revisione organizzativa della Direzione Generale. Tale processo di revisione è iniziato a febbraio ed è stato eseguito da un gruppo che comprendeva un esperto delle BCN. In base alle proposte del gruppo di lavoro il Comitato esecutivo ha approvato una nuova struttura organizzativa che sarà realizzata nel 2004.

Una delle principali caratteristiche di questa riorganizzazione è costituita dal rafforzamento dell'orientamento degli utenti della DG-S, ad esempio attraverso un servizio informazioni centralizzato destinato all'utenza. Inoltre il nuovo assetto, aggregando il personale assegnato a questi compiti in una nuova divisione separata, serve ad aumentare l'efficienza e l'efficacia dello sviluppo di nuove statistiche e di nuovi standard.

### **2.3 LA NUOVA SEDE DELLA BCE**

Svolgendo attualmente le proprie attività in vari immobili in affitto, la BCE ha deciso di far costruire una nuova sede. Per questo motivo ha acquistato un terreno dalla Città di Francoforte, l'area della Grossmarkthalle. Nel quadro del progetto *New ECB Premises* è stato indetto un concorso internazionale di progettazione architettonica, il termine ultimo per la presentazione delle proposte è stato fissato al 20 gennaio. La BCE ha suscitato l'interesse di più di 300 architetti in 31 paesi e 5 continenti. Ad aprile, una Commissione composta da 5 esperti della BCE assistiti da 5 architetti ha effettuato una preselezione, scegliendo 80 candidati: 70 "affermati" e 10 giovani architetti "emergenti". Gli 80 candidati sono stati invitati ad una sessione domande/risposte a Francoforte sul Meno, che ha previsto anche una visita all'area della Grossmarkthalle. Molte delle domande poste dagli architetti erano attinenti alle caratteristiche tecniche dell'edificio della vecchia Grossmarkthalle, risalente al

1928, e agli obblighi derivanti dallo status di edificio di interesse storico. Gli architetti sono stati dunque invitati, per la prima selezione, a presentare un progetto anonimo entro il 7 luglio.

I progetti sono stati giudicati da una giuria internazionale, presieduta dal Vice presidente BCE e composta di dodici membri: tre membri provenienti dalla BCE, tre dalle BCN, cinque membri esterni, architetti riconosciuti internazionalmente, e da un rappresentante della città di Francoforte sul Meno. Nei giorni 28 e 29 di agosto la giuria ha selezionato dodici candidati, ammessi alla seconda fase del concorso. La BCE ha invitato i dodici candidati a sottoporre progetti architettonici maggiormente dettagliati entro il 12 dicembre. Il 13 febbraio del 2004 la giuria ha premiato tre progetti<sup>8</sup>. Tutte le proposte presentate in entrambe le fasi del concorso sono state poi esposte al pubblico nel corso di una mostra durata tre settimane presso il Deutsches Architektur Museum a Francoforte sul Meno.

La BCE potrebbe richiedere ai candidati premiati di approntare delle correzioni ai progetti per rispondere alle raccomandazioni della giuria e/o a ulteriori requisiti fissati dalle BCE. Dopo avere esaminato e valutato i progetti finali, la BCE assegnerà il contratto per la nuova sede al candidato (o ai candidati) che a suo avviso avrà risposto meglio ai criteri di selezione. Successivamente avrà inizio la fase di progettazione e l'inizio dei lavori è previsto per la fine del 2005.

<sup>8</sup> Sul sito Internet della BCE sono disponibili un comunicato stampa e delle immagini.



### 3 IL “DIALOGO SOCIALE” NELL’AMBITO DEL SEBC

Nel 2003 si sono svolti due incontri di Dialogo sociale nell’ambito del SEBC, durante i quali i rappresentanti dei dipendenti di tutte le banche centrali del SEBC e delle federazioni sindacali europee si sono incontrati con la BCE per discutere gli sviluppi del SECB che incidono sulla situazione dei dipendenti delle BCN. I rappresentanti dei dipendenti delle 10 banche centrali dei paesi aderenti sono stati invitati ad assistere agli incontri in qualità di osservatori.

Come negli anni passati, sono state discusse questioni inerenti alle banconote, ai sistemi di pagamento, alla stabilità finanziaria e alla vigilanza prudenziale.

Nel campo delle banconote, gli accordi per la produzione dei biglietti in euro nel lungo periodo sono stati al centro della discussione (cfr. la sezione 3 del capitolo 2). I rappresentanti dei dipendenti hanno osservato che le banconote costituiscono un bene comune e hanno poi messo in evidenza che la qualità e la sicurezza delle stesse sono di importanza cruciale per ottenere la fiducia da parte del pubblico. Essi inoltre, hanno affermato che la sicurezza del posto di lavoro del personale delle stamperie dovrebbe essere salvaguardata per varie ragioni, in particolare in segno di riconoscenza per gli ingenti sforzi necessari ad approntare in tempo utile le banconote per la sostituzione del contante. Pertanto, le banche centrali dovrebbero continuare ad essere coinvolte in tutte le operazioni attinenti alle banconote, e in particolare nella produzione.

Per quanto riguarda i sistemi di pagamento, l’attenzione si è concentrata sui progressi nei preparativi di Target2 (cfr. la sezione 2 del capitolo 2). La BCE ha tenuto costantemente informati dei progressi compiuti i partecipanti al Dialogo sociale. I rappresentanti dei dipendenti si sono espressi in merito alle possibili soluzioni pronunciandosi in favore di una soluzione decisa sul modello del sistema attuale.

Per quanto riguarda la stabilità finanziaria e la vigilanza prudenziale, la BCE ha informato i partecipanti della riforma degli assetti istitu-

zionali dell’UE in materia di regolamentazione, sorveglianza e stabilità del sistema finanziario, dell’applicazione dell’“approccio Lamfalussy” nel settore bancario, del processo di revisione da parte del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria dell’accordo sull’adeguatezza patrimoniale delle banche (Basilea II) e della riforma delle strutture di vigilanza nazionali (cfr. la sezione 2 del capitolo 3). I rappresentanti dei dipendenti hanno reiterato la loro preferenza per l’assegnazione alle banche centrali dei compiti in materia di stabilità e vigilanza finanziaria.

Gli incontri di Dialogo sociale inoltre hanno offerto l’opportunità di discutere altri temi di carattere più generale come lo sviluppo di programmi di formazione comuni e di una cultura aziendale per i dipendenti del SEBC, i preparativi della BCE per l’ampliamento del SEBC e la ristrutturazione di alcune BCN a seguito dell’istituzione dell’Eurosistema. Riguardo a quest’ultimo tema, i fattori alla base di tali riorganizzazioni sono stati oggetto di discussione e i rappresentanti dei dipendenti hanno manifestato le loro preoccupazioni per il mantenimento dei livelli occupazionali nelle BCN.

Le opinioni e i timori espressi dai rappresentanti dei sindacati sono state trasmesse al Consiglio direttivo e al Consiglio generale.

Nel corso degli incontri di Dialogo sociale la BCE ha sottolineato che il Consiglio direttivo, nel prendere le sue decisioni, si attiene ai principi di efficienza, efficacia, sicurezza, alta qualità ed elevati standard di servizio, tenendo in considerazione anche l’impatto sull’occupazione e le condizioni sociali.

A ottobre la BCE ha lanciato una *Newsletter* relativa al Dialogo sociale, al fine di accrescere il flusso di informazioni verso i partecipanti tra un meeting e l’altro e di migliorare la comune comprensione dei temi trattati. Infine i partecipanti hanno messo in rilievo il bisogno di rafforzare la cultura aziendale nell’ambito del SEBC, e a tal fine sono stati organizzati dei programmi di formazione comuni.

## 4 I CONTI ANNUALI DELLA BCE

## STATO PATRIMONIALE AL 31 DICEMBRE 2003

ATTIVO	NOTA N.	2003 €	2002 €
<b>Oro e crediti in oro</b>	<b>1</b>	<b>8.145.320.117</b>	<b>8.058.187.254</b>
<b>Crediti denominati in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro</b>	<b>2</b>		
Crediti verso l'FMI		211.651.948	164.788.323
Conti presso banche e investimenti in titoli, prestiti esteri e altre attività sull'estero		28.593.384.857	37.151.511.287
		<b>28.805.036.805</b>	<b>37.316.299.610</b>
<b>Crediti denominati in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro</b>	<b>2</b>	<b>2.799.472.504</b>	<b>3.047.976.497</b>
<b>Crediti denominati in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	<b>3</b>		
Conti presso banche, investimenti in titoli e prestiti		<b>474.743.402</b>	<b>183.237.923</b>
<b>Altri crediti denominati in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	<b>4</b>	<b>25.000</b>	<b>0</b>
<b>Crediti interni all'Eurosistema</b>	<b>5</b>		
Crediti derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema		34.899.471.205	28.681.074.010
Altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti)		4.599.894.403	5.468.478.796
		<b>39.499.365.608</b>	<b>34.149.552.806</b>
<b>Altre attività</b>	<b>6</b>		
Immobilizzazioni materiali		128.911.950	112.624.758
Altre attività finanziarie		5.573.756.258	5.529.030.465
Ratei e risconti attivi		590.646.023	1.260.718.561
Varie		37.791.421	609.968.394
		<b>6.331.105.652</b>	<b>7.512.342.178</b>
<b>Perdita dell'esercizio</b>		<b>476.688.785</b>	<b>0</b>
<b>Totale attivo</b>		<b>86.531.757.873</b>	<b>90.267.596.268</b>

PASSIVO	NOTA N.	2003 €	2002 €
<b>Banconote in circolazione</b>	<b>7</b>	<b>34.899.471.205</b>	<b>28.681.074.010</b>
<b>Passività denominate in euro verso altri residenti nell'area dell'euro</b>	<b>8</b>	<b>1.065.000.000</b>	<b>1.036.000.000</b>
<b>Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	<b>9</b>	<b>146.867.501</b>	<b>227.805.777</b>
<b>Passività denominate in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro</b>	<b>10</b>		
Depositi, conti di natura diversa e altre passività		<b>1.452.432.822</b>	<b>5.192.380.656</b>
<b>Passività interne all'Eurosistema</b>	<b>11</b>		
Passività equivalenti al trasferimento di riserve ufficiali		<b>40.497.150.000</b>	<b>40.497.150.000</b>
<b>Altre passività</b>	<b>12</b>		
Ratei e risconti passivi		1.162.299.071	1.417.939.194
Varie		174.890.973	75.191.137
		<b>1.337.190.044</b>	<b>1.493.130.331</b>
<b>Accantonamenti</b>	<b>13</b>	<b>87.195.777</b>	<b>2.644.780.685</b>
<b>Conti di rivalutazione</b>	<b>14</b>	<b>2.176.464.065</b>	<b>4.404.834.096</b>
<b>Capitale e riserve</b>	<b>15</b>		
Capitale		4.097.229.250	4.097.229.250
Riserve		772.757.209	772.757.209
		<b>4.869.986.459</b>	<b>4.869.986.459</b>
<b>Utile dell'esercizio</b>		<b>0</b>	<b>1.220.454.254</b>
<b>Totale Passivo</b>		<b>86.531.757.873</b>	<b>90.267.596.268</b>

## CONTO ECONOMICO PER L'ESERCIZIO TERMINATO IL 31 DICEMBRE 2003

	NOTA N.	2003 €	2002 €
Interessi attivi sulle riserve ufficiali		541.294.375	990.618.897
Interessi attivi derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema		698.245.187	726.917.226
Altri interessi attivi		1.449.963.923	1.965.003.344
<i>Interessi attivi</i>		<i>2.689.503.485</i>	<i>3.682.539.467</i>
Remunerazione dei crediti delle BCN relativamente alle riserve ufficiali trasferite		(807.683.148)	(1.140.963.789)
Altri interessi passivi		(1.166.693.660)	(1.547.042.623)
<i>Interessi passivi</i>		<i>(1.974.376.808)</i>	<i>(2.688.006.412)</i>
<b>Interessi attivi netti</b>	<b>20</b>	<b>715.126.677</b>	<b>994.533.055</b>
Utili e perdite realizzati rivenienti da operazioni finanziarie	<b>21</b>	525.260.622	735.425.388
Svalutazioni di attività e di posizioni finanziarie	<b>22</b>	(3.972.689.560)	(276.955.036)
Accantonamenti ai/utilizzi dei fondi per rischi di cambio e di prezzo		2.568.708.838	154.000.000
<b>Risultato netto di operazioni finanziarie, svalutazioni e trasferimenti ai/dai fondi rischi</b>		<b>(878.720.100)</b>	<b>612.470.352</b>
<b>(Spese)/proventi netti da provvigioni e commissioni</b>	<b>23</b>	<b>(63.466)</b>	<b>(227.158)</b>
<b>Altri proventi</b>	<b>24</b>	<b>2.911.280</b>	<b>3.744.153</b>
<b>Proventi totali netti</b>		<b>(160.745.609)</b>	<b>1.610.520.402</b>
Spese per il personale	<b>25 e 26</b>	(129.886.988)	(120.003.344)
Spese di amministrazione	<b>27</b>	(153.549.282)	(133.966.576)
Ammortamento di immobilizzazioni materiali	<b>28</b>	(30.410.140)	(17.738.206)
Servizi di produzione di banconote	<b>29</b>	(2.096.766)	(118.358.022)
<b>(Perdita)/utile dell'esercizio</b>		<b>(476.688.785)</b>	<b>1.220.454.254</b>

Francoforte sul Meno, 9 marzo 2004

BANCA CENTRALE EUROPEA

Jean-Claude Trichet  
Presidente

# CRITERI DI RILEVAZIONE CONTABILE E DI REDAZIONE DEL BILANCIO<sup>1</sup>

## FORMA E PRESENTAZIONE DEL BILANCIO

Il bilancio della Banca centrale europea (BCE) è stato predisposto in modo da rappresentare correttamente la situazione patrimoniale e finanziaria della BCE e il risultato economico di esercizio. Esso è conforme ai principi e criteri contabili<sup>2</sup> di seguito delineati, che il Consiglio direttivo della BCE ritiene adeguati alla natura dell'attività di una banca centrale.

## PRINCIPI CONTABILI

Sono stati applicati i seguenti principi contabili: trasparenza e aderenza alla realtà economica, prudenza, considerazione degli eventi successivi alla data di riferimento del bilancio, rilevanza, competenza, prospettiva della continuazione dell'attività (c.d. "azienda in funzionamento"), coerenza e comparabilità.

## CRITERI GENERALI

Il bilancio è stato redatto sulla base dei costi storici adeguati per effettuare la valutazione a prezzi di mercato dei titoli negoziabili, dell'oro e di tutte le altre attività e passività di bilancio e "fuori bilancio" denominate in valuta estera. Le operazioni su attività e passività finanziarie sono iscritte secondo la data di regolamento.

## ORO E ATTIVITÀ E PASSIVITÀ IN VALUTA ESTERA

Le attività e passività denominate in valuta estera sono convertite in euro al tasso di cambio vigente nel giorno di riferimento per la redazione del bilancio, mentre per le rendite e le spese si utilizza il tasso di cambio in essere al momento dell'operazione. La valutazione di queste attività e passività viene effettuata separatamente per ogni divisa, considerando sia le poste di bilancio sia quelle "fuori bilancio". La valutazione al prezzo di mercato viene condotta distintamente da quella al tasso di cambio.

L'oro è valutato al prezzo di mercato che si registra a fine esercizio. Non si opera alcuna distinzione fra le differenze di valutazione attinenti al prezzo e quelle relative al tasso di cambio. Viene infatti contabilizzata un'unica valutazione sulla base del prezzo in euro per oncia di fino, calcolato con riferimento al tasso di

cambio dell'euro nei confronti del dollaro statunitense al 31 dicembre 2003.

## TITOLI

Tutti i titoli di debito negoziabili e le altre attività simili sono valutati singolarmente, sulla base dei prezzi medi di mercato alla data di riferimento del bilancio. Per l'esercizio terminato il 31 dicembre 2003 sono stati applicati i prezzi medi di mercato al 30 dicembre. I titoli non negoziabili sono valutati al costo.

## RILEVAZIONE DELLE RENDITE E DELLE SPESE

Le rendite e le spese vengono rilevate nel periodo in cui sono state, rispettivamente, conseguite e sostenute. Gli utili e le perdite realizzati derivanti dalla vendita di valuta estera, oro e titoli sono calcolati sulla base del costo medio dell'attività e vengono iscritti nel conto economico.

Le plusvalenze (non realizzate) non sono imputate al conto economico come componenti positive di reddito, ma vengono registrate direttamente in un conto di rivalutazione.

Le minusvalenze (non realizzate) sono iscritte nel conto economico se eccedenti rispetto a preesistenti rivalutazioni registrate nel corrispondente conto di rivalutazione. Le minusvalenze (non realizzate) su uno specifico titolo, una specifica valuta o sull'oro non sono compensate con plusvalenze (non realizzate) su altre specie di titoli, valute oppure oro. A fine anno, in caso di minusvalenze (non realizzate), il costo medio viene ridotto in linea con il tasso di cambio e/o il prezzo di mercato di fine esercizio.

I premi e gli sconti su titoli acquistati vengono assimilati agli interessi attivi e ammortizzati sulla base della vita residua dei titoli.

1 I criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio della BCE sono stati definiti in dettaglio dal Consiglio direttivo con Decisione BCE/2002/11 del 5 dicembre 2002, GU L 58 del 3.3.2003, pagg. 38-59.

2 Tali principi e criteri sono coerenti con il disposto dell'articolo 26.4 dello Statuto del SEBC, che prevede l'armonizzazione delle norme per la rilevazione e la rendicontazione contabili delle operazioni dell'Eurosistema.

### **OPERAZIONI TEMPORANEE**

Un'operazione di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine consiste nella cessione di titoli a fronte di contante con l'impegno contestuale a riacquistarli a un prezzo concordato e a una data futura prefissata. Tali operazioni sono registrate nel passivo dello stato patrimoniale e generano interessi passivi nel conto economico. I titoli oggetto di queste transazioni restano iscritti nella situazione patrimoniale della BCE.

Un'operazione di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine consiste in un acquisto di titoli a fronte di contante con l'impegno contestuale a rivenderli alla controparte a un prezzo concordato e a una data futura prefissata. Tali operazioni sono registrate nell'attivo dello stato patrimoniale, ma non sono incluse nei titoli detenuti dalla BCE e danno origine a interessi attivi nel conto economico.

Le operazioni temporanee, comprese quelle di prestito in titoli, condotte nell'ambito di un programma di prestito titoli automatizzato sono contabilizzate nello stato patrimoniale soltanto nel caso in cui la garanzia venga fornita alla BCE in contanti per tutta la durata dell'operazione. Nel 2003 la BCE non ha ricevuto alcuna garanzia rispondente a tali requisiti.

### **OPERAZIONI "FUORI BILANCIO"**

Le operazioni "fuori bilancio" in valuta, cioè gli acquisti e le vendite a termine di valuta, gli impegni a termine nell'ambito di *swap* in valuta e le altre operazioni comportanti lo scambio di una valuta contro un'altra a una data futura, concorrono a determinare la posizione netta in valuta ai fini del calcolo degli utili o delle perdite in cambi. Le operazioni "fuori bilancio" su tassi di interesse sono valutate separatamente l'una dall'altra. Le posizioni in essere in *future* su tassi di interesse sono registrate in conti "fuori bilancio". Dal 2003 i movimenti giornalieri dei margini di variazione sono iscritti nel conto economico.

### **FATTI CONTABILI RILEVANTI SUCCESSIVI ALLA DATA DI RIFERIMENTO DEL BILANCIO**

Le attività e le passività sono oggetto di aggiustamenti relativi a eventi che si manifestano fra

la data di riferimento del bilancio annuale e quella in cui esso viene approvato dal Consiglio direttivo della BCE, qualora tali eventi incidano in misura rilevante sullo stato delle attività e passività alla predetta data di riferimento del bilancio.

### **SALDI INTRA-SEBC E SALDI INTERNI ALL'EUROSISTEMA**

Le transazioni intra-SEBC sono operazioni transfrontaliere tra due banche centrali dell'Unione europea (UE); hanno luogo principalmente tramite Target, il sistema transeuropeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale (cfr. capitolo 2), e danno origine a saldi bilaterali in appositi conti detenuti tra le BCN dell'UE collegate a Target. Questi saldi sono quindi compensati per novazione con la BCE su base giornaliera, con la conseguenza che ogni BCN presenta un'unica posizione bilaterale netta verso la sola BCE. Tale posizione, appostata nei conti della BCE, rappresenta il credito o il debito netto di ciascuna BCN nei confronti del resto del SEBC.

I saldi intra-SEBC delle BCN dei paesi appartenenti all'area dell'euro nei confronti della BCE (ad eccezione di quelli afferenti il capitale della BCE e il trasferimento di riserve ufficiali alla stessa) sono indicati come crediti/debiti interni all'Eurosistema e vengono esposti nella situazione patrimoniale della BCE in un'unica posizione netta attiva o passiva.

I saldi interni all'Eurosistema rivenienti dall'allocatione dei biglietti in euro nell'ambito dell'Eurosistema confluiscono in un'unica posizione netta attiva, alla voce "Crediti derivanti dall'allocatione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema" (cfr. la sezione *Banconote in circolazione* nelle presenti note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

I saldi intra-SEBC delle BCN dei paesi non partecipanti all'area dell'euro (Danmarks Nationalbank, Sveriges Riksbank e Bank of England) nei confronti della BCE sono iscritti

alla voce “Passività denominate in euro verso non residenti nell’area dell’euro”.

### IMMOBILIZZAZIONI

Le immobilizzazioni (salvo i terreni) sono valutate al prezzo di costo, dedotto l’ammortamento. I terreni sono valutati al costo. L’ammortamento è calcolato sulla base di quote costanti a partire dal trimestre successivo all’acquisizione, per tutta la “durata economica presunta” del bene. In particolare:

Computer, relativo hardware/software e automezzi	4 anni
Impianti, mobili e attrezzature	10 anni
Spese capitalizzate per fabbricati e opere di rinnovamento	25 anni
Immobilizzazioni con costo inferiore a 10.000 euro	Interamente imputate al conto economico nell’anno di acquisto

Con riferimento alle spese capitalizzate per fabbricati e opere di rinnovamento relative ai locali attualmente occupati dalla BCE, il periodo di ammortamento è stato ridotto in modo da assicurare l’imputazione integrale di tali attività a conto economico entro la fine del 2008, termine previsto per l’ultimazione del trasferimento della BCE nella propria sede definitiva.

### PIANO PENSIONISTICO DELLA BCE

La BCE applica uno schema pensionistico a contribuzione definita. Le attività di investimento previste, costituite al solo scopo di garantire le prestazioni agli iscritti al piano e alle persone a loro carico, sono incluse fra le “Altre attività” della BCE e considerate separatamente nelle note allo stato patrimoniale. Le plusvalenze e le minusvalenze sulle attività del fondo pensioni vengono iscritte rispettivamente come rendite e spese del piano pensionistico nell’esercizio in cui esse insorgono. Le prestazioni da corrispondere a valere sul conto relativo alle prestazioni fondamentali, alimentato dai contributi della BCE, riflettono anche l’esistenza di minimi garantiti a integra-

zione delle prestazioni a contribuzione definita.

### BANCONOTE IN CIRCOLAZIONE

L’emissione delle banconote in euro spetta alla BCE e alle dodici BCN dell’area dell’euro, che assieme costituiscono l’Eurosistema<sup>3</sup>. L’ammontare complessivo dei biglietti in euro in circolazione è ripartito fra le banche centrali dell’Eurosistema l’ultimo giorno lavorativo di ogni mese sulla base dello schema di allocazione delle banconote<sup>4</sup>. Alla BCE è stata attribuita una quota pari all’8 per cento del valore totale dei biglietti in euro in circolazione, che viene iscritta nello stato patrimoniale alla voce “Banconote in circolazione” del passivo. La quota della BCE sul totale delle banconote in euro emesse trova contropartita nei crediti nei confronti delle BCN. Tali crediti, di natura fruttifera<sup>5</sup>, sono esposti alla voce “Crediti interni all’Eurosistema: crediti derivanti dall’allocazione delle banconote in euro all’interno dell’Eurosistema” (cfr. la sezione *Saldi intra-SEBC e saldi interni all’Eurosistema* nelle presenti note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio). Gli interessi attivi confluiscano nella voce “Interessi attivi netti”. Il Consiglio direttivo ha deciso che tale reddito sarà riconosciuto separatamente alle BCN mediante una distribuzione provvisoria di utili dopo la fine di ciascun trimestre<sup>6</sup>. Esso sarà integralmente dovuto salvo il caso in cui l’utile netto della BCE per l’esercizio sia inferiore al reddito riveniente dalle banconote in euro in circolazione, e fatta salva qualsiasi decisione

3 Decisione della Banca centrale europea, del 6 dicembre 2001, relativa all’emissione delle banconote in euro (BCE/2001/15), GU L 337 del 20.12.2001, pagg. 52-54.

4 Per “schema di allocazione delle banconote” si intendono le percentuali che risultano tenendo conto della quota della BCE sul totale delle banconote in euro emesse e applicando le quote di capitale sottoscritto alla quota delle BCN in detto totale.

5 Decisione della Banca centrale europea, del 6 dicembre 2001, relativa alla distribuzione del reddito monetario delle banche centrali nazionali degli Stati membri partecipanti a partire dall’esercizio finanziario 2002 (BCE/2001/16), GU L 337 del 20.12.2001, pagg. 55-61.

6 Decisione della Banca centrale europea, del 21 novembre 2002, relativa alla distribuzione alle banche centrali nazionali degli Stati membri partecipanti del reddito della Banca centrale europea derivante dalle banconote in euro in circolazione (BCE/2002/9), GU L 323 del 28.11.2002, pagg. 49-50.



del Consiglio direttivo di ridurre il reddito stesso per tenere conto di costi sopportati dalla BCE in relazione all'emissione e alla gestione operativa delle banconote in euro.

#### **ALTRE INFORMAZIONI**

In considerazione del ruolo svolto dalla BCE quale banca centrale, il Comitato esecutivo ritiene che la pubblicazione del rendiconto sui flussi di cassa non fornirebbe informazioni aggiuntive di rilievo.

Ai sensi dell'articolo 27 dello Statuto del SEBC e sulla base di una raccomandazione del Consiglio direttivo della BCE, il Consiglio dell'Unione europea ha approvato la designazione della KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft quale revisore esterno della Banca centrale europea per un periodo di cinque anni a decorrere dall'esercizio finanziario 2003.

## NOTE ALLO STATO PATRIMONIALE

### I ORO E CREDITI IN ORO

La BCE detiene 24,7 milioni di onces di oro fino (lo stesso quantitativo esposto nel 2002). Nel corso del 2003 non è stata effettuata alcuna operazione in oro; la variazione di questa voce nello stato patrimoniale rispetto al 2002 è dovuta alla valutazione di fine anno di tali consistenze (cfr. la sezione *Oro e attività e passività in valuta estera* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

### 2 CREDITI DENOMINATI IN VALUTA ESTERA VERSO RESIDENTI E NON RESIDENTI NELL'AREA DELL'EURO

#### *Crediti verso l'FMI*

Questa voce dell'attivo rappresenta la quota detenuta dalla BCE di diritti speciali di prelievo (DSP) al 31 dicembre 2003, risultante da un accordo di scambio con il Fondo monetario internazionale (FMI) in base al quale quest'ultimo è autorizzato a eseguire operazioni di vendita e acquisto di DSP contro euro, per conto della BCE, entro un livello minimo e uno massimo di quote detenute. Il DSP è definito in termini di un paniere di valute, il cui valore è derivato dalla somma ponderata dei tassi di cambio delle quattro valute principali (dollaro statunitense, euro, sterlina britannica e yen giapponese). A fini contabili, i DSP sono trattati come una divisa estera (cfr. la sezione *Oro e attività e passività in valuta estera* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

#### *Conti presso banche e investimenti in titoli, prestiti esteri e altre attività sull'estero* *Crediti denominati in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro*

Questi crediti, rappresentati da saldi con banche, prestiti denominati in valuta estera e investimenti in titoli denominati in dollari statunitensi e yen giapponesi, possono essere disaggregati come segue:

<i>Crediti verso non residenti nell'area dell'euro</i>	2003 €	2002 €	Variazione €
Conti correnti	1.365.187.080	1.249.268.747	115.918.333
Depositi del mercato monetario	1.197.220.582	1.665.333.388	(468.112.806)
Operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine	3.834.025.154	8.252.807.861	(4.418.782.707)
Investimenti in titoli	22.196.952.041	25.984.101.291	(3.787.149.250)
Totale	28.593.384.857	37.151.511.287	(8.558.126.430)

<i>Crediti verso residenti nell'area dell'euro</i>	2003 €	2002 €	Variazione €
Conti correnti	26.740	78.898	(52.158)
Depositi del mercato monetario	2.799.445.764	3.047.897.599	(248.451.835)
Totale	2.799.472.504	3.047.976.497	(248.503.993)

La riduzione di queste posizioni nel 2003 è principalmente riconducibile alla valutazione di fine anno delle attività denominate in dollari detenute dalla BCE. Il deprezzamento del dollaro nei confronti dell'euro ha determinato una significativa diminuzione del loro controvalore in euro (cfr. le sezioni *Oro e attività e passività in valuta estera* e *Rilevazione delle rendite e delle spese* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

### 3 CREDITI DENOMINATI IN EURO VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA DELL'EURO

Questa voce dell'attivo comprende i depositi bancari in essere con non residenti nell'area dell'euro alla data del 31 dicembre 2003.

#### 4 ALTRI CREDITI DENOMINATI IN EURO VERSO ISTITUZIONI CREDITIZIE DELL'AREA DELL'EURO

La voce è rappresentata da un deposito bancario in essere con un residente nell'area dell'euro alla data del 31 dicembre 2003.

#### 5 CREDITI INTERNI ALL'Eurosistema

##### *Crediti derivanti dall'allocatione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema*

La voce include i crediti della BCE nei confronti delle BCN dei paesi dell'area dell'euro relativi all'allocatione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema (cfr. la sezione *Banconote in circolazione* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

##### *Altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti)*

In questa voce confluiscono i saldi Target delle BCN dei paesi dell'area dell'euro nei confronti della BCE, nonché gli importi dovuti nel quadro della distribuzione provvisoria degli utili della BCE derivanti dalle banconote. Con riferimento alla distribuzione provvisoria, il saldo a debito delle BCN dell'area dell'euro alla data del 31 dicembre 2003 è pari a 533 milioni di euro. Tale ammontare rappresenta le distribuzioni provvisorie corrisposte alle BCN dell'area per i primi tre trimestri dell'esercizio e successiva-

	2003 €	2002 €
Saldi Target a debito delle BCN dei paesi dell'area dell'euro	49.646.309.854	56.546.091.330
Saldi Target a credito delle BCN dei paesi dell'area dell'euro	(45.579.175.620)	(50.471.612.534)
Posizione Target netta	4.067.134.234	6.074.478.796
Saldi a debito/(credito) delle BCN dei paesi dell'area dell'euro nel quadro della distribuzione provvisoria degli utili della BCE derivanti dalle banconote	532.760.169	(606.000.000)
Altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti)	4.599.894.403	5.468.478.796

mente restituite alla BCE (cfr. la sezione *Banconote in circolazione* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio e la nota 20 nella sezione *Note al conto economico*).

#### 6 ALTRE ATTIVITÀ

##### *Immobilizzazioni materiali*

Principali voci iscritte al 31 dicembre 2003:

	Valore netto contabile al 31 dicembre 2003 €	Valore netto contabile al 31 dicembre 2002 €	Variazione €
Terreni e fabbricati	54.929.962	51.496.140	3.433.822
Computer	45.407.622	33.522.388	11.885.234
Impianti, mobili, attrezzature all'interno degli edifici e automezzi	2.149.813	2.575.083	(425.270)
Immobilizzazioni in corso	23.259.861	9.092.185	14.167.676
Altre immobilizzazioni	3.164.692	15.938.962	(12.774.270)
Totale	128.911.950	112.624.758	16.287.192

Il principale incremento nell'ambito di questa voce è riconducibile alla capitalizzazione dei costi per l'utilizzo delle strutture della BCE presso la sua terza sede e all'acquisto di ulteriori attrezzature informatiche.

##### *Altre attività finanziarie*

Le principali componenti di questa voce sono:

	2003 €	2002 €	Variazione €
Titoli denominati in euro	5.276.052.927	5.428.324.673	(152.271.746)
Operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine in euro	167.100.400	0	167.100.400
Crediti relativi al fondo pensioni della BCE	91.727.194	61.852.580	29.874.614
Altre attività finanziarie	38.875.737	38.853.212	22.525
Totale	5.573.756.258	5.529.030.465	44.725.793

- (a) I titoli denominati in euro e le operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine in euro rappresentano gli investimenti dei fondi propri della BCE (cfr. anche la nota 12).
- (b) Gli investimenti di portafoglio relativi al fondo pensioni della BCE sono valutati in 91,7 milioni di euro (61,9 milioni nel 2002). Tali attività rappresentano gli investimenti dei contributi previdenziali a carico della BCE e del personale che risultavano accumulati al 31 dicembre 2003; questi investimenti sono amministrati da un gestore esterno. I contributi previdenziali ordinari della BCE e dei partecipanti allo schema pensionistico sono stati oggetto di investimenti su base mensile. Le attività del fondo pensioni sono mantenute distinte dalle altre attività finanziarie della BCE; i relativi redditi netti non confluiscono nel risultato economico della BCE, bensì, nelle more del pagamento delle prestazioni pensionistiche, vengono reinvestiti nel fondo stesso. Il gestore esterno valuta le attività del fondo sulla base dei prezzi di mercato di fine anno.
- (c) La BCE detiene 3.000 azioni della Banca per i regolamenti internazionali (BRI) contabilizzate al costo di acquisto di 38,5 milioni di euro.

#### **Ratei e risconti attivi**

Nel 2002 la voce comprendeva 727 milioni di euro a titolo di interessi attivi maturati, nel corso dell'intero esercizio, sui crediti della BCE relativi all'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema. Dal 2003 tali interessi vengono percepiti dopo la fine di ciascun trimestre. Di conseguenza, la voce include ora soltanto gli interessi maturati a credito della BCE nell'ultimo trimestre, per un importo di 165 milioni di euro (cfr. la sezione *Banconote in circolazione* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

Per la rimanente parte, la voce è principalmente costituita da interessi maturati su titoli e altre attività finanziarie.

#### **Varie**

Nell'esercizio 2002 questa voce comprendeva il reddito della BCE derivante dalle banconote non ancora corrisposto alle BCN conformemente allo schema di distribuzione provvisoria, per un ammontare di 606 milioni di euro. Nel 2003 tale reddito è rimasto integralmente in capo alla BCE (cfr. la sezione *Note al conto economico*, nota 20).

### **7 BANCONOTE IN CIRCOLAZIONE**

Questa voce indica la quota spettante alla BCE sul totale delle banconote in euro in circolazione (cfr. la sezione *Banconote in circolazione* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

### **8 PASSIVITÀ DENOMINATE IN EURO VERSO ALTRI RESIDENTI NELL'AREA DELL'EURO**

La voce comprende i depositi dei membri dell'Associazione bancaria per l'euro (ABE) costituiti a garanzia della BCE a fronte dei pagamenti regolati dall'ABE tramite il sistema Target.

### **9 PASSIVITÀ DENOMINATE IN EURO VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA DELL'EURO**

Queste passività derivanti dalle operazioni effettuate tramite Target sono rappresentate principalmente dai saldi debitori della BCE nei confronti delle BCN dei paesi non appartenenti all'area dell'euro (cfr. la sezione *Saldi intra-SEBC e saldi interni all'Eurosistema* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

### **10 PASSIVITÀ DENOMINATE IN VALUTA ESTERA VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA DELL'EURO**

Sono di seguito riportate le passività generate da operazioni di vendita a pronti con patto di

riacquisto a termine effettuate con non residenti nell'area dell'euro nel quadro della gestione delle riserve in valuta estera della BCE.

	2003 €	2002 €	Variazione €
Operazioni di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine	1.452.432.822	5.192.380.656	(3.739.947.834)

### 11 PASSIVITÀ INTERNE ALL'EUROSISTEMA

Rappresentano le passività verso le BCN dei paesi dell'area dell'euro derivanti dal trasferimento di riserve ufficiali alla BCE. Tali passività, denominate in euro e contabilizzate al valore fissato all'epoca del loro trasferimento, vengono remunerate all'ultimo tasso marginale disponibile applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema, corretto per tenere conto della componente infruttifera rappresentata dall'oro (cfr. la nota 20 nelle *Note al conto economico*).

	(in perc.)	€
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,8658	1.432.900.000
Deutsche Bundesbank	24,4935	12.246.750.000
Banca di Grecia	2,0564	1.028.200.000
Banco de España	8,8935	4.446.750.000
Banque de France	16,8337	8.416.850.000
Central Bank & Financial Services Authority of Ireland	0,8496	424.800.000
Banca d'Italia	14,8950	7.447.500.000
Banque centrale du Luxembourg	0,1492	74.600.000
De Nederlandsche Bank	4,2780	2.139.000.000
Oesterreichische Nationalbank	2,3594	1.179.700.000
Banco de Portugal	1,9232	961.600.000
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,3970	698.500.000
Totale	80,9943	40.497.150.000

### 12 ALTRE PASSIVITÀ

La voce comprende principalmente interessi dovuti alle BCN in relazione ai crediti rivenienti dal trasferimento delle riserve ufficiali

alla Banca centrale europea (cfr. nota 11). Gli obblighi della BCE connessi con il fondo pensioni, incluso un accantonamento costituito sulla base delle indicazioni dell'attuario, ammontano a 100,6 milioni di euro (72,4 milioni nel 2002). In tale saldo confluiscono inoltre altri ratei passivi e operazioni in essere di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine, per un importo di 64 milioni di euro, collegate alla gestione dei fondi propri della BCE (cfr. nota 6).

### 13 FONDI DI ACCANTONAMENTO

Nel 2000 è stato costituito un accantonamento generale volto a fronteggiare l'elevata esposizione della BCE ai rischi di cambio e di tasso di interesse. L'ammontare di tale accantonamento e l'esigenza stessa di continuare a disporre sono stati riesaminati con cadenza annuale, sulla base della valutazione della BCE riguardo alla propria esposizione futura ai rischi summenzionati. Dato il significativo deprezzamento del dollaro statunitense nei confronti dell'euro registrato nel 2003, l'accantonamento è stato interamente utilizzato per coprire minusvalenze non realizzate, incluse tra le spese di fine esercizio, derivanti soprattutto dalla svalutazione delle attività denominate in dollari detenute dalla BCE (cfr. la sezione *Rilevazione delle rendite e delle spese* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio, nonché la nota 22 nelle *Note al conto economico*)<sup>7</sup>.

La voce comprende inoltre gli accantonamenti per pensioni e spese relative a beni e servizi, nonché un idoneo accantonamento costituito a fronte degli obblighi contrattuali connessi con l'impegno di ripristinare le condizioni originarie delle strutture attualmente occupate dalla BCE, dopo il rilascio dei locali e il trasferimento nella sede definitiva.

<sup>7</sup> Decisione della Banca centrale europea, del 21 novembre 2002, relativa alla distribuzione alle banche centrali nazionali degli Stati membri partecipanti del reddito della Banca centrale europea derivante dalle banconote in euro in circolazione (BCE/2002/9), GU L 323 del 28.11.2002, pagg. 49-50.

## 14 CONTI DI RIVALUTAZIONE

Tali conti rappresentano riserve da rivalutazione originate da plusvalenze non realizzate rilevate su attività e passività.

	2003 €	2002 €	Variazione €
Oro	2.070.968.381	1.983.835.491	87.132.890
Valuta estera	1.901	1.682.723.875	(1.682.721.974)
Titoli	105.493.783	738.274.730	(632.780.947)
<b>Totale</b>	<b>2.176.464.065</b>	<b>4.404.834.096</b>	<b>(2.228.370.031)</b>

## 15 CAPITALE E RISERVE

### Capitale

L'ammontare sottoscritto e interamente versato dalle BCN dei paesi dell'area dell'euro a valere sul capitale della BCE (5 miliardi di euro) è pari a 4.049.715.000 euro, così ripartiti:

	(in perc.)	Capitale sottoscritto €	Capitale versato €
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	2,8658	143.290.000	143.290.000
Deutsche Bundesbank	24,4935	1.224.675.000	1.224.675.000
Banca di Grecia	2,0564	102.820.000	102.820.000
Banco de España	8,8935	444.675.000	444.675.000
Banque de France	16,8337	841.685.000	841.685.000
Central Bank & Financial Services Authority of Ireland	0,8496	42.480.000	42.480.000
Banca d'Italia	14,8950	744.750.000	744.750.000
Banque centrale du Luxembourg	0,1492	7.460.000	7.460.000
De Nederlandsche Bank	4,2780	213.900.000	213.900.000
Oesterreichische Nationalbank	2,3594	117.970.000	117.970.000
Banco de Portugal	1,9232	96.160.000	96.160.000
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,3970	69.850.000	69.850.000
<b>Totale relativo alle BCN appartenenti all'area dell'euro</b>	<b>80,9943</b>	<b>4.049.715.000</b>	<b>4.049.715.000</b>

Danmarks Nationalbank	1,6709	83.545.000	4.177.250
Sveriges Riksbank	2,6537	132.685.000	6.634.250
Bank of England	14,6811	734.055.000	36.702.750
<b>Totale relativo alle BCN non appartenenti all'area dell'euro</b>	<b>19,0057</b>	<b>950.285.000</b>	<b>47.514.250</b>
<b>Totale relativo alle BCN appartenenti e non appartenenti all'area dell'euro</b>	<b>100,0000</b>	<b>5.000.000.000</b>	<b>4.097.229.250</b>

Le contribuzioni delle BCN dei paesi non appartenenti all'area dell'euro rappresentano il 5 per cento della rispettiva quota del capitale sottoscritto della BCE e ammontano in totale a 47.514.250 euro. Gli importi versati da tali BCN costituiscono un contributo ai costi operativi sostenuti dalla BCE. A differenza delle BCN dell'area dell'euro, quelle non appartenenti all'area non hanno titolo a partecipare alla ripartizione degli utili, incluso il reddito riveniente dall'allocatione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema, né sono tenute al ripianamento delle perdite della BCE.

### Riserve

Questa voce rappresenta il fondo di riserva generale della BCE, istituito in conformità dell'articolo 33 dello Statuto del SEBC.

## 16 FATTI CONTABILI RILEVANTI SUCCESSIVI ALLA DATA DI RIFERIMENTO DEL BILANCIO

### MODIFICHE ALLO SCHEMA DI SOTTOSCRIZIONE DEL CAPITALE DELLA BCE

#### Informazioni generali

L'articolo 29.3 dello Statuto del SEBC prevede un adeguamento quinquennale delle quote assegnate alle BCN nell'ambito dello schema per la sottoscrizione del capitale della Banca centrale europea. La prima rettifica successiva all'istituzione della BCE ha avuto effetto il 1° gennaio 2004. Il 1° maggio sarà operato un secondo adeguamento, reso necessario dall'adesione di dieci nuovi Stati membri all'Unione europea. Sono di seguito riportate le quote delle BCN nel capitale della BCE con le modifiche apportate

il 1° gennaio 2004, conformemente alla Decisione del Consiglio, del 15 luglio 2003, relativa ai dati statistici da usare per la determinazione dello schema di sottoscrizione del capitale della Banca centrale europea.

	Dal 1° gennaio 1999 al 31 dicembre 2003 (in perc.)	Dal 1° gennaio 2004 al 1° maggio 2004 (in perc.)
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,8658	2,8297
Deutsche Bundesbank	24,4935	23,4040
Banca di Grecia	2,0564	2,1614
Banco de España	8,8935	8,7801
Banque de France	16,8337	16,5175
Central Bank & Financial Services Authority of Ireland	0,8496	1,0254
Banca d'Italia	14,8950	14,5726
Banque centrale du Luxembourg	0,1492	0,1708
De Nederlandsche Bank	4,2780	4,4323
Oesterreichische Nationalbank	2,3594	2,3019
Banco de Portugal	1,9232	2,0129
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,3970	1,4298
<b>Totale parziale relativo alle BCN appartenenti all'area dell'euro</b>	<b>80,9943</b>	<b>79,6384</b>
Danmarks Nationalbank	1,6709	1,7216
Sveriges Riksbank	2,6537	2,6636
Bank of England	14,6811	15,9764
<b>Totale parziale relativo alle BCN non appartenenti dell'area dell'euro</b>	<b>19,0057</b>	<b>20,3616</b>
<b>Totale</b>	<b>100,0000</b>	<b>100,0000</b>

## IMPATTO DELLE MODIFICHE

### Capitale della BCE

A seguito della riduzione complessiva, pari all'1,3559 per cento, della ponderazione conferita alle BCN appartenenti all'area dell'euro (che hanno interamente versato le rispettive quote) nel capitale della BCE e dell'incremento della ponderazione assegnata alle BCN non appartenenti all'area (che hanno versato soltanto il 5 per cento della propria quota), il capitale della BCE diminuisce in totale di 64 milioni di euro al 1° gennaio 2004.

### Crediti delle BCN equivalenti alle riserve ufficiali trasferite alla BCE

Data la riduzione della ponderazione nel capitale della BCE attribuita alle BCN dell'area dell'euro (che hanno trasferito riserve ufficiali alla BCE in proporzione alle quote sottoscritte del capitale di quest'ultima), anche il credito iniziale di 40.497 milioni di euro equivalente a tali trasferimenti è stato adeguato di conseguenza. Ciò ha determinato una diminuzione di 678 milioni di euro, che sono stati restituiti alle BCN dell'area dell'euro.

### Modifiche a partire dal 1° maggio 2004

Allorché i nuovi Stati membri accederanno all'Unione europea e le rispettive BCN entreranno a far parte del SEBC, il capitale sottoscritto della BCE e il limite fissato per le riserve ufficiali ad essa trasferibili saranno automaticamente aumentati.

## OPERAZIONI "FUORI BILANCIO"

### 17 PROCEDURA AUTOMATICA PER I PRESTITI IN TITOLI

Per gestire una parte dei fondi propri, la BCE ha concluso un accordo relativo a una procedura automatica per i prestiti in titoli, nel cui ambito è stato nominato un agente gestore con l'incarico di effettuare operazioni di prestito in titoli, per conto della Banca, con una serie di controparti indicate come idonee dalla stessa BCE. Sulla base di questo accordo, al 31 dicembre 2003 risultavano in essere operazioni temporanee condotte nel quadro di accordi di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine e di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine, per un valore di 0,4 miliardi di euro rispettivamente (1,4 miliardi nel 2002); si veda la sezione *Operazioni temporanee* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio.

## 18 FUTURE SU TASSI DI INTERESSE

Nell'esercizio 2003 la BCE ha fatto ricorso ai *future* su tassi di interesse in valuta estera nel quadro della gestione delle riserve ufficiali. Al 31 dicembre 2003 risultavano in essere le seguenti operazioni (riportate al valore nominale):

<i>Future</i> su tassi di interesse in valuta	Valore dei contratti €
Acquisti	1.928.169.982
Vendite	610.966.084

## 19 IMPEGNI IN CONTO CAPITALE

Il 5 marzo 2002 la BCE ha sottoscritto un contratto di acquisto con la Città di Francoforte relativo al terreno su cui sorgerà la sede definitiva della Banca. Il prezzo minimo di acquisto, basato su una superficie coperta edificabile predefinita, è stato fissato in 61,4 milioni di euro, pagabili a rate entro e non oltre il 31 dicembre 2004, data del passaggio di proprietà alla Banca centrale europea. Nel 2003 è stata versata la prima rata alla Città di Francoforte.



## NOTE AL CONTO ECONOMICO

### 20 INTERESSI ATTIVI NETTI

#### *Interessi attivi sulle riserve ufficiali*

Questa voce comprende interessi attivi, al netto di quelli passivi, relativi alle attività e passività denominate in valuta estera.

	2003 €	2002 €	Variazione €
Interessi sui conti correnti	3.679.287	6.076.316	(2.397.029)
Reddito sui depositi del mercato monetario	45.699.455	76.811.025	(31.111.570)
Operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine	66.206.740	120.729.765	(54.523.025)
Reddito netto su titoli	445.357.205	857.373.212	(412.016.007)
<b>Interessi attivi totali sulle riserve ufficiali</b>	<b>560.942.687</b>	<b>1.060.990.318</b>	<b>(500.047.631)</b>
Interessi passivi sui conti correnti	(73.292)	(263.018)	189.726
Operazioni di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine	(19.575.020)	(70.108.403)	50.533.383
<b>Interessi attivi netti sulle riserve ufficiali</b>	<b>541.294.375</b>	<b>990.618.897</b>	<b>(449.324.522)</b>

#### *Interessi attivi derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema*

La voce include gli interessi attivi della BCE relativi alla quota dell'8 per cento ad essa assegnata sul totale delle emissioni di banconote in euro. Tali interessi vengono remunerati all'ultimo tasso marginale disponibile applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema. Questo reddito viene distribuito alle BCN secondo le modalità illustrate nella sezione *Banconote in circolazione* delle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio.

Sulla base del risultato finanziario della BCE stimato per l'esercizio 2003, lo scorso dicembre il Consiglio direttivo ha deciso di:

(a) chiedere la restituzione delle tre distribuzioni trimestrali provvisorie già conferite alle BCN in corso d'anno per un ammontare complessivo di 533 milioni di euro;

(b) non effettuare l'ultima distribuzione trimestrale provvisoria di 165 milioni di euro.

#### *Remunerazione dei crediti delle BCN relativamente alle riserve ufficiali trasferite*

Tale voce riporta la remunerazione corrisposta alle BCN dell'area dell'euro sui crediti detenuti verso la BCE a fronte del trasferimento di riserve ufficiali ai sensi dell'articolo 30.1 dello Statuto del SEBC.

#### *Altri interessi attivi e Altri interessi passivi*

Queste voci comprendono interessi attivi e passivi sui saldi connessi a transazioni in Target e su altre attività e passività denominate in euro.

Gli interessi attivi netti sono diminuiti rispetto al 2002, principalmente a seguito dell'ulteriore calo dei tassi di interesse sia in euro sia in dollari statunitensi registrato in corso d'anno.

### 21 UTILI E PERDITE REALIZZATI RIVENIENTI DA OPERAZIONI FINANZIARIE

	2003 €	2002 €	Variazione €
Utili netti da negoziazione realizzati su titoli	528.606.147	734.191.562	(205.585.415)
(Perdite)/utili netti da negoziazione realizzati in cambi	(3.345.525)	1.233.826	(4.579.351)
<b>Utili realizzati rivenienti da operazioni finanziarie</b>	<b>525.260.622</b>	<b>735.425.388</b>	<b>(210.164.766)</b>

Gli utili netti da negoziazione sono stati realizzati a fronte di cessioni di titoli effettuate nell'ambito della gestione ordinaria di portafoglio. Nel 2003 non si sono registrati rilevanti esiti di valute estere.

## 22 SVALUTAZIONI DI ATTIVITÀ E DI POSIZIONI FINANZIARIE

	2003 €	2002 €	Variazione €
Perdite non realizzate in titoli	(10.349.709)	0	(10.349.709)
Perdite non realizzate in cambi	(3.962.339.851)	(276.955.036)	(3.685.384.815)
<b>Totale</b>	<b>(3.972.689.560)</b>	<b>(276.955.036)</b>	<b>(3.695.734.524)</b>

Tali oneri sono principalmente riconducibili all'appostazione di svalutazioni in diminuzione del costo medio di acquisizione delle consistenze in dollari statunitensi detenute dalla BCE al tasso di cambio al 31 dicembre 2003, in seguito al deprezzamento del dollaro nei confronti dell'euro in corso d'anno. Essi sono stati parzialmente coperti mediante l'utilizzo del residuo ammontare dell'accantonamento generale costituito per far fronte ai rischi di cambio e di tasso di interesse (cfr. rispettivamente la sezione *Rilevazione delle rendite e delle spese* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio e la nota 2 nelle *Note allo stato patrimoniale*).

## 23 (SPESE)/PROVENTI NETTI DA PROVVIGIONI E COMMISSIONI

	2003 €	2002 €	Variazione €
Provvigioni e commissioni attive	700.271	634.241	66.030
Provvigioni e commissioni passive	(763.737)	(861.399)	97.662
<b>(Spese)/proventi netti da provvigioni e commissioni</b>	<b>(63.466)</b>	<b>(227.158)</b>	<b>163.692</b>

Le rendite relative a questa voce derivano soprattutto dall'irrogazione di sanzioni pecuniarie alle istituzioni creditizie per il mancato adempimento degli obblighi di riserva. Le spese sono connesse principalmente alle commissioni su conti correnti e a quelle relative all'esecuzione di *future* su tassi di interesse in valuta estera (cfr. la nota 18 nelle *Note allo stato patrimoniale*).

## 24 ALTRI PROVENTI

Questa voce comprende principalmente il trasferimento al conto economico di accantonamenti per spese amministrative non utilizzati.

## 25 SPESE PER IL PERSONALE

La voce include gli stipendi e le indennità per un importo di 108,2 milioni di euro (92,6 milioni nel 2002), nonché i contributi a carico del datore di lavoro per il fondo pensioni della BCE e per l'assicurazione contro le malattie e gli infortuni. Gli emolumenti corrisposti ai membri del Comitato esecutivo della BCE ammontano in totale a 2,0 milioni di euro (lo stesso importo del 2002). Nel corso dell'anno non sono state liquidate pensioni a precedenti membri del Comitato esecutivo, né a persone a carico degli stessi; pagamenti transitori sono stati corrisposti a favore dei membri uscenti del Comitato esecutivo. Gli stipendi e le indennità, incluse le remunerazioni dei dirigenti di grado superiore, sono in sostanza basati sullo schema retributivo delle Comunità europee e sono quindi confrontabili con esso.

Alla fine del 2003 la BCE presentava un organico di 1.213 dipendenti, di cui 84 dirigenti. Nel corso dell'anno sono intervenute le seguenti variazioni del personale in servizio:

	2003	2002
Dipendenti al 1° gennaio	1.105	1.043
Assunzioni	149	113
Dimissioni	41	51
Dipendenti al 31 dicembre	1.213	1.105
Numero medio di dipendenti	1.160	1.080

## 26 PIANO PENSIONISTICO DELLA BCE

La normativa che regola il piano pensionistico prevede una valutazione attuariale completa con cadenza triennale. L'ultima è stata condotta con riferimento al 31 dicembre 2002, sulla base dell'ipotesi che l'attività lavorativa e il servizio pensionabile di tutti i membri terminassero in tale data.

Il costo pensionistico relativo al piano viene valutato secondo le indicazioni di un attuario qualificato. Il costo pensionistico totale per la BCE, inclusi gli accantonamenti per sussidi di invalidità e a favore dei pensionati, è stato di 21,7 milioni di euro (27,4 milioni nel 2002). Questo ammontare comprende accantonamenti per le pensioni dei membri del Comitato esecutivo pari a 1,9 milioni di euro (2,1 milioni nel 2002) e qualsiasi contribuzione aggiuntiva. Per il futuro si calcola che la BCE dovrà corrispondere contribuzioni nella misura del 16,5 per cento della retribuzione pensionabile di tutto il personale.

2002 era invece riconducibile all'imputazione alle spese dell'esercizio di una riserva di biglietti in euro costituita per l'Eurosistema nel 2001.

## **27 SPESE DI AMMINISTRAZIONE**

In questa voce rientrano tutte le altre spese correnti relative agli affitti per immobili, alla manutenzione dei fabbricati, ai beni e alle attrezzature di natura non capitalizzabile, agli onorari professionali e agli altri servizi e forniture, nonché le spese sostenute per l'assunzione, il trasferimento, l'insediamento, la formazione e il ritrasferimento del personale alla cessazione del servizio.

## **28 AMMORTAMENTO DI IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI**

L'incremento degli oneri di ammortamento nel 2003 rispecchia l'effetto determinato dalla riduzione, per la prima volta, del periodo di ammortamento relativo alle spese in conto capitale per i fabbricati e le opere di rinnovamento (cfr. la sezione *Immobilizzazioni* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

## **29 SERVIZI DI PRODUZIONE DI BANCONOTE**

Nel 2003 tali oneri sono derivati dal trasporto transfrontaliero di banconote in euro fra le BCN, per far fronte a fluttuazioni impreviste della domanda. Questi costi sono sostenuti a livello centrale dalla BCE. L'importo relativo al

## NOTA SULLA RIPARTIZIONE DELLE PERDITE

*La presente nota non costituisce parte del bilancio della BCE per l'esercizio 2003; essa viene pubblicata nel Rapporto annuale a titolo puramente informativo.*

### REDDITO RIVENIENTE DALLE BANCONOTE EMESSE DALLA BCE

Conformemente alla decisione del Consiglio direttivo, un importo di 698 milioni di euro non è stato distribuito, al fine di assicurare che la ripartizione annuale complessiva degli utili non eccedesse il profitto netto della BCE per l'esercizio. Tale ammontare corrisponde all'intero reddito derivante dalla quota assegnata alla BCE sul totale delle banconote in euro in circolazione per il 2003.

### COPERTURA DELLE PERDITE DELLA BCE

Ai sensi dell'articolo 33.2 dello Statuto del SEBC, qualora la BCE subisca una perdita, questa viene coperta dal fondo di riserva generale della BCE, e se necessario, previa decisione del Consiglio direttivo, dal reddito monetario dell'esercizio finanziario pertinente in proporzione e nei limiti degli importi ripartiti tra le banche centrali nazionali conformemente all'articolo 32.5 dello Statuto<sup>8</sup>.

Nella riunione tenuta il 18 marzo 2004 il Consiglio direttivo ha deciso di coprire la perdita per l'esercizio terminato il 31 dicembre 2003 secondo lo schema seguente:

	2003 €	2002 €
(Perdita)/utile dell'esercizio	(476.688.785)	1.220.454.254
Reddito riveniente dalle banconote emesse dalla BCE distribuito alle BCN	0	(606.000.000)
(Perdita)/utile d'esercizio al netto del reddito riveniente dalle banconote emesse dalla BCE distribuito alle BCN	(476.688.785)	614.454.254
(Trasferimenti al)/trasferimenti dal fondo di riserva generale	476.688.785	0
Utile distribuibile	0	614.454.254
Distribuzione alle BCN	0	(614.454.254)
Totale	0	0

<sup>8</sup> Ai sensi dell'articolo 32.5 dello Statuto del SEBC, la somma dei redditi monetari delle banche centrali nazionali viene ripartita tra le stesse in proporzione alle quote versate di capitale della BCE.



## Relazione del revisore

Al Presidente e al Consiglio direttivo  
della Banca centrale europea

Francoforte sul Meno

Abbiamo esaminato l'accluso stato patrimoniale della Banca centrale europea al 31 dicembre 2003, il relativo conto economico per l'esercizio terminato in quella data, nonché la nota integrativa. Per i conti annuali è responsabile il Comitato esecutivo della Banca centrale europea. È nostra responsabilità esprimere un parere in merito agli stessi, sulla scorta della revisione da noi effettuata.

Abbiamo condotto la nostra revisione in conformità dei Principi internazionali di revisione, in base ai quali siamo tenuti a pianificare e a condurre tale revisione in modo da appurare con ragionevole certezza che i conti annuali siano esenti da dichiarazioni inesatte di rilievo. La procedura prevede verifiche a campione sulla documentazione comprovante gli importi e le informazioni indicati nei conti. Essa comprende inoltre un giudizio sui principi contabili utilizzati e sulle stime significative effettuate dalla dirigenza, nonché una valutazione della presentazione complessiva dei conti. Riteniamo che la revisione da noi eseguita fornisca basi adeguate per la formulazione di un parere da parte nostra.

A nostro avviso i conti annuali rappresentano in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria della Banca centrale europea al 31 dicembre 2003 e il risultato economico dell'esercizio terminato in quella data, conformemente ai criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio indicati nella prima parte della nota integrativa.

Francoforte sul Meno, 9 marzo 2004

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft  
Aktiengesellschaft  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



(Wohlmannstetter)  
Wirtschaftsprüfer



(Dr. Lemnitzer)  
Wirtschaftsprüfer

Aufsichtsratsvorsitzender:  
WP StB Dipl.-Kfm.  
Gerhard Brackert

Vorstand:  
WP StB Dipl.-Kfm.  
Axel Berger  
WP RA StB  
Dr. Bernd Erle  
WP StB Dipl.-Kfm.  
Prof. Dr. Gerd Geib  
WP Dr. Martin Hoyos

RA StB  
Dr. Hartwich Lüßmann  
WP Dipl.-Kfm. Ulrich Maas  
WP StB  
Prof. Dr. Rolf Nonnenmacher  
WP StB Dipl.-Kfm.  
Rüdiger Reinke  
CPA Kenneth D. Russell  
WP Dipl.-Oec.  
Bernd Ulrich Schmid  
WP Dipl.-Kfm.  
Prof. Dr. Wienand Schruff  
WP StB Dr. Peter Wesner

WP RA StB  
Prof. Dr. Harald Wiedmann  
Sprecher  
WP StB CPA Dipl.-Kfm. MSc  
Gottfried Wohlmannstetter  
WP StB Dipl.-Kfm.  
Hans Zehnder  
WP StB Dipl.-Kfm.  
Wolfgang Zielke  
stellv. Sprecher  
Zertifiziert nach  
DIN EN ISO 9001

Sitz: Berlin und  
Frankfurt am Main  
Handelsregister:  
Charlottenburg (HRB 1077)  
und Frankfurt am Main  
(HRB 14345)  
Bankverbindung:  
Deutsche Bank AG,  
Frankfurt a. M., 096 386 800  
BLZ 500 700 10  
USt.-IdNr.: DE 136 751 547

## 5 STATO PATRIMONIALE CONSOLIDATO DELL'EUROSISTEMA AL 31 DICEMBRE 2003

(IN MILIONI DI EURO)

ATTIVO	31 DICEMBRE 2003	31 DICEMBRE 2002
<b>1 Oro e crediti in oro</b>	<b>130.344</b>	<b>130.739</b>
<b>2 Crediti denominati in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro</b>	<b>175.579</b>	<b>234.486</b>
2.1 Crediti verso l'FMI	29.130	31.305
2.2 Conti presso banche e investimenti in titoli, prestiti esteri e altre attività sull'estero	146.449	203.181
<b>3 Crediti denominati in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro</b>	<b>17.415</b>	<b>19.823</b>
<b>4 Crediti denominati in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	<b>6.049</b>	<b>4.190</b>
4.1 Conti presso banche, investimenti in titoli e prestiti	6.049	4.190
4.2 Crediti derivanti dalla linea di finanziamento nel quadro degli AEC II	0	0
<b>5 Rifinanziamenti a favore di istituzioni creditizie dell'area dell'euro relativi a operazioni di politica monetaria e denominati in euro</b>	<b>298.163</b>	<b>227.654</b>
5.1 Operazioni di rifinanziamento principali	253.001	180.000
5.2 Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	45.000	45.000
5.3 Operazioni temporanee di regolazione puntuale ( <i>fine tuning</i> )	0	0
5.4 Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0
5.5 Operazioni di rifinanziamento marginale	134	2.621
5.6 Crediti connessi a richieste di margini	28	33
<b>6 Altri crediti denominati in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	<b>729</b>	<b>147</b>
<b>7 Titoli denominati in euro emessi da residenti nell'area dell'euro</b>	<b>54.466</b>	<b>27.828</b>
<b>8 Crediti verso la pubblica amministrazione denominati in euro</b>	<b>42.686</b>	<b>44.486</b>
<b>9 Altre attività</b>	<b>109.365</b>	<b>105.808</b>
<b>Totale attivo</b>	<b>834.796</b>	<b>795.161</b>

Il totale generale e i totali parziali potrebbero non quadrare per effetto degli arrotondamenti.

PASSIVO	31 DICEMBRE 2003	31 DICEMBRE 2002
<b>1 Banconote in circolazione</b>	<b>436.128</b>	<b>371.866*</b>
<b>2 Passività verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro relative a operazioni di politica monetaria e denominate in euro</b>	<b>147.328</b>	<b>133.565</b>
2.1 Conti correnti (inclusi i depositi di riserva obbligatoria)	147.247	133.495
2.2 Depositi presso la banca centrale ( <i>overnight</i> )	80	70
2.3 Depositi a tempo determinato	0	0
2.4 Operazioni temporanee di regolazione puntuale ( <i>fine tuning</i> )	0	0
2.5 Depositi connessi a richieste di margini	1	0
<b>3 Altre passività denominate in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	<b>257</b>	<b>15</b>
<b>4 Certificati di debito emessi</b>	<b>1.054</b>	<b>2.029</b>
<b>5 Passività denominate in euro verso altri residenti nell'area dell'euro</b>	<b>39.865</b>	<b>46.197</b>
5.1 Pubblica amministrazione	34.106	41.123
5.2 Altre passività	5.759	5.074
<b>6 Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	<b>10.279</b>	<b>8.813</b>
<b>7 Passività denominate in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro</b>	<b>499</b>	<b>1.125</b>
<b>8 Passività denominate in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro</b>	<b>11.205</b>	<b>18.588</b>
8.1 Depositi, conti di natura diversa e altre passività	11.205	18.588
8.2 Passività derivanti dalla linea di finanziamento nel quadro degli AEC II	0	0
<b>9 Contropartita dei diritti speciali di prelievo assegnati dal FMI</b>	<b>5.761</b>	<b>6.340</b>
<b>10 Altre passività</b>	<b>54.757</b>	<b>62.470</b>
<b>11 Conti di rivalutazione</b>	<b>67.819</b>	<b>82.615</b>
<b>12 Capitale e riserve</b>	<b>59.844</b>	<b>61.538</b>
<b>Totale passivo</b>	<b>834.796</b>	<b>795.161</b>

\* Il dato al 31 dicembre 2002 relativo alla voce "banconote in circolazione" comprende 13.338 milioni di euro di banconote nazionali dell'area dell'euro in circolazione. Dal 1° gennaio 2003 tali banconote sono state trasferite alla voce "altre passività" e ammontavano al 31 dicembre 2003 a 11.338 milioni di euro.





**ALLEGATI**

## ALLEGATI

### STRUMENTI GIURIDICI ADOTTATI DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA

Nella tabella seguente sono elencati gli strumenti giuridici adottati dalla BCE nel 2003 e agli inizi del 2004 e pubblicati nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea. Copie della Gazzetta ufficiale possono essere richieste all'Ufficio delle Pubblicazioni ufficiali delle Comunità europee, mentre un elenco completo degli strumenti giuridici adottati dalla BCE dalla sua costituzione è disponibile sul sito Internet della BCE ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)).

Numero	Titolo	Rif. GU
BCE/2003/1	Raccomandazione, ai sensi dell'articolo 10.6 dello Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea, per una decisione del Consiglio concernente una modifica dell'articolo 10.2 dello Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea	GU C 29 del 7.2.2003, pag. 6
BCE/2003/2	Indirizzo della Banca centrale europea, del 6 febbraio 2003, relativo a taluni requisiti di segnalazione statistica previsti dalla Banca centrale europea e alle procedure di segnalazione da parte delle banche centrali nazionali nel settore delle statistiche monetarie e bancarie	GU L 241 del 26.9.2003, pag. 1
BCE/2003/3	Raccomandazione della Banca centrale europea, del 6 marzo 2003, al Consiglio dell'Unione europea relativamente ai revisori esterni della Deutsche Bundesbank	GU C 75 del 27.3.2003, pag. 11
BCE/2003/4	Decisione della Banca centrale europea, del 20 marzo 2003, relativa a tagli, specifiche, riproduzione, sostituzione e ritiro delle banconote in euro	GU L 78 del 25.3.2003, pag. 16
BCE/2003/5	Indirizzo della Banca centrale europea, del 20 marzo 2003, relativo all'applicazione dei provvedimenti diretti a contrastare le riproduzioni irregolari di banconote in euro e alla sostituzione e al ritiro di banconote in euro	GU L 78 del 25.3.2003, pag. 20
BCE/2003/6	Indirizzo della Banca centrale europea, del 4 aprile 2003, che modifica l'indirizzo BCE/2001/3 relativo a un sistema di trasferimento espresso transeuropeo automatizzato di regolamento lordo in tempo reale (Target) come modificato il 27 febbraio 2002	GU L 113 del 7.5.2003, pag. 10
BCE/2003/7	Indirizzo della Banca centrale europea, del 2 maggio 2003, sugli obblighi di segnalazione statistica della Banca centrale europea nel settore delle statistiche relative a bilanci dei pagamenti, posizione patrimoniale sull'estero e schema delle riserve internazionali	GU L 131 del 28.5.2003, pag. 20

<b>Numero</b>	<b>Titolo</b>	<b>Rif. GU</b>
BCE/2003/8	Raccomandazione della Banca centrale europea, del 2 maggio 2003, sugli obblighi di segnalazione statistica della Banca centrale europea nel settore delle statistiche relative a bilancia dei pagamenti, posizione patrimoniale sull'estero e schema delle riserve internazionali	GU C 126 del 28.5.2003, pag. 7
BCE/2003/9	Regolamento (CE) n. 1745/2003 della Banca centrale europea, del 12 settembre 2003, sull'applicazione di riserve obbligatorie minime	GU L 250 del 2.10.2003, pag. 10
BCE/2003/10	Regolamento (CE) n. 1746/2003 della Banca centrale europea, del 18 settembre 2003, che modifica il regolamento (CE) n. 2423/2001 (BCE/2001/13) relativo al bilancio consolidato del settore delle istituzioni finanziarie monetarie	GU L 250 del 2.10.2003, pag. 17
BCE/2003/11	Raccomandazione della Banca centrale europea, del 3 ottobre 2003, al Consiglio dell'Unione europea relativamente ai revisori esterni della Banque centrale du Luxembourg	GU C 247 del 15.10.2003, pag. 16
BCE/2003/12	Indirizzo della Banca centrale europea, del 23 ottobre 2003, relativo alle operazioni degli Stati membri partecipanti aventi ad oggetto le loro attività di riserva in valuta estera dei saldi operativi in conformità dell'articolo 31.3 dello Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea	GU L 283 del 31.10.2003, pag. 81
BCE/2003/13	Decisione della Banca centrale europea, del 23 ottobre 2003, che modifica la decisione BCE/2002/12 del 19 dicembre 2002 relativa all'approvazione del volume di conio di monete metalliche nel 2003	GU L 283 del 31.10.2003, pag. 87
BCE/2003/14	Decisione della Banca centrale europea, del 7 novembre 2003, avente ad oggetto la gestione delle operazioni di assunzione di prestiti e delle corrispondenti operazioni di erogazione concluse dalla Comunità europea nell'ambito del meccanismo di sostegno finanziario a medio termine	GU L 297 del 15.11.2003, pag. 35
BCE/2003/15	Decisione della Banca centrale europea, del 28 novembre 2003, relativa all'approvazione del volume di conio delle monete metalliche per il 2004	GU L 324 del 11.12.2003, pag. 57
BCE/2003/16	Indirizzo della Banca centrale europea, del 1° dicembre 2003, che modifica l'indirizzo BCE/2000/7 sugli strumenti e sulle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema	GU L 69 del 8.3.2004, pag. 1

<b>Numero</b>	<b>Titolo</b>	<b>Rif. GU</b>
BCE/2003/17	Decisione della Banca centrale europea, del 18 dicembre 2003, relativa alle quote percentuali detenute dalle banche centrali nazionali nello schema per la sottoscrizione del capitale della Banca centrale europea	GU L 9 del 15.1.2004, pag. 27
BCE/2003/18	Decisione della Banca centrale europea, del 18 dicembre 2003, che stabilisce le misure necessarie per il versamento del capitale della Banca centrale europea da parte delle banche centrali nazionali partecipanti	GU L 9 del 15.1.2004, pag. 29
BCE/2003/19	Decisione della Banca centrale europea, del 18 dicembre 2003, che stabilisce le misure necessarie per il versamento del capitale della Banca centrale europea da parte delle banche centrali nazionali non partecipanti	GU L 9 del 15.1.2004, pag. 31
BCE/2003/20	Decisione della Banca centrale europea, del 18 dicembre 2003, che stabilisce le modalità e le condizioni per i trasferimenti tra le banche centrali nazionali delle quote di capitale della Banca centrale europea e adeguamento del capitale versato	GU L 9 del 15.1.2004, pag. 32
BCE/2003/21	Decisione della Banca centrale europea, del 18 dicembre 2003, che stabilisce le misure necessarie per il contributo alle riserve e accantonamenti della Banca centrale europea e per l'adeguamento dei crediti delle banche centrali nazionali pari alle attività di riserva in valuta conferite	GU L 9 del 15.1.2004, pag. 36
BCE/2003/22	Decisione della Banca centrale europea, del 18 dicembre 2003, che modifica l'articolo 1, lettera f), della Decisione BCE/2001/16, del 6 dicembre 2001, relativa alla distribuzione del reddito monetario delle banche centrali nazionali degli Stati membri partecipanti a partire dall'esercizio finanziario 2002	GU L 9 del 15.1.2004, pag. 39
BCE/2003/23	Decisione della Banca centrale europea, del 18 dicembre 2003, che modifica la Decisione BCE/2001/15, del 6 dicembre 2001, relativa all'emissione delle banconote in euro	GU L 9 del 15.1.2004, pag. 40
BCE/2004/1	Indirizzo della Banca centrale europea, del 13 febbraio 2004, che modifica l'Indirizzo BCE/2003/2 relativo a taluni requisiti di segnalazione statistica previsti dalla Banca centrale europea e alle procedure di segnalazione da parte delle banche centrali nazionali nel settore delle statistiche monetarie e bancarie	GU L 83 del 20.3.2004
BCE/2004/2	Decisione della Banca centrale europea, del 19 febbraio 2004, che adotta il Regolamento interno della Banca centrale europea	GU L 80 del 18.3.2004, pag. 33

## PARERI ADOTTATI DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA

Questa tabella elenca i pareri adottati dalla BCE nel corso del 2003 e all'inizio del 2004 in conformità all'articolo 105, paragrafo 4, del Trattato e all'articolo 4 dello Statuto del SEBC, all'articolo 112, paragrafo 2, lettera b), del Trattato e all'articolo 11.2 dello Statuto del SEBC, nonché all'articolo 48 del Trattato sull'Unione Europea. L'elenco completo dei pareri adottati dalla BCE dalla sua istituzione è disponibile sul sito Internet della BCE.

### (a) Pareri della BCE resi a seguito di una consultazione da parte di uno Stato membro <sup>1</sup>

Numero <sup>2</sup>	Richiedente	Argomento
CON/2003/1	Paesi Bassi	Modifica delle norme relative alla segnalazione dei dati della bilancia dei pagamenti
CON/2003/2	Danimarca	Sostituzione della Legge sulle attività finanziarie e della Legge sui prestiti e le obbligazioni ipotecarie
CON/2003/3	Svezia	Modifiche della Legge sulla Sveriges Riksbank e della Legge sul Riksdag
CON/2003/4	Grecia	Modifica dello Statuto della Banca di Grecia
CON/2003/7	Belgio	Decreto reale sul mercato fuori borsa per le obbligazioni lineari, <i>strip</i> e certificati del Tesoro
CON/2003/8	Austria	Legge valutaria 2003 e modifica della Legge sui bonifici transfrontalieri
CON/2003/10	Svezia	Riforma della normativa bancaria e finanziaria
CON/2003/11	Austria	Contratti di garanzia finanziaria collaterale sui mercati dei capitali, in attuazione della Direttiva 2002/47/CE
CON/2003/14	Italia	Sistemi, infrastrutture e strumenti di pagamento
CON/2003/15	Svezia	Modifica della Legge sulla Sveriges Riksbank
CON/2003/17	Austria	Divisione delle obbligazioni ipotecarie delle banche pubbliche regionali e modifiche di altre norme
CON/2003/19	Belgio	Vigilanza prudenziale del settore e dei servizi finanziari
CON/2003/22	Finlandia	Modifica della Legge sulla Suomen Pankki e della normativa connessa

1 I pareri della BCE resi su richiesta delle autorità nazionali vengono di norma, pubblicati sul sito Internet della BCE sei mesi dopo la data della loro adozione; per i pareri della BCE di rilevanza generale è prevista, invece, la pubblicazione immediata.

2 Le consultazioni sono numerate in base all'ordine cronologico di adozione da parte del Consiglio direttivo.

<b>Numero<sup>2</sup></b>	<b>Richiedente</b>	<b>Argomento</b>
CON/2003/23	Paesi Bassi	Fusione della Nederlandsche Bank e dell'Autorità di vigilanza per le assicurazioni e i fondi pensione dei Paesi Bassi
CON/2003/24	Irlanda	Legge n. 2 del 2003 sulla Central Bank of Ireland & Financial Services Authority
CON/2003/25	Belgio	Modifiche alla Legge per la prevenzione dell'uso del sistema finanziario a scopo di riciclaggio dei proventi di attività illecite e di altre leggi
CON/2003/27	Austria	La Fondazione nazionale per la ricerca, la tecnologia e lo sviluppo
CON/2003/28	Spagna	Modifiche della Legge sull'autonomia del Banco de España
CON/2003/29	Portogallo	Modifiche della Legge organica del Banco de Portugal
CON/2004/1	Finlandia	Modifiche della Legge sulla Suomen Pankki e della normativa connessa
CON/2004/2	Svezia	Sostituzione della normativa della Riksbank e consulenza generale in materia di segnalazione da parte delle IFM di dati monetari e creditizi
CON/2004/3	Lussemburgo	Istituzione di uno specifico quadro legale per le operazioni di cartolarizzazione
CON/2004/5	Austria	Legge sui Conglomerati Finanziari in attuazione della Direttiva 2002/87/CE
CON/2004/6	Francia	Autorizzazione di una garanzia esistente dello Stato a favore della Banque de France

**(b) Pareri della BCE resi a seguito di una consultazione da parte di una istituzione europea<sup>3</sup>**

<b>Numero<sup>4</sup></b>	<b>Richiedente</b>	<b>Argomento</b>	<b>Rif. GU</b>
CON/2003/5	Consiglio UE	Dati statistici da usare per la determinazione dello schema di sottoscrizione del capitale della Banca centrale europea	GU C 102 del 29.4.2003, pag. 11
CON/2003/6	Consiglio UE	Raccomandazione relativa alla nomina di un nuovo membro del Comitato esecutivo della BCE	GU C 105 del 1.5.2003, pag. 37
CON/2003/9	Consiglio UE	Servizi di investimento e mercati regolamentati	GU C 144 del 20.6.2003, pag. 6
CON/2003/12	Consiglio UE	Conti finanziari trimestrali delle amministrazioni pubbliche	GU C 165 del 16.7.2003, pag. 6
CON/2003/13	Consiglio UE	Raccomandazione relativa alla nomina del nuovo Presidente della BCE	GU C 187 del 7.8.2003, pag. 16
CON/2003/16	Consiglio UE	Analisi e cooperazione in materia di contrasto alla falsificazione delle monete in euro	GU C 202 del 27.8.2003, pag. 31
CON/2003/18	Consiglio UE	Raccomandazione relativa alle modifiche della convenzione monetaria tra la Repubblica italiana, per conto della Comunità europea, e lo Stato della Città del Vaticano e per esso la Santa Sede	GU C 212 del 6.9.2003, pag. 10
CON/2003/20	Consiglio UE	Progetto di trattato che istituisce una Costituzione per l'Europa	GU C 229 del 25.9.2003, pag. 7
CON/2003/21	Consiglio UE	Requisiti di trasparenza che devono soddisfare gli emittenti di valori mobiliari le cui azioni o titoli di credito sono ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato	GU C 242 del 9.10.2003, pag. 6
CON/2003/26	Consiglio UE	Statistiche comunitarie inerenti alla bilancia dei pagamenti, agli scambi internazionali di servizi e agli investimenti diretti all'estero	GU C 296 del 6.12.2003, pag. 5
CON/2004/4	Consiglio UE	Compilazione dei conti trimestrali non finanziari per settore istituzionale	GU C 42 del 18.2.2004, pag. 23
CON/2004/7	Consiglio UE	Istituzione di una nuova struttura del Comitato per i servizi finanziari	GU C 58 del 6.3.2004, pag. 23

<sup>3</sup> Pubblicati sul sito Internet della BCE.

<sup>4</sup> Le consultazioni sono numerate in base all'ordine cronologico di adozione da parte del Consiglio direttivo.





## DOCUMENTI PUBBLICATI DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA DA GENNAIO 2003

Scopo di questo elenco è informare i lettori sui principali documenti pubblicati dalla Banca centrale europea da gennaio 2003. Per i *Working Paper*, la lista si riferisce soltanto alle pubblicazioni diffuse fra dicembre 2003 e febbraio 2004. Le pubblicazioni sono disponibili gratuitamente presso la Divisione Stampa e Informazione della BCE. Si prega di inviare le richieste per iscritto all'indirizzo postale indicato sul retro del frontespizio.

Per l'elenco completo dei documenti pubblicati dalla BCE e dall'Istituto monetario europeo, si prega di consultare il sito Internet della BCE.

### RAPPORTO ANNUALE

*Rapporto annuale 2002*, aprile 2003.

### ARTICOLI DEL BOLLETTINO MENSILE

*La domanda di circolante nell'area dell'euro e l'impatto della sostituzione del contante*, gennaio 2003.

*CLS – obiettivi, principi generali e implicazioni*, gennaio 2003.

*La relazione tra la politica monetaria e le politiche di bilancio nell'area dell'euro*, febbraio 2003.

*Regimi di cambio per i paesi emergenti*, febbraio 2003.

*La necessità di riforme di vasta portata per far fronte all'invecchiamento della popolazione*, aprile 2003.

*Sviluppi nell'ambito delle statistiche economiche generali per l'area dell'euro*, aprile 2003.

*L'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro*, aprile 2003.

*Andamenti recenti dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro*, maggio 2003.

*L'elettronificazione dei pagamenti in Europa*, maggio 2003.

*L'adeguamento delle modalità di voto del Consiglio direttivo*, maggio 2003.

*I risultati della valutazione svolta dalla BCE sulla sua strategia di politica monetaria*, giugno 2003.

*Andamenti di fondo degli investimenti fissi lordi nell'area dell'euro*, luglio 2003.

*Le prime esperienze nella gestione della stampa ed emissione di banconote in euro*, luglio 2003.

*Modifiche all'assetto operativo dell'Eurosistema per la conduzione della politica monetaria*, agosto 2003.

*I recenti sviluppi del settore bancario nell'area dell'euro*, agosto 2003.

*Andamenti della competitività internazionale di costo e di prezzo dell'area dell'euro*, agosto 2003.

*Sviluppi recenti nelle strutture finanziarie dell'area dell'euro*, ottobre 2003.

*Il processo di integrazione dei mercati finanziari in Europa*, ottobre 2003.

*Gli andamenti dei debiti finanziari del settore privato dell'area dell'euro*, novembre 2003.

*La risoluzione delle crisi nelle economie emergenti – le sfide per la comunità internazionale*, novembre 2003.

*Il ruolo internazionale dell'euro: principali andamenti dall'avvio della Terza fase dell'Unione economica e monetaria*, novembre 2003.

*L'UEM e la conduzione delle politiche di bilancio*, gennaio 2004.

*Indagini congiunturali relative agli andamenti dell'attività, dei prezzi e del mercato del lavoro nell'area dell'euro: caratteristiche e utilizzi, gennaio 2004.*

*La misurazione e l'analisi della dinamica dei profitti nell'area dell'euro, gennaio 2004.*

*Le economie dei nuovi paesi membri alla vigilia del loro ingresso nella UE, febbraio 2004.*

*Andamenti dei bilanci del settore privato nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, febbraio 2004.*

*L'impatto del principio del fair value sul settore bancario europeo – una prospettiva di stabilità finanziaria, febbraio 2004.*

#### **OCCASIONAL PAPER SERIES**

- 8 *An introduction to the ECB's survey of professional forecasters*, di J. A. Garcia, settembre 2003.
- 9 *Fiscal adjustment in 1991-2002: stylised facts and policy implications*, di M. G. Briotti, febbraio 2004.
- 10 *The acceding countries' strategies toward ERM II and the adoption of the euro: an analytical review*, dello staff team guidato da P. Backé e C. Thimann, composto da O. Arratibel, O. Calvo-Gonzalez, A. Mehl e C. Nerlich, febbraio 2004.
- 11 *Official dollarisation/eurodisation: motives, features and policy implications of current cases*, di A. Winkler, F. Mazzaferro, C. Nerlich e C. Thimann, febbraio 2004.

#### **WORKING PAPER SERIES**

- 294 *Does the yield spread predict recessions in the euro area?*, di F. Moneta, dicembre 2003.
- 295 *Optimal allotment policy in the eurosystem's main refinancing operations*, di C. Ewerhart, N. Cassola, S. Ejerskov e N. Valla, dicembre 2003.
- 296 *Monetary policy analysis in a small open economy using bayesian cointegrated structural VARs*, di M. Villani e A. Warne, dicembre 2003.
- 297 *Measurements of contagion in banks' equity prices*, di R. Gropp e G. Moerman, dicembre 2003.
- 298 *The lender of last resort: a 21st century approach*, di X. Freixas, B. M. Parigi e J.-C. Rochet, dicembre 2003.
- 299 *Import prices and pricing-to-market effects in the euro area*, di T. Warmedinger, gennaio 2004.
- 300 *Developing statistical indicators of the integration of the euro area banking system*, di M. Manna, gennaio 2004.
- 301 *Inflation and relative price asymmetry*, di A. Rátfai, gennaio 2004.
- 302 *Deposit insurance, moral hazard and market monitoring*, di R. Gropp e J. Vesala, febbraio 2004.
- 303 *Fiscal policy events and interest rate swap spreads: evidence from the EU*, di A. Afonso e R. Strauch, febbraio 2004.
- 304 *Equilibrium unemployment, job flows and inflation dynamics*, di A. Trigari, febbraio 2004.
- 305 *A structural common factor approach to core inflation estimation and forecasting*, di C. Morana, febbraio 2004.
- 306 *A markup model of inflation for the euro area*, di C. Bowdler e E. S. Jansen, febbraio 2004.
- 307 *Budgetary forecasts in Europe – the track record of stability and convergence programmes*, di R. Strauch, M. Hallerberg e J. von Hagen, febbraio 2004.

- 308 *International risk-sharing and the transmission of productivity shocks*, di G. Corsetti, L. Dedola e S. Leduc, febbraio 2004.
- 309 *Monetary policy shocks in the euro area and global liquidity spillovers*, di J. Sousa e A. Zaghini, febbraio 2004.
- 310 *International equity flows and returns: a quantitative equilibrium approach*, di R. Albuquerque, G. H. Bauer e M. Schneider, febbraio 2004.
- 311 *Current accounts dynamics in OECD and EU acceding countries – an intertemporal approach*, di M. Bussière, M. Fratzscher e G. J. Müller, febbraio 2004.
- 312 *Similarities and convergence in G-7 cycles*, di F. Canova, M. Ciccarelli e E. Ortega, febbraio 2004.
- 313 *The high-yield segment of the corporate bond market: a diffusion modelling approach for the United States, the United Kingdom and the euro area*, di G. de Bondt e D. Marqués, febbraio 2004.

## ALTRE PUBBLICAZIONI

- EU banking sector stability*, febbraio 2003.
- List of monetary financial institutions and institutions subject to minimum reserves*, febbraio 2003.
- Review of the foreign exchange market structure*, marzo 2003.
- Structural factors in the EU housing markets*, marzo 2003.
- List of Monetary Financial Institutions in the accession countries*, marzo 2003.
- Memorandum of Understanding on the exchange of information among credit registers for the benefit of reporting institutions*, marzo 2003.
- Memorandum of Understanding on Economic and Financial Statistics between the Directorate General Statistics of the European Central Bank and the Statistical Office of the European Communities (Eurostat). Annex 1: Share of responsibilities in the field of balance of payments and international investment position statistics*, marzo 2003.
- TARGET Annual Report 2002*, aprile 2003.
- Supplementary guidance notes concerning statistics on the holders of money market fund shares/units*, aprile 2003.
- Money, banking and financial market statistics in the accession countries. Methodological Manual. Vol. 1: The current definition and structure of money and banking statistics in the accession countries*, maggio 2003.
- Money, banking and financial market statistics in the accession countries. Methodological Manual. Vol. 2: Statistics on other financial intermediaries, financial markets and interest rates in the accession countries*, maggio 2003.
- Accession countries: balance of payments/international investment position statistical methods*, maggio 2003.
- Electronic money system security objectives according to the common criteria methodology*, maggio 2003.
- The transformation of the European financial system, Second ECB Central Banking Conference, October 2002, Frankfurt am Main*, giugno 2003.
- Letter from the ECB President to the President of the Convention regarding the draft Constitutional Treaty*, giugno 2003.
- Developments in national supervisory structures*, giugno 2003.
- Oversight standards for euro retail payment systems*, giugno 2003.
- Towards a Single Euro Payments Area – progress report*, giugno 2003.

*Amendments to the risk control framework for tier one and tier two eligible assets*, luglio 2003.

*ECB statistics: A brief overview*, agosto 2003.

*Portfolio investment income: Task force report*, agosto 2003.

*The New Basel Capital Accord*, agosto 2003.

*Payment and securities settlement systems in the European Union: Addendum incorporating 2001 figures*, settembre 2003.

*Letter from the ECB President to the President of the Council of the European Union regarding the Opinion of the ECB of 19 September 2003 at the request of the Council of the European Union on the draft Treaty establishing a Constitution for Europe (CON/2003/20)*, 22 settembre 2003.

*Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications*, settembre 2003.

*Correspondent central banking model (CCBM): procedures for Eurosystem counterparties*, settembre 2003.

*Bond markets and long-term interest rates in European Union accession countries*, ottobre 2003.

*Manual on MFI interest rate statistics – Regulation ECB/2001/18*, ottobre 2003.

*European Union balance of payments/international investment position statistical methods*, novembre 2003.

*Money market study 2002*, novembre 2003.

*Background Studies for the ECB's evaluation of its monetary policy strategy*, novembre 2003.

*Structural analysis of the EU banking sector, year 2002*, novembre 2003.

*TARGET: the Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system – update 2003*, novembre 2003.

*TARGET2: the payment system of the Eurosystem*, novembre 2003.

*Seasonal adjustment*, dicembre 2003.

*Comments of the ECB on the third consultative document of the European Commission on regulatory capital review*, novembre 2003.

*EU banking sector stability*, novembre 2003.

*Review of the international role of the euro*, dicembre 2003.

*Policy position of the Governing Council of the European Central Bank on exchange rate issues relating to the acceding countries*, dicembre 2003.

*Assessment of accession countries' securities settlement systems against the standards for the use of EU securities settlement systems in Eurosystem credit operations*, gennaio 2004.

*The monetary policy of the ECB*, gennaio 2004.

*L'attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro: caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria*, febbraio 2004.

*Guidance notes on the MFI balance sheet statistics relating to EU enlargement as laid down in Regulation ECB/2003/10*, febbraio 2004.

*Comments on the communications from the Commission to the Council and the European Parliament concerning a new legal framework for payments in the internal market (consultative document)*, febbraio 2004.

#### **OPUSCOLI INFORMATIVI**

*Information guide for credit institutions using TARGET*, luglio 2003.

# CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA<sup>1</sup>

## 9 GENNAIO 2003

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,75, al 3,75 e all'1,75 per cento, rispettivamente.

## 23 GENNAIO 2003

Il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di attuare due misure volte ad accrescere l'efficienza dell'assetto operativo 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. Inoltre, l'eventuale modifica del tasso di interesse applicato alle operazioni su iniziativa delle controparti avrà effetto, di norma, in concomitanza con l'inizio del nuovo periodo di mantenimento.

In secondo luogo, la durata delle operazioni di rifinanziamento principali sarà ridotta da due a una settimana.

Queste misure diverranno effettive nel corso del primo trimestre del 2004.

Facendo seguito al comunicato stampa del 10 luglio 2002, il Consiglio direttivo decide anche di mantenere a 15 miliardi di euro l'importo da assegnare tramite ciascuna operazione di rifinanziamento a più lungo termine che sarà condotta nell'anno 2003. Tale importo è stabilito tenendo conto del previsto fabbisogno di fondi del sistema bancario dell'area dell'euro e riflette l'intento dell'Eurosistema di continuare a erogare la maggior parte delle liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento principali.

## 6 FEBBRAIO 2003

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,75, al 3,75 e all'1,75 per cento, rispettivamente.

## 6 MARZO 2003

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 0,25 punti percentuali, al 2,50 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 12 marzo 2003. In aggiunta, decide di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 0,25 punti percentuali, rispettivamente al 3,50 e all'1,50 per cento, a decorrere dal 7 marzo 2003.

## 3 APRILE 2003

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,50, al 3,50 e all'1,50 per cento, rispettivamente.

## 8 MAGGIO 2003

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,50, al 3,50 e all'1,50 per cento, rispettivamente.

<sup>1</sup> Per la cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema adottate dal 1999 al 2002, cfr. le pagg. 181-185 del Rapporto annuale 1999 della BCE, le pagg. 220-223 del Rapporto annuale 2000 della BCE, le pagg. 231-233 del Rapporto annuale 2001 della BCE e le pagg. 246-247 del Rapporto annuale 2002 della BCE.

Annuncia altresì i risultati della sua valutazione della strategia di politica monetaria della BCE. La strategia, annunciata il 13 ottobre 1998, si impernia su tre cardini: una definizione quantitativa della stabilità dei prezzi, l'attribuzione di un ruolo di primo piano alla moneta nella valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi e una valutazione di ampio respiro delle prospettive per l'andamento dei prezzi.

Il Consiglio direttivo conferma la definizione di stabilità dei prezzi formulata nell'ottobre 1998, ovvero: "La stabilità dei prezzi è definita come un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore al 2 per cento. Essa deve essere mantenuta in un orizzonte di medio termine". Allo stesso tempo esso ha deciso che, nel perseguimento della stabilità dei prezzi, si prefiggerà di mantenere l'inflazione su livelli prossimi al 2 per cento nel medio periodo.

Il Consiglio direttivo ha confermato che le sue decisioni di politica monetaria continueranno a basarsi su un esame completo dei rischi per la stabilità dei prezzi. Allo stesso tempo il Consiglio direttivo decide di rendere più chiaro nella sua comunicazione il ruolo svolto rispettivamente dall'analisi economica e dall'analisi monetaria nel processo che porta ad una valutazione complessiva univoca sui rischi per la stabilità dei prezzi.

Al fine di sottolineare la natura di lungo periodo del valore di riferimento per la crescita della moneta come *benchmark* per la valutazione degli andamenti monetari, il Consiglio direttivo ha altresì deciso di non effettuare più una revisione annuale di tale valore. Esso continuerà, tuttavia, a esaminare le condizioni e le ipotesi sottostanti alla sua derivazione.

#### **5 GIUGNO 2003**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 0,50 punti percentuali, al 2,0 per cento, con effetto

dall'operazione con regolamento il 9 giugno 2003. In aggiunta, decide di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 0,50 punti percentuali, rispettivamente al 3,0 e all'1,0 per cento, a decorrere dal 6 giugno 2003.

#### **10 LUGLIO, 31 LUGLIO, 4 SETTEMBRE, 2 OTTOBRE, 6 NOVEMBRE, 4 DICEMBRE 2003 E 8 GENNAIO 2004**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,0, al 3,0 e all'1,0 per cento, rispettivamente.

#### **12 GENNAIO 2004**

Il Consiglio direttivo decide di aumentare, da 15 a 25 miliardi di euro, l'importo da aggiudicare tramite ciascuna operazione di rifinanziamento a più lungo termine che sarà condotta nell'anno 2004. Tale aumento tiene conto del maggiore fabbisogno di liquidità del sistema bancario dell'area dell'euro previsto per il 2004. L'Eurosistema continuerà tuttavia a fornire la maggior parte della liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento principali. Il Consiglio direttivo può decidere di adeguare ancora all'inizio del 2005 l'importo da aggiudicare.

#### **5 FEBBRAIO E 4 MARZO 2004**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,0, al 3,0 e all'1,0 per cento, rispettivamente.

## GLOSSARIO

**Accordo di Basilea sul capitale [Basel Capital Accord]:** schema regolamentare che fissa i requisiti minimi patrimoniali atti a garantire che le banche siano in grado di coprire i rischi assunti. Questo schema è stato adottato nel 1988 dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, nel quale figurano rappresentanti delle banche centrali e delle altre autorità di vigilanza creditizia dei paesi del G10, della Spagna e del Lussemburgo. L'accordo si è tramutato in uno standard internazionale, ed è attualmente sottoposto a revisione al fine di adeguarlo agli sviluppi del settore finanziario intervenuti successivamente alla sua introduzione (*Nuovo accordo di Basilea sul capitale o Basilea II*).

**Acquis communautaire:** il corpus legislativo comunitario, dal quale tutti gli Stati membri dell'UE sono vincolati. I paesi che entrano a far parte dell'UE devono al momento dell'adesione aver già recepito l'*acquis communautaire* esistente.

**Allocazione degli investimenti [asset allocation]:** il processo di distribuzione degli investimenti tra diverse classi di attività, per raggiungere obiettivi quali l'ottimizzazione delle caratteristiche di rischio/rendimento di un portafoglio.

**Amministrazione centrale [central government]:** le **amministrazioni pubbliche**, conformemente alla definizione del **Sistema europeo di conti nazionali 1995 (SEC 95)**, escluse le amministrazioni statali (nei paesi a struttura federale) e locali; ne fanno parte tutte le amministrazioni dello Stato e gli altri enti la cui competenza si estende normalmente a tutto il territorio del paese, con l'eccezione degli enti di previdenza e assistenza sociale.

**Amministrazioni pubbliche [general government]:** comprendono, conformemente alla definizione del **Sistema europeo dei conti 1995 (SEC 95)**, l'**amministrazione centrale**, quelle statali (nei paesi a struttura federale) e locali, nonché gli enti di previdenza e assistenza sociale. Le entità di proprietà pubblica che svolgono operazioni commerciali, come le aziende pubbliche, sono escluse, in linea di principio, dalle amministrazioni pubbliche.

**Analisi economica [economic analysis]:** un pilastro dello schema in base al quale la **BCE** conduce l'analisi esaustiva dei rischi per la **stabilità dei prezzi** che costituisce la base per le decisioni di politica monetaria del **Consiglio direttivo**. L'analisi economica si concentra primariamente sulla valutazione degli andamenti economici e finanziari correnti e dei rischi a essi collegati nel breve e medio termine per la stabilità dei prezzi dal punto di vista dell'interazione fra offerta e domanda nei mercati dei beni, dei servizi e dei fattori di produzione su tali orizzonti temporali. A questo riguardo, si dedica la dovuta attenzione alla necessità di identificare la natura degli shock che influenzano l'economia, i loro effetti sugli andamenti dei costi e dei prezzi e le prospettive a breve e medio termine sulla loro propagazione all'economia (cfr. anche **analisi monetaria**).

**Analisi monetaria [monetary analysis]:** un pilastro dello schema in base al quale la **BCE** conduce l'analisi esaustiva dei rischi per la **stabilità dei prezzi** che costituisce la base per le decisioni di politica monetaria del **Consiglio direttivo**. L'analisi monetaria aiuta a valutare le tendenze dell'inflazione a medio e lungo termine, data la stretta relazione esistente fra moneta e prezzi su orizzonti di tempo estesi. L'analisi monetaria considera gli andamenti di un ampio insieme di indicatori monetari fra i quali **M3**, le sue componenti e contropartite, in particolare il credito, e varie misure di eccesso di liquidità (cfr. anche **analisi economica**).

**Area dell'euro [euro area]:** area costituita dagli Stati membri che hanno introdotto l'euro come valuta comune conformemente al **Trattato** e in cui viene attuata una politica monetaria unica sotto



la responsabilità del **Consiglio direttivo** della **BCE**. L'area dell'euro comprende attualmente Belgio, Germania, Grecia, Spagna, Francia, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia.

**Attività nette sull'estero delle IFM [MFI net external assets]:** includono le attività sull'estero delle IFM dell'**area dell'euro** (quali l'oro, le banconote in valute diverse dall'euro, i titoli emessi da non residenti nell'area e i prestiti concessi a non residenti nell'area) al netto delle passività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali i depositi detenuti da non residenti nell'area, le **operazioni pronti contro termine**, le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e i **titoli di debito** con scadenza non superiore a due anni emessi dalle IFM).

**Banca centrale europea (BCE) [European Central Bank (ECB)]:** la BCE, investita di personalità giuridica dalla legislazione comunitaria, si trova al centro del **Sistema europeo di banche centrali (SEBC)** e dell'**Eurosistema**. Essa assicura che i compiti attribuiti a questi ultimi siano svolti mediante le proprie attività o per il tramite di quelle delle BCN, conformemente allo Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea. La BCE è governata dal **Consiglio direttivo**, dal **Comitato esecutivo** e, in qualità di terzo organo decisionale, dal **Consiglio generale**.

**Bilancia dei pagamenti [balance of payments (b.o.p.):** prospetto statistico che riepiloga le transazioni economiche avvenute fra un'economia e il resto del mondo in un determinato periodo di tempo. Le transazioni prese in considerazione sono quelle riguardanti i beni, i servizi e i redditi, quelle relative alle attività e passività finanziarie detenute nei confronti del resto del mondo nonché quelle (come la cancellazione del debito) classificate come trasferimenti. I concetti e le definizioni utilizzate nella bilancia dei pagamenti dell'**area dell'euro** sono generalmente conformi alla 5ª edizione del *Balance of Payments Manual* dell'FMI nonché all'Indirizzo BCE/2003/7 del 2 maggio 2003 a esso relativo e alla documentazione dell'**Eurostat**.

**Bilancio consolidato del settore delle IFM [consolidated balance sheet of the MFI sector]:** bilancio aggregato delle IFM al netto delle posizioni fra le IFM stesse (principalmente, i prestiti concessi da una IFM a un'altra).

**Coefficiente di riserva [reserve ratio]:** rapporto definito dalla banca centrale per ciascuna delle categorie di **passività soggette a riserva**; viene utilizzato per il calcolo della **riserva obbligatoria**.

**Comitato di politica economica (CPE) [Economic Policy Committee (EPC)]:** organo consultivo comunitario; contribuisce alla preparazione dei lavori del **Consiglio UE**. Coopera strettamente con il **Comitato economico e finanziario (CEF)** e si occupa principalmente delle politiche strutturali che mirano ad aumentare il potenziale di crescita e l'occupazione nella Comunità. Il Comitato, previsto dall'articolo 272 del **Trattato**, fu istituito con una decisione del Consiglio nel 1974. Ciascuno Stato membro nomina due membri del Comitato, e del pari fanno la **Commissione europea** e la **BCE**.

**Comitato economico e finanziario (CEF) [Economic and Financial Committee (EFC)]:** organo consultivo comunitario, che contribuisce alla preparazione dei lavori del **Consiglio UE**, istituito all'inizio della Terza fase dell'**Unione economica e monetaria (UEM)**. Gli Stati membri, la **Commissione europea** e la **BCE** nominano ciascuno non più di due membri. I compiti del Comitato sono elencati all'articolo 114, paragrafo 2, del **Trattato**; tra questi figura l'esame della situazione economica e finanziaria degli Stati membri e della Comunità e la sorveglianza sulle politiche di bilancio.

**Comitato esecutivo [Executive Board]:** uno degli organi decisionali della **BCE**. Comprende il Presidente e il Vicepresidente della BCE e altri quattro membri nominati di comune accordo dai capi di Stato o di governo dei paesi che hanno introdotto l'euro.

**Commercio con l'estero in beni [external trade in goods]:** esportazioni e importazioni di beni tra i paesi dell'area dell'euro e con il resto del mondo, misurate in termini di valore e come indici di volume e valore unitario. Il commercio tra i paesi dell'area dell'euro rileva i flussi di ricezione e spedizione di beni tra i paesi dell'area, mentre il commercio con il resto del mondo rileva il commercio dell'area dell'euro con l'estero. Le statistiche sul commercio con l'estero non sono direttamente comparabili con le esportazioni e importazioni rilevate nei dati di contabilità nazionale, in quanto queste ultime includono sia le transazioni fra i paesi dell'area sia quelle con il resto del mondo e, inoltre, combinano beni e servizi.

**Commissione europea [European Commission]:** l'istituzione della Comunità europea che assicura l'applicazione delle disposizioni del **Trattato**. Essa ha facoltà di iniziativa legislativa, definisce le politiche comunitarie ed esercita poteri in aree specifiche. Nel campo delle politiche economiche, formula gli **Indirizzi di massima per le politiche economiche** e riferisce al **Consiglio UE** sulle politiche e sugli sviluppi economici. La Commissione tiene sotto osservazione l'andamento delle finanze pubbliche nel quadro della sorveglianza multilaterale ed elabora relazioni da presentare al Consiglio. È composta da venti membri (fino al 1° maggio 2004), di cui due provenienti rispettivamente da Germania, Spagna, Francia, Italia e Regno Unito, e uno da ciascuno degli altri Stati membri. Trascorso un periodo di transizione successivo alla fase di allargamento dell'UE, la Commissione sarà composta di venticinque membri, ovvero uno per ciascuno dei venticinque Stati membri.

**Committee of European Securities Regulators (CESR):** comitato istituito dalla Commissione europea nel giugno 2001 in base alla raccomandazione del rapporto del Comitato dei Saggi sulla regolamentazione dei mercati europei dei valori mobiliari; è composto da rappresentanti delle autorità nazionali che svolgono funzioni di regolamentazione dei mercati dei titoli. Come organismo di terzo livello nel nuovo approccio europeo in materia di regolamentazione finanziaria, esso fornisce consulenza alla **Commissione europea** sulle questioni relative alla regolamentazione dei mercati mobiliari e contribuisce ad assicurare una più coerente attuazione della legislazione comunitaria all'interno degli Stati membri. Svolge inoltre la funzione di migliorare il coordinamento fra gli organismi europei che si occupano di regolamentazione dei mercati mobiliari.

**Consiglio direttivo [Governing Council]:** l'organo decisionale supremo della **BCE**. Comprende tutti i membri del **Comitato esecutivo** della BCE e i governatori delle BCN dei paesi che hanno introdotto l'euro.

**Consiglio UE (Consiglio dei ministri) [EU Council (Council of Ministers)]:** istituzione della Comunità europea che riunisce i rappresentanti dei governi degli Stati membri, normalmente i ministri responsabili delle questioni in esame (pertanto, viene spesso indicato come Consiglio dei ministri). Nella composizione dei ministri economici e finanziari, viene correntemente denominato **Consiglio Ecofin**. Inoltre, per decisioni di particolare importanza, il Consiglio si può riunire nella composizione dei capi di Stato o di governo. In tale veste esso non va confuso con il **Consiglio europeo**, composto anch'esso dei capi di Stato o di governo, la cui funzione è invece di fornire all'Unione europea l'impulso necessario al suo sviluppo e di definirne gli indirizzi politici generali.

**Consiglio Ecofin [ECOFIN Council]:** cfr. **Consiglio UE**.

**Consiglio europeo [European Council]:** fornisce all'Unione europea l'impulso necessario al suo sviluppo e ne definisce gli indirizzi politici generali. È composto dai capi di Stato o di governo degli Stati membri e dal Presidente della **Commissione europea** (cfr. **Consiglio UE**).

**Consiglio europeo per i pagamenti [European Payments Council (EPC)]:** struttura organizzativa formata da 52 istituzioni, fra cui banche commerciali, banche di credito cooperativo e casse di risparmio, il cui obiettivo è realizzare l'area di pagamento unica e rappresentare l'industria bancaria europea in relazione alle tematiche dei sistemi di pagamento.

**Consiglio generale [General Council]:** uno degli organi direttivi della **BCE**. Comprende il Presidente e il Vicepresidente della BCE e i governatori delle BCN dei paesi dell'UE.

**Controparte [counterparty]:** parte opposta in una transazione finanziaria (ad esempio, qualsiasi soggetto che effettui un'operazione con la banca centrale).

**Controparte centrale [central counterparty]:** un'entità che funge da unico acquirente nei confronti di tutti i venditori e da unico venditore nei confronti di tutti gli acquirenti per un determinato insieme di contratti.

**Credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro [MFI credit to euro area residents]:** comprende i prestiti delle IFM ai residenti nell'**area dell'euro** e i titoli emessi dai residenti nell'area e detenuti dalle IFM. Per titoli si intendono le azioni e partecipazioni e i **titoli di debito**.

**Debito (conti finanziari) [debt (financial accounts)]:** include i prestiti, i **titoli di debito** emessi e le riserve dei fondi pensione delle società non finanziarie, valutati ai prezzi di mercato di fine periodo. Nei conti finanziari trimestrali il debito non comprende i prestiti concessi da società del settore non finanziario (ad esempio, i prestiti intersocietari) e/o da banche esterne all'**area dell'euro**, componenti invece incluse nei conti finanziari annuali.

**Depositi presso la banca centrale [deposit facility]:** categoria di **operazioni attivabili su iniziativa delle controparti** messe a disposizione dall'**Eurosistema**. Le controparti possono farvi ricorso per effettuare depositi a vista presso le BCN, remunerati a un **tasso di interesse** prestabilito (cfr. **tassi di interesse di riferimento della BCE**).

**Eonia [EONIA (euro overnight index average)]:** misura, basata sulle transazioni, del **tasso di interesse** prevalente nel mercato interbancario *overnight* in euro.

**Euribor [Euribor (euro interbank offered rate)]:** tasso al quale vengono concessi i prestiti in euro tra banche con elevato merito di credito, calcolato quotidianamente per depositi interbancari con scadenze varie non superiori ai dodici mesi.

**Euro:** nome della moneta unica europea, adottato dal **Consiglio europeo** di Madrid del 15 e 16 dicembre 1995.

**Eurogruppo [Eurogroup]:** organismo informale che riunisce i membri del **Consiglio Ecofin** che rappresentano i paesi dell'**area dell'euro**. Si riunisce regolarmente (di solito prima degli incontri del Consiglio Ecofin) per discutere questioni connesse con le competenze specifiche che i paesi

dell'area dell'euro condividono in materia di moneta unica. La **Commissione europea** e, quando opportuno, la **BCE** sono invitate a prendere parte alle sue riunioni.

**Eurosistema [Eurosystem]:** comprende la **BCE** e le BCN degli Stati membri che hanno introdotto l'euro a partire dalla Terza fase dell'**Unione economica e monetaria (UEM)** (cfr. **area dell'euro**). Vi partecipano attualmente dodici banche centrali nazionali. È governato dal **Consiglio direttivo** e dal **Comitato esecutivo** della BCE.

**Eurostat:** l'ufficio statistico delle Comunità europee. Fa parte della **Commissione europea** ed è responsabile della produzione delle statistiche comunitarie.

**Garanzia [collateral]:** attività depositate a garanzia del rimborso di un finanziamento (ad esempio, quello che le **istituzioni creditizie** ottengono dalle banche centrali), nonché attività cedute (ad esempio, alle banche centrali dalle istituzioni creditizie) nell'ambito di **operazioni pronti contro termine**.

**Governo societario:** insieme delle regole e delle procedure in base alle quali si esercita la direzione e il controllo su di una organizzazione. La struttura del governo societario specifica la distribuzione di diritti e responsabilità fra i vari componenti dell'organizzazione – come il consiglio d'amministrazione, i dirigenti, gli azionisti e gli altri partecipanti – e stabilisce le regole e le procedure per il processo decisionale. Così facendo, fornisce anche lo schema entro il quale stabilire gli obiettivi operativi e identifica i mezzi mediante i quali conseguirli e verificare i risultati.

**IFM (istituzioni finanziarie monetarie) [MFIs (monetary financial institutions):** le istituzioni finanziarie che costituiscono il settore che emette moneta dell'area dell'euro. Esse includono la **BCE**, le BCN dei paesi dell'**area dell'euro** nonché le **istituzioni creditizie** e i fondi comuni monetari con sede nell'area dell'euro.

**Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) [Harmonised Index of Consumer Prices (HICP):** indice dei prezzi al consumo calcolato dall'**Eurostat** e armonizzato per tutti i paesi dell'UE.

**Indirizzi di massima per le politiche economiche [Broad Economic Policy Guidelines (BEPGs):** il **Trattato** impone agli Stati membri di considerare le proprie politiche economiche come materia di interesse comune e di coordinarle all'interno del **Consiglio UE**. Gli Indirizzi di massima per le politiche economiche costituiscono il principale strumento di coordinamento. Essi contengono raccomandazioni in tema di politiche macroeconomiche e strutturali destinate alle autorità responsabili e forniscono un termine di confronto per la valutazione *ex-post* nell'ambito della sorveglianza multilaterale in seno al Consiglio UE. Quest'ultimo, sulla base di una raccomandazione della **Commissione europea**, prepara la bozza degli Indirizzi e riferisce in merito al **Consiglio europeo**. Il Consiglio UE adotta quindi una raccomandazione sugli Indirizzi di massima per le politiche economiche basata sulle conclusioni del Consiglio europeo.

**Interlinking [interlinking mechanism]:** una delle componenti del sistema **Target**. Il termine indica le infrastrutture e le procedure che legano i **sistemi RTGS** nazionali per gestire i pagamenti transfrontalieri mediante il sistema Target.

**International Accounting Standards (IAS):** principi contabili generalmente riconosciuti fissati dall'**International Accounting Standards Board (IASB)**, organismo indipendente, finanziato da privati, che stabilisce standard contabili. Tali standard, accettati a livello internazionale, sono volti ad assicurare la trasparenza e la comparabilità delle informazioni contenute nei rendiconti finanziari. Nell'aprile del 2001 lo IASB ha annunciato che gli standard contabili da esso stabiliti saranno in futuro denominati **International Financial Reporting Standards (IFRS)**.

**Investimenti di portafoglio [*portfolio investment*]:** rilevazione delle acquisizioni nette da parte di residenti nell'**area dell'euro** di titoli emessi da non residenti ("attività") e delle acquisizioni nette da parte di non residenti di titoli emessi da residenti nell'area ("passività"). Sono inclusi i **titoli azionari**, i **titoli di debito** del tipo di obbligazioni e notes e gli strumenti di **mercato monetario**. Le transazioni sono rilevate al prezzo effettivo pagato o ricevuto, al netto di commissioni e spese. Per poter essere considerata come attività di portafoglio, la quota di partecipazione in una società deve essere equivalente a meno del 10 per cento dei diritti di voto.

**Investimenti diretti [*direct investment*]:** investimenti internazionali che riflettono lo scopo di ottenere un interesse durevole in una società residente in un altro paese (con ciò si intende, in pratica, una partecipazione equivalente ad almeno il 10 per cento dei diritti di voto). Il conto degli investimenti diretti rileva le acquisizioni nette di attività estere da parte di residenti nell'area dell'euro ("investimenti diretti all'estero") e le acquisizioni nette di attività dell'**area dell'euro** da parte di non residenti ("investimenti diretti nell'area dell'euro"). Gli investimenti diretti includono quelli in capitale di rischio, gli utili reinvestiti ed altri riconducibili a operazioni di prestito intersocietario.

**Istituto monetario europeo (IME) [*European Monetary Institute (EMI)*]:** organo di carattere temporaneo fondato all'inizio della Seconda fase dell'**Unione economica e monetaria (UEM)**, il 1° gennaio 1994. I due compiti principali dell'IME erano: rafforzare la cooperazione tra le banche centrali e il coordinamento delle politiche monetarie; svolgere i preparativi necessari per la costituzione del **Sistema europeo di banche centrali (SEBC)**, per la conduzione della politica monetaria unica e per l'introduzione di una moneta unica nella Terza fase. È stato posto in liquidazione in seguito alla costituzione della **BCE**, il 1° giugno 1998.

**Istituzione creditizia [*credit institution*]:** un istituto che corrisponde alla definizione di cui all'articolo 1, paragrafo 1, della Direttiva 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 marzo 2000, relativa all'accesso all'attività delle istituzioni creditizie e al suo esercizio, come emendata dalla Direttiva 2000/28/EC del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 settembre 2000. Secondo tale definizione, un'istituzione creditizia è: a) un'impresa la cui attività consiste nel ricevere dal pubblico depositi o altri fondi rimborsabili nel concedere crediti per proprio conto, o b) un'impresa o qualsiasi persona giuridica, diverse da quelle di cui al punto precedente, che emette strumenti di pagamento in forma di **moneta elettronica**.

**M1: aggregato monetario ristretto.** Include le banconote e monete in circolazione e i depositi a vista detenuti presso le **IFM** e le **Amministrazioni centrali** (ad esempio, presso le Poste o il Tesoro).

**M2: aggregato monetario intermedio.** Comprende **M1**, i depositi rimborsabili su preavviso non superiore a tre mesi (cioè i depositi a risparmio a breve termine) e i depositi con durata prestabilita non superiore ai due anni (cioè i depositi a termine a breve scadenza) detenuti presso le **IFM** e le **Amministrazioni centrali**.

**M3: aggregato monetario ampio.** Si compone di **M2** più gli strumenti negoziabili, vale a dire le **operazioni pronti contro termine**, le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e i **titoli di debito** con scadenza non superiore ai due anni emessi dalle **IFM**.

**Mercato azionario [equity market]:** mercato sul quale vengono emessi e scambiati titoli rappresentativi del capitale sociale di una società per azioni. La differenza principale tra le azioni e i titoli di debito è che per le prime l'emittente non si assume alcun obbligo di rimborso.

**Mercato delle operazioni pronti contro termine [repo market]:** cfr. **operazione di vendita con patto di riacquisto**.

**Mercato monetario [money market]:** mercato per la raccolta, l'investimento e lo scambio di fondi a breve termine mediante strumenti che generalmente hanno scadenza originaria non superiore a un anno.

**Mercato obbligazionario [bond market]:** mercato sul quale vengono emessi e scambiati **titoli di debito** a medio e a lungo termine, ossia aventi una durata superiore a un anno al momento dell'emissione.

**Moneta elettronica [electronic money (e-money)]:** riserva elettronica di valore monetario immagazzinata in un dispositivo tecnico utilizzabile come strumento prepagato al portatore per l'esecuzione di pagamenti a imprese diverse da quelle emittenti, senza coinvolgere necessariamente conti bancari.

**Nuovi accordi europei di cambio AEC II [ERM II (exchange rate mechanism II)]:** l'accordo di cambio che fornisce l'assetto per la cooperazione nelle politiche del cambio tra i paesi dell'area dell'euro e gli Stati membri dell'UE non partecipanti alla Terza fase dell'UEM.

**Operazione di mercato aperto [open market operation]:** operazione effettuata su iniziativa della banca centrale nei mercati finanziari che comporta una delle seguenti transazioni: a) acquisto o vendita di attività in via definitiva (a pronti o a termine); b) acquisto o vendita di attività con patto di riacquisto; c) concessione di crediti o indebitamento a fronte di **garanzia**; d) emissione di certificati di debito della banca centrale; e) accettazione di depositi a scadenza fissa; o f) conduzione di **operazioni di swap in valuta** tra moneta nazionale e estera.

**Operazione di regolazione puntuale [fine-tuning operation]:** **operazione di mercato aperto** diversa da quelle regolari, effettuata dall'**Eurosistema** principalmente per rispondere a variazioni inattese delle condizioni di liquidità nel mercato.

**Operazione di rifinanziamento a più lungo termine [longer-term refinancing operation]:** operazione mensile di mercato aperto, condotta dall'**Eurosistema**, con scadenza solitamente a tre mesi. Le operazioni sono condotte come aste a tasso variabile con volumi di aggiudicazione preannunciati.

**Operazione di rifinanziamento principale [main refinancing operation]:** **operazione** settimanale di **mercato aperto**, condotta dall'**Eurosistema**. Nel 2003 il **Consiglio direttivo** ha deciso che a partire dal 9 marzo 2004 la durata di queste operazioni sarà ridotta da due settimane a una. Le operazioni di rifinanziamento principale sono condotte come aste a tasso variabile con **tasso minimo di offerta** preannunciato.

**Operazioni di rifinanziamento marginale [*marginal lending facility*]:** categoria di **operazioni attivabili su iniziativa delle controparti** messe a disposizione dall'**Eurosistema**, attraverso le quali le **controparti** possono ottenere credito dalle BCN a un **tasso di interesse** predefinito a fronte di attività idonee (cfr. **tassi di interesse di riferimento della BCE**).

**Operazione di swap in valuta [*foreign exchange swap*]:** transazioni simultanee, una a pronti e l'altra a termine, nelle quali si scambia una valuta contro un'altra. L'**Eurosistema** può effettuare **operazioni di mercato aperto** sotto forma di *swap* in valuta mediante le quali le BCN (o la **Banca centrale europea**) acquistano (o vendono) **euro** a pronti contro una divisa estera, e simultaneamente li rivendono (o riacquistano) in una transazione a termine.

**Operazione di vendita con patto di riacquisto [*repurchase agreement*]:** accordo di vendita di attività a pronti con obbligo di riacquisto a un prezzo prestabilito e a una data futura predeterminata, o su richiesta. Si tratta di un'operazione simile al prestito garantito, ma da esso differisce poiché in questo caso la proprietà dei titoli viene trasferita alla parte acquirente. Le operazioni di vendita con patto di riacquisto sono anche denominate operazioni di pronti contro termine e sono trattate sul **mercato delle operazioni pronti contro termine**.

**Operazione temporanea [*reverse transaction*]:** operazione mediante la quale la banca centrale acquista (o vende) attività a pronti con patto di vendita (o acquisto) a termine, ovvero eroga credito a fronte di una **garanzia**.

**Operazioni attivabili su iniziativa delle controparti [*standing facility*]:** operazioni che una banca centrale mette a disposizione delle **controparti**, attivabili su iniziativa di queste ultime. L'**Eurosistema** ne prevede di due tipi, entrambe con scadenza *overnight*: le **operazioni di rifinanziamento marginale** e i **depositi presso la banca centrale**.

**Opzione [*option*]:** strumento finanziario che attribuisce al possessore il diritto, ma non l'obbligo, di comprare o vendere determinate attività (ad esempio obbligazioni o azioni) a un prezzo predefinito (prezzo di esercizio o prezzo base) a una data futura o entro quella data (data di scadenza o di esercizio). Un'opzione di acquisto (opzione *call*) conferisce al possessore la facoltà di acquistare le attività sottostanti a un prezzo di esercizio concordato, mentre un'opzione di vendita (opzione *put*) gli attribuisce il diritto di vendere le attività sottostanti al prezzo stabilito.

**Paesi aderenti [*acceding countries*]:** cfr. **Paesi in fase di adesione all'UE**.

**Paesi in fase di adesione all'UE [*accession countries*]:** attualmente vi sono tredici paesi dell'Europa centrale e orientale e dell'area mediterranea a cui il **Consiglio europeo** ha riconosciuto la qualifica di paesi candidati all'adesione all'Unione europea (UE). Dal 1° maggio dieci paesi aderiranno all'UE 2004: Repubblica Ceca, Estonia, Cipro, Lettonia, Lituania, Ungheria, Malta, Polonia, Slovenia e Slovacchia. Questi paesi sono designati come paesi in procinto di aderire all'UE ovvero **paesi aderenti**. Ad altri due paesi, la Bulgaria e la Romania, entrati formalmente nei negoziati per l'adesione, è stata data la prospettiva di aderire all'UE nel 2007. Anche la Turchia è un paese ufficialmente candidato all'adesione ed è incluso nel Dialogo economico dell'UE, ma i negoziati non sono ancora iniziati. Il termine paesi in fase di adesione si riferisce ai dodici paesi per i quali i negoziati per l'adesione all'UE sono stati completati o sono ancora in corso.

**Parlamento europeo [*European Parliament*]:** istituzione che riunisce i 626 rappresentanti dei cittadini degli Stati membri. Oltre ad essi, sono stati designati 162 osservatori da parte dei

parlamenti nazionali dei paesi aderenti. Il Trattato di Adesione prevede che, successivamente alla sua ratifica da parte degli Stati membri attuali e futuri, il Parlamento europeo sarà costituito da 732 membri a partire dalla prossima legislatura (2004-2009). Il Parlamento contribuisce al processo legislativo, con prerogative diverse a seconda della procedura applicabile per l'adozione dei singoli atti. Nell'ambito dell'**Unione economica e monetaria**, il Parlamento ha principalmente poteri consultivi. Il Trattato stabilisce alcune procedure mediante le quali la **BCE** rende conto del proprio operato al Parlamento (presentazione del Rapporto annuale, dibattito generale sulla politica monetaria, audizioni presso le commissioni parlamentari competenti).

**Passività finanziarie a più lungo termine delle IFM [*MFI longer-term financial liabilities*]:** includono i depositi con durata prestabilita superiore ai due anni, i depositi rimborsabili con preavviso superiore ai tre mesi, i **titoli di debito** con scadenza originaria superiore ai due anni nonché il capitale e le riserve del settore delle IFM dell'**area dell'euro**.

**Passività soggette a riserva [*reserve base*]:** somma delle voci di bilancio (in particolare passività) che costituiscono la base di calcolo per la **riserva obbligatoria** di un'**istituzione creditizia**.

**Patto di stabilità e crescita [*Stability and Growth Pact*]:** è composto da due Regolamenti del Consiglio, ossia (a) il 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 e (b) il Regolamento (CE) n. 1467/97 del Consiglio, del 7 luglio 1997, per l'accelerazione e il chiarimento delle modalità di attuazione della **procedura per i disavanzi eccessivi**, e dalla Risoluzione del **Consiglio europeo** sul Patto di stabilità assunta ad Amsterdam il 17 giugno 1997. Il Patto è stato concepito a salvaguardia di finanze pubbliche sane nella Terza fase dell'**Unione economica e monetaria (UEM)**, al fine di rafforzare i presupposti per la **stabilità dei prezzi** e per una crescita vigorosa e sostenibile in grado di favorire la creazione di posti di lavoro. Più in particolare, si menziona come obiettivo a medio termine degli Stati membri il raggiungimento di posizioni di bilancio vicine all'equilibrio o in avanzo.

**Periodo di mantenimento [*maintenance period*]:** periodo considerato per l'adempimento dell'obbligo di riserva da parte delle **istituzioni creditizie**. Si è deciso che dal 10 marzo 2004 il periodo di mantenimento abbia inizio il giorno di regolamento della prima **operazione di rifinanziamento principale** successiva alla riunione del **Consiglio direttivo** in cui è programmata la valutazione mensile dell'orientamento di politica monetaria. La **BCE** pubblica un calendario dei periodi di mantenimento delle riserve almeno tre mesi prima dell'inizio dell'anno.

**Portafoglio benchmark [*benchmark portfolio*]:** quando è utilizzato con riferimento agli investimenti finanziari, indica un portafoglio di riferimento, o indice, costruito in funzione degli obiettivi di liquidità, rischio e remuneratività degli investimenti stessi. Il portafoglio *benchmark* serve come termine di raffronto per la valutazione dell'andamento del portafoglio effettivo.

**Posizione patrimoniale sull'estero (p.p.e.) [*international investment position (i.i.p.)*]:** il valore e la composizione delle consistenze delle attività (o passività) finanziarie nette detenute da un'economia nei confronti del resto del mondo. Viene anche definita come posizione attiva netta verso l'estero.

**Principio contabile del fair value [*Fair Value Accounting (FVA)*]:** un criterio di valutazione che stabilisce l'uso alternativo del prezzo di mercato, qualora esista, oppure di una stima di un prezzo di



mercato definita come il valore attuale dei flussi di cassa attesi, per stabilire il valore di bilancio degli strumenti finanziari.

**Procedura per i disavanzi eccessivi [*Excessive deficit procedure*]:** il **Trattato** della Comunità europea, ai sensi dell'articolo 104 e come specificato nel Protocollo sulla procedura dei disavanzi eccessivi, richiede agli Stati membri dell'Unione europea di mantenere la disciplina di bilancio; esso definisce i criteri secondo i quali stabilire se la posizione di bilancio debba essere considerata in disavanzo eccessivo e stabilisce le iniziative da intraprendere qualora tali criteri, in termini di saldo di bilancio o di debito pubblico, non siano soddisfatti. A completamento di questo quadro vi è il Regolamento (CE) n. 1467/97 del Consiglio, del 7 luglio 1997, volto a chiarire e accelerare l'attuazione della procedura per i disavanzi eccessivi, che è parte integrante del **Patto di stabilità e crescita**.

**Programmi di stabilità [*stability programmes*]:** gli Stati membri che hanno adottato la moneta unica devono presentare programmi governativi a medio termine, in cui siano esposte anche le ipotesi relative all'andamento delle principali variabili economiche. Tali programmi definiscono l'obiettivo di medio termine di una posizione di bilancio vicina all'equilibrio o in avanzo, o il percorso di risanamento verso tale obiettivo come indicato nel **Patto di stabilità e crescita**. I programmi di stabilità devono essere aggiornati con cadenza annuale. Essi sono sottoposti all'esame della **Commissione europea** e del **Comitato economico e finanziario (CEF)**, i quali esprimono una valutazione che serve come base di discussione per il **Consiglio Ecofin**.

**Proiezioni [*projections*]:** risultato di esercizi condotti dagli esperti dell'**Eurosistema** sui possibili sviluppi macroeconomici nell'**area dell'euro**. Le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema sono ottenute coerentemente con quelle formulate per i singoli paesi membri. Pubblicate due volte l'anno, esse sono parte integrante della strategia di politica monetaria della **BCE** e costituiscono uno fra i vari elementi informativi che confluiscono nella valutazione dei rischi per la **stabilità dei prezzi** da parte del **Consiglio direttivo**.

**Rapporto debito pubblico/PIL (riferito alle Amministrazioni pubbliche) [*debt ratio (general government)*]:** per debito pubblico si intende il debito totale lordo al valore nominale in essere alla fine dell'esercizio e consolidato tra e nei settori delle amministrazioni pubbliche. Il rapporto debito pubblico/PIL viene definito come il rapporto tra il debito pubblico e il prodotto interno lordo ai prezzi di mercato correnti ed è oggetto di uno dei criteri di convergenza relativi alla finanza pubblica previsti dall'articolo 104, paragrafo 2, del Trattato.

**Rapporto disavanzo pubblico/PIL (riferito alle Amministrazioni pubbliche) [*deficit ratio (general government)*]:** il disavanzo pubblico è definito come indebitamento netto e corrisponde alla differenza fra le entrate e spese totali delle amministrazioni pubbliche. Il rapporto disavanzo pubblico/PIL viene definito come il rapporto tra il disavanzo delle amministrazioni pubbliche e il prodotto interno lordo ai prezzi di mercato ed è oggetto di uno dei criteri di convergenza relativi alla finanza pubblica previsti dall'articolo 104, paragrafo 2, del **Trattato** che istituisce la Comunità europea. Viene anche definito rapporto disavanzo dei conti pubblici/PIL oppure saldo di bilancio in rapporto al PIL.

**Reddito monetario [*monetary income*]:** reddito ottenuto dalle BCN nell'esercizio delle funzioni di politica monetaria dell'**Eurosistema**, derivante dagli attivi accantonati in conformità degli indirizzi determinati dal **Consiglio direttivo**, detenuti in contropartita delle banconote in circolazione e dei depositi costituiti dalle **istituzioni creditizie** presso le BCN.

**Rischio di credito [*credit risk*]:** il rischio che una **controparte** non assolva in pieno ad una obbligazione, sia a tempo debito sia successivamente.

**Rischio di liquidità [*liquidity risk*]:** il rischio che una controparte o un partecipante ad un sistema di pagamento o di regolamento non regoli una obbligazione per il suo intero valore a tempo debito. Il rischio di liquidità non implica che la controparte sia insolvente, dato che potrebbe essere in grado di regolare le obbligazioni di debito richieste in un momento successivo non determinato.

**Rischio di regolamento [*settlement risk*]:** un termine generico che indica il rischio che il regolamento nell'ambito di un sistema di trasferimento possa non aver luogo come previsto. Tale rischio può comprendere sia il **rischio di credito** sia il **rischio di liquidità**.

**Rischio sistemico [*systemic risk*]:** il rischio che l'inadempienza di un partecipante a un sistema di trasferimento fondi o consegna contro pagamento, o in generale ai mercati finanziari, nel rispettare le obbligazioni cui è tenuto renda altri partecipanti o istituzioni finanziarie incapaci di assolvere a tempo debito le proprie (incluse quelle di regolamento in un sistema di trasferimento fondi). Una tale inadempienza potrebbe causare significativi problemi di credito o di liquidità e, come conseguenza, mettere a rischio la stabilità dei mercati finanziari.

**Riserva obbligatoria [*reserve requirement*]:** ammontare minimo che le **istituzioni creditizie** devono detenere a titolo di riserva presso l'**Eurosistema**. L'ottemperanza a tale obbligo viene valutata sulla base della media dei saldi giornalieri di un **periodo di mantenimento** di circa un mese.

**Riserve ufficiali dell'Eurosistema [*Eurosystem's international reserves*]:** comprendono le attività di riserva della **BCE** e delle **BCN** dei paesi dell'**area dell'euro**. In conformità con la definizione dell'FMI, le attività di riserva devono essere sotto l'effettivo controllo della competente autorità monetaria, sia essa la BCE o la BCN di uno dei paesi dell'area. Esse comprendono crediti verso non residenti nell'area dell'euro denominati in valuta estera (cioè diversa dall'**euro**), altamente liquidi, negoziabili e con elevato merito di credito, oltre alle riserve auree, ai diritti speciali di prelievo e alle posizioni di riserva delle **BCN** dell'area dell'euro presso il Fondo monetario internazionale.

**Saldo primario [*primary balance*]:** saldo del bilancio pubblico da cui sono esclusi gli interessi passivi.

**Scarto di garanzia [*valuation haircut*]:** una misura di controllo del rischio applicata alle attività sottostanti utilizzate nelle **operazioni temporanee** che comporta, nel calcolo del valore di tali attività da parte della banca centrale, la sottrazione di una certa percentuale (scarto) dal valore di mercato. L'**Eurosistema** applica gli scarti di garanzia in base alle caratteristiche delle specifiche attività, quale la loro scadenza residua.

**Sistema di deposito accentrato (SDA) [*central securities depository (CSD)*]:** ente preposto al deposito e alla gestione accentrati dei titoli, che consente di effettuare trasferimenti di valori mobiliari mediante scritturazione contabile. I titoli possono essere detenuti in forma materiale ma immobilizzata oppure dematerializzata (ossia esclusivamente tramite scritturazioni contabili). In aggiunta alle funzioni di custodia e amministrazione dei titoli uno SDA può anche svolgere funzioni di compensazione e regolamento.

**Sistema di regolamento delle transazioni in titoli (SRT) [securities settlement system (SSS)]:** sistema che consente la detenzione e il trasferimento di titoli o di altre attività finanziarie gratuitamente o dietro pagamento (consegna contro pagamento).

**Sistema europeo dei conti 1995 (SEC 95) [European System of Accounts 1995 (ESA 95)]:** sistema di definizioni e classificazioni statistiche uniformi, atte a fornire una descrizione quantitativa armonizzata delle economie degli Stati membri. Esso costituisce il corrispondente comunitario del sistema mondiale di conti nazionali 1993 (SCN 93).

**Sistema europeo di banche centrali (SEBC) [European System of Central Banks (ESCB)]:** il SEBC è composto dalla BCE e dalle BCN dei quindici Stati membri dell'UE; comprende, pertanto, oltre all'**Eurosistema**, anche le banche centrali nazionali degli Stati membri che non hanno ancora introdotto l'**euro**. Il SEBC è governato dal **Consiglio direttivo** e dal **Comitato esecutivo** della BCE e, come terzo organo decisionale della BCE, dal **Consiglio generale**.

**Sistema di regolamento lordo in tempo reale (RTGS) [real-time gross settlement system (RTGS)]:** sistema di regolamento in cui l'esecuzione e il regolamento avvengono per ogni singola transazione (ossia senza compensazione) in tempo reale (ossia in modo continuativo); cfr. **Target**.

**Stabilità dei prezzi [price stability]:** il mantenimento della stabilità dei prezzi è l'obiettivo primario dell'**Eurosistema**. Il **Consiglio direttivo** definisce la stabilità dei prezzi come un aumento sui dodici mesi dell'**indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)** per l'**area dell'euro** inferiore al 2 per cento. Il Consiglio ha inoltre chiarito che, nel perseguimento della stabilità dei prezzi, si prefigge lo scopo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento su un orizzonte di medio periodo.

**Target (Sistema transeuropeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale) [TARGET (Trans-European automated real-time gross settlement express transfer system)]:** sistema di regolamento lordo in tempo reale (**sistema RTGS**) per l'**euro**. È un sistema decentrato costituito dai quindici sistemi RTGS nazionali, dal meccanismo di pagamento della BCE (*ECB payment mechanism*, EPM) e dal meccanismo di **interlinking**.

**Tassi di interesse bancari al dettaglio [retail bank interest rates]:** cfr. **Tassi di interesse delle IFM**.

**Tassi di cambio effettivi (TCE, nominali/reali) [effective exchange rates (EERs, nominal/real)]:** i TCE nominali dell'**euro** sono medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro nei confronti delle valute dei partner commerciali dell'area. La BCE pubblica gli indici del TCE nominale dell'euro nei confronti delle valute di un gruppo ristretto e di un gruppo esteso di partner commerciali. I pesi utilizzati riflettono la quota di ciascun partner nel commercio dell'area. I tassi di cambio effettivi reali si ottengono dai TCE nominali, corretti per la differenza tra l'andamento di un indice ponderato di prezzo o di costo estero e quello del corrispondente indice interno; essi misurano pertanto la competitività di prezzo o di costo.

**Tassi di interesse delle IFM [MFI interest rates]:** tassi di interesse applicati dalle **istituzioni creditizie** e da altre istituzioni residenti a depositi e prestiti in euro che hanno come controparte famiglie e imprese non finanziarie residenti nell'**area dell'euro**. I requisiti riguardanti le statistiche sui tassi di interesse delle IFM sono stabiliti nel Regolamento BCE/2001/18 del 20 dicembre 2001.

**Tassi di interesse di riferimento della BCE [key ECB interest rates]:** i tassi di interesse della **Banca centrale europea (BCE)** che riflettono l'orientamento della politica monetaria della BCE e che vengono fissati dal **Consiglio direttivo**. Attualmente i tassi di interesse di riferimento della BCE sono il **tasso minimo di offerta** sulle **operazioni di rifinanziamento principali**, il tasso di interesse sulle **operazioni di rifinanziamento marginali** e quello sui **depositi presso la banca centrale**.

**Tasso di interesse [interest rate]:** l'ammontare che un debitore deve pagare al creditore, su di un periodo di tempo determinato, in relazione all'ammontare del capitale iniziale del prestito, del deposito o del titolo di debito, generalmente espresso come percentuale annua.

**Tasso minimo di offerta [minimum bid rate]:** limite inferiore fissato per i **tassi di interesse** a cui le **controparti** possono presentare le proprie offerte nelle aste a tasso variabile delle **operazioni di rifinanziamento principali**. E' uno dei **tassi di interesse di riferimento della BCE** che riflette l'orientamento di politica monetaria.

**Titoli azionari [equity securities]:** rappresentano la proprietà di una quota societaria. Comprendono le azioni scambiate in borsa (azioni quotate), le azioni non quotate e altre partecipazioni. I titoli azionari di norma producono un reddito sotto forma di dividendi.

**Titoli di debito [debt securities]:** rappresentano una promessa da parte dell'emittente (il prenditore) a effettuare uno o più pagamenti al detentore (il prestatore) a una determinata data o a determinate date future. Essi recano solitamente uno specifico tasso di interesse (la cedola) e/o sono collocati con uno sconto rispetto all'ammontare dovuto alla scadenza. I titoli di debito con scadenza originaria superiore a un anno sono classificati come titoli a lungo termine.

**Trattamento interamente automatizzato [straight-through processing (STP)]:** il trattamento automatizzato da mittente a beneficiario dei trasferimenti per pagamenti o transazioni che include il perfezionamento automatico di generazione, conferma, compensazione e regolamento delle istruzioni.

**Trattato [Treaty]:** il termine si riferisce al Trattato che istituisce la Comunità europea, firmato a Roma il 25 marzo 1957 ed entrato in vigore il 1° gennaio 1958. Il Trattato, anche noto come Trattato di Roma, prevedeva la creazione della Comunità economica europea (CEE), attualmente denominata Comunità europea (CE). Il Trattato sull'Unione europea (a cui si fa spesso riferimento come Trattato di Maastricht) è stato siglato a Maastricht il 7 febbraio 1992 ed è entrato in vigore il 1° novembre 1993. Esso ha emendato il Trattato che istituisce la Comunità europea, ponendo in essere l'Unione europea. Il Trattato che istituisce la Comunità europea e quello sull'Unione europea sono stati emendati dal Trattato di Amsterdam, sottoscritto il 2 ottobre 1997 ed entrato in vigore il 1° maggio 1999. Più recentemente il Trattato di Nizza, firmato il 26 febbraio 2001 ed entrato in vigore il 1° febbraio 2003, ha emendato sia il Trattato che istituisce la Comunità europea sia il Trattato sull'Unione europea.

**Unione economica e monetaria (UEM) [Economic and Monetary Union (EMU)]:** il **Trattato** definisce le tre fasi del processo di realizzazione dell'UEM nell'Unione europea. La Prima fase è iniziata nel luglio 1990 e si è conclusa il 31 dicembre 1993: essa è stata caratterizzata principalmente dallo smantellamento di tutte le barriere interne alla libera circolazione dei capitali in seno all'Unione europea. La Seconda fase, avviata il 1° gennaio 1994, ha comportato, tra l'altro, la costituzione dell'**Istituto monetario europeo (IME)**, il divieto di finanziamento al settore pubblico da parte delle banche centrali e di accesso privilegiato alle istituzioni finanziarie per il

settore pubblico e l'obbligo di evitare disavanzi pubblici eccessivi. La Terza fase si è aperta il 1° gennaio 1999 con il trasferimento delle competenze monetarie alla **BCE** e l'introduzione dell'**euro**. La sostituzione del contante in euro il 1° gennaio 2002 ha completato il processo di costruzione dell'UEM.

**Volatilità implicita [*implied volatility*]:** misura della variabilità attesa (deviazione standard in termini di variazioni percentuali annualizzate) dei prezzi, ad es., dei titoli di debito o delle azioni (o dei contratti *future* corrispondenti), desunta dai prezzi delle **opzioni**.

**Valore di riferimento per la crescita di M3 [*reference value for M3 growth*]:** tasso di crescita sui dodici mesi di **M3** nel medio periodo coerente con il mantenimento della **stabilità dei prezzi**. Attualmente il valore di riferimento per la crescita sui dodici mesi di M3 è pari al 4½ per cento.

