



BANCA CENTRALE EUROPEA

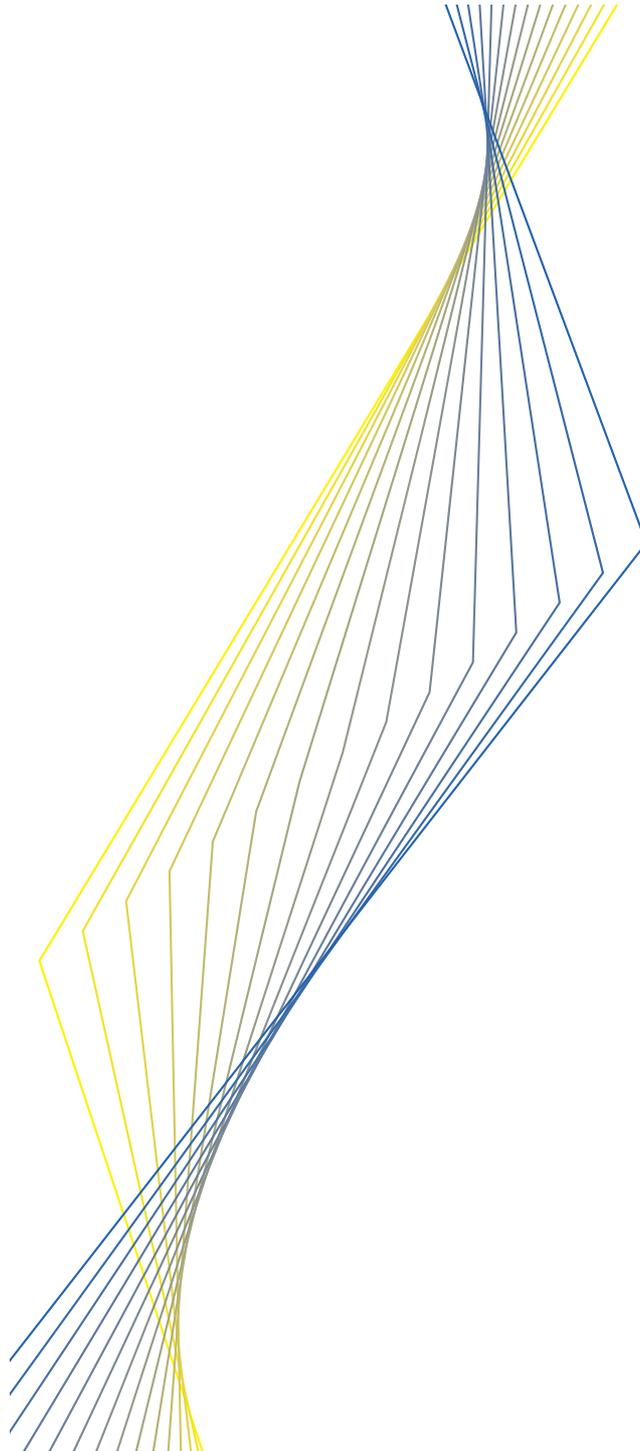
ECB EZB EKT BCE EKP

# RAPPORTO ANNUALE

2002



BANCA CENTRALE EUROPEA



**RAPPORTO  
ANNUALE**

2002

© Banca Centrale Europea, 2003

<b>Indirizzo</b>	<b>Kaiserstrasse 29 D-60311 Frankfurt am Main Germany</b>
<b>Indirizzo postale</b>	<b>Postfach 16 03 19 D-60066 Frankfurt am Main Germany</b>
<b>Telefono</b>	<b>+49 69 1344 0</b>
<b>Internet</b>	<b><a href="http://www.ecb.int">http://www.ecb.int</a></b>
<b>Fax</b>	<b>+49 69 1344 6000</b>
<b>Telex</b>	<b>411 144 ecb d</b>

*Tutti i diritti riservati. Traduzione a cura della Banca d'Italia.*

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

*Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate al 28 febbraio 2003.*

ISSN 1561-4530 (stampa)

ISSN 1725-2903 (online)

# Indice

<b>Prefazione</b>	<b>2</b>
-------------------	----------

---

## Capitolo I

### L'evoluzione economica e la politica monetaria

<b>1 Le decisioni di politica monetaria nel 2002: uno sguardo d'insieme</b>	<b>8</b>
<b>2 Gli andamenti monetari e finanziari</b>	<b>14</b>
2.1 Gli andamenti monetari	14
2.2 I mercati finanziari	19
<b>3 I prezzi</b>	<b>37</b>
<b>4 La produzione, la domanda e il mercato del lavoro</b>	<b>45</b>
<b>5 La finanza pubblica</b>	<b>52</b>
<b>6 Il contesto macroeconomico internazionale, i tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti</b>	<b>57</b>

---

## Capitolo II

### Le operazioni dell'Eurosistema come banca centrale

<b>1 L'attuazione della politica monetaria</b>	<b>72</b>
1.1 Sintesi	72
1.2 La gestione della liquidità	73
1.3 Le operazioni di mercato aperto	75
1.4 Le operazioni attivabili su iniziativa delle controparti	76
1.5 Il regime della riserva obbligatoria	77
1.6 Le attività stanziabili	78
1.7 L'attività nel mercato monetario	80
<b>2 L'attività sul mercato dei cambi e la gestione delle riserve valutarie e dei fondi propri della BCE</b>	<b>81</b>
2.1 Le operazioni sul mercato dei cambi	81
2.2 La gestione delle riserve valutarie	81
2.3 La gestione dei fondi propri	82
2.4 L'organizzazione della gestione delle riserve valutarie e dei fondi propri della BCE	83

## Capitolo III

### La gestione dei rischi

<b>1 Sintesi</b>	86
<b>2 Le operazioni di politica monetaria</b>	86
<b>3 Il quadro di riferimento per la gestione dei rischi connessi con le operazioni di politica monetaria</b>	87
<b>4 L'attività di investimento</b>	89
<b>5 Il quadro di riferimento per la gestione dei rischi connessi con l'attività di investimento</b>	89

---

## Capitolo IV

<b>L'evoluzione economica negli altri paesi dell'Unione europea</b>	94
---	----

---

## Capitolo V

### Le tematiche europee e la cooperazione internazionale

<b>1 Le tematiche europee</b>	106
1.1 L'attuazione del Patto di stabilità e crescita	107
1.2 Proposte per rafforzare e snellire i processi di coordinamento delle politiche economiche	108
1.3 La Convenzione sul futuro dell'Europa	110
1.4 La riforma dei mercati finanziari	111
<b>2 La cooperazione internazionale</b>	112
2.1 La sorveglianza multilaterale e bilaterale delle politiche macroeconomiche	112
2.2 Il monitoraggio degli andamenti nei mercati finanziari mondiali	113
2.3 Le relazioni con l'FMI e consessi collegati	114
2.4 La cooperazione con le regioni confinanti con l'UE	115
2.5 La cooperazione con l'Asia e il Pacifico e con l'America latina	117

---

## Capitolo VI

### L'allargamento dell'Unione europea

<b>1 Introduzione</b>	122
<b>2 Principali aspetti economici, giuridici e istituzionali</b>	122
2.1 La convergenza reale	123
2.2 La convergenza giuridica e istituzionale	124
2.3 La convergenza nominale	125

2.4	Le strategie di politica monetaria e del cambio	126
2.5	L'evoluzione del settore finanziario	128
2.6	Osservazioni conclusive	129
<b>3</b>	<b>I preparativi per l'adesione</b>	<b>129</b>
3.1	I preparativi degli organi decisionali e dei comitati del SEBC	129
3.2	Il capitale della BCE e i tetti delle riserve valutarie	130
3.3	Il Piano d'azione	131
3.4	La valutazione delle infrastrutture di pagamento e di compensazione e regolamento delle operazioni in titoli nei paesi candidati	131
3.5	L'accordo di riservatezza con le banche centrali dei paesi candidati	131
3.6	La cooperazione nell'area del monitoraggio sulla contraffazione delle banconote	132
3.7	La cooperazione nelle attività di banca centrale	132

---

## Capitolo VII

### La produzione e l'emissione delle banconote

<b>I</b>	<b>L'introduzione delle banconote e delle monete in euro e l'evoluzione della circolazione</b>	<b>136</b>
1.1	La consegna anticipata di prima e di seconda istanza delle banconote e delle monete in euro nel 2001	136
1.2	L'introduzione delle banconote e delle monete metalliche in euro durante il periodo di sostituzione del contante	136
1.3	L'evoluzione delle banconote e delle monete in euro in circolazione nel resto del 2002	137
1.4	Il ritiro delle valute nazionali	138
<b>2</b>	<b>La produzione delle banconote e delle monete in euro</b>	<b>138</b>
2.1	La produzione delle banconote in euro	138
2.2	La gestione delle scorte e la costituzione di una Scorta strategica dell'Eurosistema	139
2.3	Il sostegno alla produzione delle monete in euro	139
<b>3</b>	<b>La politica comune dell'Eurosistema per la gestione del contante</b>	<b>140</b>
3.1	La politica tariffaria dell'Eurosistema e l'approccio comune in materia di orari di apertura e di regole relative all'addebito e all'accredito per i servizi di cassa presso gli sportelli delle BCN	140
3.2	Fissazione dei criteri generali per l'utilizzo delle apparecchiature di introito e di esito del contante nell'area dell'euro	140
<b>4</b>	<b>La protezione delle banconote in euro contro la contraffazione</b>	<b>141</b>

## Capitolo VIII

### I sistemi di pagamento e di regolamento delle transazioni in titoli

<b>1</b>	<b>L'operatività dei sistemi di pagamento e regolamento dell'Eurosistema</b>	147
1.1	Il sistema Target	147
1.2	Il modello di banche centrali corrispondenti	149
<b>2</b>	<b>Gli aspetti generali in tema di sorveglianza sui sistemi di pagamento</b>	150
<b>3</b>	<b>I sistemi di pagamento all'ingrosso</b>	151
3.1	L'evoluzione degli altri sistemi di pagamento all'ingrosso in euro	151
3.2	<i>Continuous Link Settlement</i>	151
<b>4</b>	<b>I servizi di pagamento al dettaglio</b>	152
<b>5</b>	<b>I sistemi di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli</b>	153
5.1	La valutazione dei sistemi di regolamento delle transazioni in titoli	154
5.2	Il consolidamento dell'infrastruttura europea	154
5.3	La collaborazione con il <i>Committee of European Securities Regulators</i>	154
<b>6</b>	<b>Le altre attività</b>	155

---

## Capitolo IX

### La stabilità finanziaria e la vigilanza

<b>1</b>	<b>Struttura, risultati e rischi nel settore bancario</b>	158
<b>2</b>	<b>Gli assetti istituzionali per la stabilità finanziaria e la vigilanza</b>	161
<b>3</b>	<b>La regolamentazione del settore bancario e finanziario</b>	164

---

## Capitolo X

### Il quadro di riferimento per le statistiche

<b>1</b>	<b>Introduzione</b>	170
<b>2</b>	<b>Le statistiche monetarie e bancarie e quelle sui mercati finanziari</b>	170
<b>3</b>	<b>Le statistiche sulla bilancia dei pagamenti, le riserve ufficiali, la posizione patrimoniale verso l'estero e i tassi di cambio effettivi</b>	172
<b>4</b>	<b>I conti finanziari</b>	173
<b>5</b>	<b>Le statistiche sulla finanza pubblica</b>	173

<b>6</b>	<b>Le statistiche economiche generali</b>	173
<b>7</b>	<b>La cooperazione con la Commissione europea e le istituzioni internazionali</b>	174

---

## Capitolo XI

### Altri compiti e attività

<b>1</b>	<b>Funzioni consultive</b>	178
<b>2</b>	<b>Rispetto dei divieti concernenti il finanziamento monetario e l'accesso privilegiato</b>	180
<b>3</b>	<b>La gestione delle operazioni di prestito e indebitamento per conto della Comunità europea</b>	181

---

## Capitolo XII

### L'attività di comunicazione esterna e la responsabilità per il proprio operato

<b>1</b>	<b>La politica e le attività di comunicazione della BCE</b>	184
1.1	L'attività di comunicazione	184
1.2	Argomenti importanti nella comunicazione nel 2002	185
<b>2</b>	<b>Lo scambio di informazioni e di opinioni con il Parlamento europeo</b>	186
2.1	Sintesi delle relazioni fra la BCE e il Parlamento europeo	186
2.2	La posizione della BCE su alcune questioni specifiche sollevate durante gli incontri con il Parlamento europeo	187

---

## Capitolo XIII

### L'assetto istituzionale dell'Eurosistema e del Sistema europeo di banche centrali

<b>1</b>	<b>L'Eurosistema e il Sistema europeo di banche centrali</b>	193
<b>2</b>	<b>Gli organi decisionali della BCE</b>	194
2.1	Il Consiglio direttivo	194
2.2	Il Comitato esecutivo	197
2.3	Il Consiglio generale	198
<b>3</b>	<b>L'organizzazione della BCE</b>	200
3.1	Le regole di amministrazione e di controllo	200
3.2	La gestione delle risorse umane	201
3.3	L'organigramma della BCE	203
3.4	La sede della BCE	204

<b>4</b>	<b>Il “Dialogo sociale” nell’ambito del SEBC</b>	<b>204</b>
<b>5</b>	<b>I Comitati del SEBC</b>	<b>204</b>

---

## Capitolo XIV

### Conti annuali della BCE e stato patrimoniale consolidato dell’Eurosistema per il 2002

<b>1</b>	<b>Stato patrimoniale al 31 dicembre 2002</b>	<b>208</b>
<b>2</b>	<b>Conto economico per l’esercizio terminato il 31 dicembre 2002</b>	<b>210</b>
<b>3</b>	<b>Criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio</b>	<b>211</b>
<b>4</b>	<b>Note allo stato patrimoniale</b>	<b>215</b>
<b>5</b>	<b>Note al conto economico</b>	<b>220</b>
<b>6</b>	<b>Rapporto dei revisori</b>	<b>223</b>
<b>7</b>	<b>Nota sulla distribuzione degli utili</b>	<b>224</b>
<b>8</b>	<b>Stato patrimoniale consolidato dell’Eurosistema al 31 dicembre 2002</b>	<b>226</b>

---

<b>Strumenti giuridici adottati dalla Banca centrale europea nel 2002</b>	<b>229</b>
---	------------

---

<b>Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea</b>	<b>231</b>
--	------------

---

### Allegati

Cronologia delle misure di politica monetaria	246
Glossario	248

### Elenco dei riquadri, delle tavole e delle figure

#### Riquadri

<b>1</b>	<b>Gli effetti sulla volatilità del mercato monetario della decisione del Consiglio direttivo della BCE di passare a valutazioni mensili dell’orientamento di politica monetaria</b>	<b>12</b>
	Figura: Struttura a termine della volatilità dei tassi di interesse	13
<b>2</b>	<b>Il sensibile aumento della variabilità dei corsi azionari nell’area dell’euro nel 2002</b>	<b>27</b>
	Figura A: Variazione giornaliera assoluta dell’indice Dow Jones Euro Stoxx (1992-2002)	27
	Figura B: Indice Dow Jones Euro Stoxx e inverso della volatilità implicita (1998-2002)	28
<b>3</b>	<b>La determinazione dei tassi sui prestiti bancari nell’area dell’euro</b>	<b>35</b>
	Figura: Prestiti bancari alle imprese e differenziali con le obbligazioni nell’area dell’euro	36

4	Effetti dell'introduzione delle banconote e delle monete in euro sui prezzi al consumo	40
	Figura A: Prezzi praticati da ristoranti e bar	41
	Figura B: Prezzi praticati dai parrucchieri	41
	Figura C: Inflazione percepita, attesa ed effettiva misurata sullo IAPC	42
5	I progressi delle riforme strutturali del mercato del lavoro e dei beni e servizi nell'area dell'euro sono stati limitati	51
6	La finanza pubblica e la stabilizzazione economica	56
7	Evoluzione degli squilibri negli Stati Uniti	58
	Figura A: Conto corrente e posizione netta sull'estero degli Stati Uniti	58
	Figura B: Quota dei consumi finanziati con debito	58
	Figura C: Debito delle famiglie	59
8	Evoluzione delle attività di fusione e acquisizione internazionali fra il 1990 e il 2002	65
	Figura A: Valore totale delle operazioni di fusione e acquisizione	66
	Figura B: Collocazione geografica delle operazioni di fusione e acquisizione dell'area dell'euro e degli Stati Uniti	66
	Figura C: Operazioni di fusione e acquisizione bilaterali tra Stati Uniti e area dell'euro	67
	Figura D: Operazioni di fusione e acquisizione per settore, 1997-2002	67
	Figura E: Fusioni e acquisizioni bilaterali tra Stati Uniti e area dell'euro nel settore tecnologico	68
9	La procedura di consultazione sulle misure atte ad accrescere l'efficienza dell'assetto operativo per la conduzione della politica monetaria	74
10	Procedure di consultazione nel 2002	178
	(a) Consultazioni da parte degli Stati membri	178
	(b) Consultazioni da parte di istituzioni europee	180
11	La Campagna di informazione Euro 2002	185

## Tavole

1	Componenti di M3	16
2	Contropartite di M3	18
3	Composizione settoriale delle consistenze delle obbligazioni denominate in euro emesse da residenti nell'area dell'euro	21
4	Indebitamento dei settori non finanziari dell'area dell'euro	22
5	Prestiti delle IFM alle famiglie e alle società non finanziarie	24
6	Prezzi e costi nell'area dell'euro	38
7	Crescita del PIL in termini reali e delle sue componenti nell'area dell'euro	45
8	Produzione industriale nell'area dell'euro	48
9	Evoluzione del mercato del lavoro nell'area dell'euro	49
10	Posizioni di bilancio nell'area dell'euro	53
11	Indicatori macroeconomici per la Danimarca	94
12	Indicatori macroeconomici per la Svezia	98
13	Indicatori macroeconomici per il Regno Unito	101
14	Tassi di crescita del PIL	123
15	Indicatori di base per i paesi candidati	124
16	Inflazione al consumo	126
17	Strategie di politica monetaria e del cambio nei paesi candidati	127
18	L'assegnazione della produzione di banconote nel 2002	139
19	Pagamenti gestiti da Target	147
20	Punte di massima attività in Target nel 2002	147

## Figure

1	Tassi di interesse della BCE e tassi di mercato monetario	8
2	Crescita di M3 e valore di riferimento	14
3	Misure del <i>gap</i> monetario nominale e reale	15
4	Variazioni di M3 e delle sue contropartite	17
5	Consistenze delle obbligazioni denominate in euro emesse da residenti nell'area dell'euro	20
6	Indebitamento dei settori non finanziari dell'area dell'euro	23
7	Rapporto tra indebitamento e PIL dei settori non finanziari dell'area dell'euro	23
8(a)	Corsi azionari nell'area dell'euro, negli Stati Uniti e in Giappone	25
8(b)	Volatilità implicita degli indici azionari per l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Giappone	25
9	Tassi di interesse a breve termine nell'area dell'euro e pendenza della curva dei rendimenti del mercato monetario	29
10	Tassi <i>future</i> sull'Euribor a tre mesi e volatilità implicita nelle relative opzioni	30
11(a)	Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine nell'area dell'euro, negli Stati Uniti e in Giappone	31
11(b)	Differenziale tra i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine degli Stati Uniti e dell'area dell'euro	31
12	Tasso di interesse reale e tasso di inflazione di pareggio relativi allo IAPC dell'area dell'euro	32
13	Tassi di interesse bancari al dettaglio a breve termine e tasso di mercato comparabile	34
14	Tassi di interesse bancari al dettaglio a lungo termine e tasso di mercato comparabile	34
15	Contributi alla crescita dello IAPC nell'area dell'euro	37
16	Dinamica delle componenti dello IAPC nell'area dell'euro	39
17	Scomposizione dei prezzi alla produzione dei beni industriali per l'area dell'euro	44
18	CLUP, redditi per addetto e produttività nell'area dell'euro	44
19	Contributi alla crescita trimestrale del PIL in termini reali nell'area dell'euro	46
20	Indicatori del clima di fiducia nell'area dell'euro	47
21	Esportazioni di beni e produzione industriale nell'area dell'euro	48
22	Disoccupazione nell'area dell'euro	50
23	Tassi di cambio effettivi dell'euro nominali e reali	62
24	Saldo di conto corrente e commercio in beni dell'area dell'euro	63
25	Commercio dei paesi dell'area dell'euro con il resto del mondo, in volume	64
26	Commercio dei paesi dell'area dell'euro con il resto del mondo, indici di valore unitario	64
27	Flussi totali netti di investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro	65
28	Determinanti della posizione di liquidità e ricorso alle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti nell'area dell'euro nel 2002	73
29	Attività di primo livello stanziabili nelle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema	79
30	Utilizzo delle attività come garanzia nelle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema	80
31	Indicatori economici e finanziari per l'area dell'euro e per gli altri paesi UE	95
32	Tassi di cambio bilaterali rispetto all'euro delle valute dei paesi UE non aderenti all'euro	96
33	Banconote in euro in circolazione nel 2002	137
34	Banconote in circolazione nel periodo 2000-2002	138
35	Quote delle garanzie transfrontaliere in percentuale delle garanzie totali fornite all'Eurosistema	149

## Siglarlo

### 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

BCE	Banca centrale europea
BCN	banche centrali nazionali
BRI	Banca dei regolamenti internazionali
CD	certificati di deposito
c.i.f.	costo, assicurazione e nolo al confine del paese dell'importatore
ECU	unità monetaria europea
EER	tasso di cambio effettivo
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)
NACE Rev. I	classificazione statistica delle attività economiche nella Comunità europea
p.c.t.	pronti contro termine
PIL	prodotto interno lordo
SEBC	Sistema europeo di banche centrali
SEC95	Sistema europeo di conti nazionali 1995
SITC rev. 3	Standard International Trade Classification (3ª revisione)
UE	Unione europea
ULCM	costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) nel settore manifatturiero

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

## Didascalie delle fotografie del Rapporto annuale 2002

1	Festa dell'euro organizzata il 18 gennaio 2002 per celebrare l'introduzione della moneta unica.	6
2	Conferenza stampa successiva alla riunione esterna del Consiglio direttivo tenutasi il 7 febbraio 2002 a Maastricht per segnare il decimo anniversario della firma del Trattato di Maastricht. Il Presidente Duisenberg dichiara che si dimetterà dall'incarico nel 2003. L'edificio del Limburg Government di Maastricht dove si è tenuta la riunione.	70
3	Il Presidente della BCE, Willem F. Duisenberg, riceve il <i>Premio Internazionale Charlemagne Aachen 2002</i> conferito all'euro durante la cerimonia di premiazione presso lo storico municipio di Aachen.	84
4	Ragazzi visitano la BCE il 13 maggio 2002.	92
5	Christian Noyer e Lucas Papademos, l'ex e l'attuale Vicepresidente della BCE. Cerimonia di commiato del 28 maggio 2002 per il Vicepresidente Christian Noyer.	104
6	Lo scrittore olandese Harry Mulisch legge estratti dal suo ultimo libro in occasione delle Giornate dedicate alla Cultura olandese nel mese di settembre 2002. Presentazione dell'opera dell'architetto spagnolo Antoni Gaudí durante le Giornate dedicate alla Cultura spagnola nel maggio 2002.	120
7	Mostra fotografica della BCE <i>The Making of the Euro</i> presso il Banco de España a Madrid e a Barcellona nell'estate del 2002.	134
8	Inaugurazione della Scuola europea a Francoforte sul Meno il 5 settembre 2002.	144
9	Riunione del Consiglio direttivo presso la Eurotower il 26 settembre 2002.	156
10	Stand dell'Eurosistema presso la Fiera dei servizi finanziari <i>Sibos 2002</i> , tenutasi a Ginevra dal 30 settembre al 4 ottobre.	168
11	Seconda conferenza della BCE sull'attività di banca centrale, tenutasi a Francoforte il 24 e 25 ottobre 2002.	176
12	La giuria del concorso internazionale di architettura per la costruzione della nuova sede della BCE visita il nuovo sito a Francoforte, la Grossmarkthalle. Il primo incontro della giuria il 30 e 31 ottobre 2002.	182
13	Mostra fotografica della BCE <i>The Making of the Euro</i> presso la sede centrale della Banca nazionale di Polonia a Varsavia dal 2 dicembre 2002 al 15 gennaio 2003. Eugenio Domingo Solans, membro del Comitato esecutivo della BCE, e Leszek Balcerowicz, Presidente della Banca nazionale di Polonia, inaugurano la mostra.	190
14	Mostra <i>Contemporary Art from Portugal</i> presso la BCE il 4 dicembre 2002. Vítor Constâncio, governatore del Banco de Portugal, e Lucas Papademos, Vicepresidente della BCE, inaugurano la mostra.	206

## **Prefazione**



Per molti versi il 2002 è stato un altro anno storico nel processo di integrazione europea. Lo ha contraddistinto innanzitutto l'introduzione, il 1° gennaio, delle banconote e delle monete in euro, che ha rappresentato l'ultimo passo verso il completamento dell'Unione economica e monetaria (UEM). Per la sua natura complessa e ambiziosa, questa impresa senza precedenti poteva essere portata a termine in modo rapido e ordinato soltanto con una preparazione sistematica e il coordinamento di tutte le parti interessate. È stato pertanto fondamentale assicurarsi la stretta collaborazione, fin dalle fasi preliminari, non soltanto delle istituzioni dell'Unione europea (UE), dell'Eurosistema e delle autorità nazionali, ma anche del settore bancario e di altri operatori, quali le società di trasporto valori, gli esercizi commerciali al dettaglio e le imprese che producono e gestiscono distributori automatici. La sostituzione del contante ha inoltre imposto un considerevole sforzo organizzativo, logistico, tecnico ed economico a tutti coloro che usano o trattano banconote e monete. Soprattutto, comunque, il successo del programma di conversione è dipeso dall'atteggiamento favorevole e dalla pronta accettazione dell'euro da parte dei 300 milioni di cittadini dell'area, che hanno

accolto senza riserve la loro nuova moneta e con essa l'idea di un'Europa più integrata.

Il secondo evento fondamentale del 2002 è stata la decisione, adottata dai capi di Stato o di governo dell'UE a dicembre ma non ancora ratificata, di ammettere dieci nuovi paesi nell'Unione a partire dal 2004. L'allargamento ha un carattere storico sotto tre profili. Innanzitutto, segna chiaramente la fine delle fratture che avevano diviso l'Europa postbellica e assume pertanto una profonda valenza politica. In secondo luogo, è il più ampio mai intrapreso dall'Unione. Infine, rispetto ai precedenti, presenta disparità di condizione molto superiori tra i paesi che entreranno a far parte dell'UE, in quanto gran parte di essi si trova ancora in fase di transizione verso un'economia di mercato pienamente realizzata. Tutto ciò costituisce una notevole sfida per gli attuali Stati membri e per quelli futuri.

I tempi con cui i nuovi Stati membri adotteranno la moneta unica, una volta entrati a far parte dell'UE, dipenderanno dalla rapidità con cui saranno in grado di soddisfare i criteri di convergenza previsti per l'ingresso nell'area dell'euro. Differenze negli sviluppi delle rispettive economie potrebbero far sì che essi non introducano l'euro contemporaneamente. Nondimeno, una delle priorità principali dell'Eurosistema consiste nel dotarsi dell'infrastruttura tecnica e istituzionale necessaria per un Sistema europeo di banche centrali (SEBC) ampliato a partire dal 2004, in linea con il calendario dell'allargamento dell'UE. Nel contesto dei preparativi per tale evento, il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) ha anche formulato una raccomandazione concernente l'adeguamento delle proprie modalità di voto in conformità con le corrispondenti disposizioni contenute nel Trattato di Nizza. Inoltre, l'Eurosistema ha già instaurato stretti rapporti con le banche centrali dei paesi aderenti e seguirà con crescente attenzione gli sviluppi di questi ultimi in campo economico, finanziario, istituzionale e giuridico. Il presente Rapporto annuale contiene pertanto un capitolo dedicato al processo di allargamento.

Nel 2002 la conduzione della politica monetaria è stata contraddistinta da un elevato grado di incertezza circa le prospettive economiche. L'inflazione, misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), si è collocata in media al 2,2 per cento, in lieve calo dal 2,4 del 2001 ma ancora leggermente al di sopra dei livelli coerenti con la definizione di stabilità dei prezzi adottata dalla BCE. La media annua del tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio M3 è salita da circa il 5<sup>1/2</sup> per cento del 2001 a oltre il 7, un valore notevolmente superiore a quello di riferimento, pari al 4<sup>1/2</sup> per cento. Tale andamento, riconducibile all'elevata volatilità dei mercati finanziari, ha riflesso in larga misura la preferenza degli investitori per attività finanziarie a breve termine liquide e meno rischiose; vi ha contribuito anche il livello relativamente contenuto dei tassi di interesse nell'area dell'euro durante il 2002. La robusta espansione degli aggregati monetari ha comportato l'accumularsi nell'area di una liquidità superiore a quella necessaria per finanziare una crescita sostenibile e non inflazionistica nel più lungo periodo. Nel complesso, tuttavia, a fronte dell'evoluzione relativamente moderata dell'attività e in considerazione della natura verosimilmente transitoria di parte delle riallocazioni di portafoglio a favore di strumenti compresi nell'aggregato M3, gli andamenti monetari complessivi nel 2002 non sono stati interpretati come segnali di rischio per la stabilità dei prezzi. Tale valutazione ha trovato conferma nella dinamica relativamente modesta del credito nel 2002.

La crescita economica dell'area dell'euro nel 2002 è stata, purtroppo, inferiore alle attese. Il tasso di espansione del PIL in termini reali è stato relativamente basso, seppure ancora positivo (0,8 per cento, rispetto all'1,4 dell'anno precedente). Sono prevalse condizioni economiche deboli, in presenza di livelli insolitamente elevati di incertezza ascrivibili a più fattori: le tensioni geopolitiche e i loro effetti sia sui corsi petroliferi sia sul clima di fiducia, gli andamenti sfavorevoli dei mercati dei capitali (che non hanno tuttavia messo a repentaglio la stabilità finanziaria dell'area dell'euro), il persistere di squilibri a livello

internazionale. In tale contesto, e sulla scorta del graduale rafforzamento dell'euro osservato nel 2002 e agli inizi del 2003, le spinte al rialzo sull'inflazione si sono attenuate, soprattutto nella seconda metà del periodo in esame. Ciò ha indotto il Consiglio direttivo a ridurre i tassi d'interesse di riferimento della BCE di 50 punti base nel dicembre 2002 e di altri 25 punti nel marzo 2003.

Nonostante l'andamento modesto dell'economia, l'inflazione nell'area dell'euro è rimasta relativamente sostenuta. A sospingere verso l'alto i prezzi nel 2002 hanno tuttavia concorso fattori temporanei o *una tantum*, quali effetti base legati al periodo di riferimento delle statistiche, aumenti delle imposte indirette e condizioni meteorologiche avverse. Inoltre, i salari hanno continuato a crescere nonostante l'incremento della disoccupazione, a riprova delle persistenti rigidità strutturali nel mercato del lavoro.

È un dato acquisito che parte degli aumenti dei prezzi rilevati lo scorso anno in alcuni paesi dell'area siano da mettere in relazione con la sostituzione del contante in euro. Tuttavia, la percezione dell'influenza del *changeover* sull'inflazione è stata molto maggiore rispetto all'impatto effettivo. I consumatori tendono a notare di più il rincaro di beni e servizi acquistati di frequente, piuttosto che variazioni di prezzo relativamente modeste, se non addirittura negative, di voci di spesa meno ricorrenti ma rappresentative di una percentuale superiore del bilancio familiare. Inoltre, all'introduzione dell'euro sono state erroneamente ricondotte pressioni concomitanti ma indipendenti esercitate da fattori quali le condizioni meteorologiche avverse osservate nell'inverno 2001-02. Gli effetti del *changeover* sui prezzi, complessivamente molto modesti, saranno verosimilmente transitori. Nel medio termine ci si attende che il passaggio alla moneta unica, aumentando la trasparenza dei prezzi tra i vari paesi dell'area ed elevando conseguentemente il grado di concorrenza, contribuisca a mantenere bassi gli incrementi dei prezzi.

Agli inizi del 2003 le prospettive per la stabilità dei prezzi a medio termine appaiono piuttosto favorevoli, purché la dinamica salariale permanga moderata. Resta inoltre valido uno dei messaggi principali del 2002, vale a dire la necessità di accelerare il ritmo delle riforme strutturali. Mercati del lavoro e dei beni e servizi maggiormente flessibili, infatti, comportano correzioni più rapide dei prezzi (semplificando così il compito delle autorità monetarie) e, più in generale, ne contengono gli incrementi.

Nonostante il difficile scenario entro il quale si colloca la formulazione della politica monetaria, il basso livello delle aspettative di inflazione a lungo termine e dei premi per il rischio attualmente osservati nei mercati obbligazionari sembrerebbero indicare la fiducia degli operatori economici nella capacità della BCE di mantenere la stabilità dei prezzi nel medio periodo. In un contesto di incertezza economica, la strategia di politica monetaria della BCE ha continuato a fornire un prezioso quadro di riferimento sia per il Consiglio direttivo, nell'adozione delle decisioni di politica monetaria appropriate, sia per i mercati finanziari e gli operatori economici, guidandone le attese sulle azioni di politica monetaria.

Le incertezze sugli sviluppi economici nel 2002 hanno messo in luce l'importanza di un quadro di politica macroeconomica orientato alla stabilità come punto di riferimento per gli operatori. Nel campo della politica monetaria, tale quadro assegna alla BCE l'obiettivo primario di mantenere la stabilità dei prezzi, senza condizionamenti esterni. In materia di politica di bilancio, il Trattato che istituisce la Comunità europea e il Patto di stabilità e crescita costituiscono un'ancora per le attese degli operatori economici. Questo schema concettuale è stato confermato anche dalla Convenzione europea, che sta redigendo un "Trattato che stabilisce una Costituzione per l'Europa", in preparazione della prossima Conferenza intergovernativa. L'adozione di tale Costituzione rappresenterebbe un passo importante per l'Europa, e rafforzerebbe ulteriormente il quadro di riferimento dell'UEM.

L'andamento della finanza pubblica nell'area dell'euro è stato generalmente deludente nell'anno in esame. L'incidenza media dell'indebitamento netto è salita al 2,2 per cento del PIL, dall'1,6 del 2001. Gran parte dei paesi non ha rispettato gli obiettivi di bilancio contenuti nei rispettivi programmi di stabilità. Nel novembre del 2002 e nel gennaio del 2003 il Consiglio Ecofin ha dichiarato l'esistenza di disavanzi eccessivi rispettivamente in Portogallo e Germania. Sempre in gennaio, esso ha inoltre adottato una raccomandazione di allarme preventivo rivolta alla Francia, al fine di cercare di evitare il determinarsi di un disavanzo eccessivo. Nel 2002 il disavanzo pubblico francese ha superato il valore di riferimento del 3 per cento del PIL stabilito nel Trattato.

Contrariamente a quanto viene spesso affermato, il Patto di stabilità e crescita non è una camicia di forza che costringe i paesi a perseguire politiche fiscali procicliche: una volta raggiunta una posizione di bilancio di medio termine prossima all'equilibrio o in avanzo, esso consente la flessibilità necessaria per il pieno funzionamento degli stabilizzatori automatici. I paesi che oggi faticano a risanare i conti pubblici sono quelli che negli anni scorsi, quando le condizioni economiche erano relativamente favorevoli, non hanno ridotto i propri disavanzi in misura sufficiente. I paesi che hanno rispettato le regole del Patto, invece, hanno oggi minori problemi di bilancio e traggono beneficio dal funzionamento ordinato degli stabilizzatori automatici. Per ovviare agli attuali squilibri fiscali, i paesi il cui disavanzo è vicino o superiore al 3 per cento del PIL devono adottare misure di risanamento delle finanze pubbliche che favoriscano la crescita, in modo da portare il saldo di bilancio in linea con quanto richiesto dal Patto.

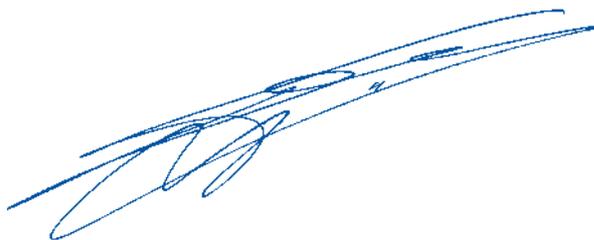
Il presente Rapporto annuale descrive in sintesi le attività svolte dalla BCE, dall'Eurosystema e dal SEBC nel 2002 e fornisce una visione d'insieme degli andamenti monetari, economici e finanziari che hanno contraddistinto l'area dell'euro nel 2002 e agli inizi del 2003. Alla fine del 2002 l'organico della BCE

si componeva di 1.105 unità, contro le 1.043 dell'anno precedente. Il numero dovrebbe salire a 1.263,5 nel corso del 2003, in particolare per soddisfare le esigenze legate all'allargamento del SEBC. Nel 2002 la BCE ha stretto un accordo con la città di Francoforte per l'acquisto di un terreno sul quale edificare la propria sede e ha successivamente bandito un concorso internazionale di architettura per lo sviluppo di quella che diventerà la propria sistemazione definitiva. Una volta completata, la nuova sede consentirà di riunire sotto lo stesso tetto tutti i dipendenti della BCE, oggi distribuiti in più edifici presi in locazione.

Questa è l'ultima premessa di un Rapporto annuale della BCE a recare la mia firma. Sono molto fiero di essere stato il primo Presidente della BCE e di aver avuto il privilegio e l'onore di sovrintendere agli anni formativi della Banca e dell'Eurosistema, caratterizzati da eventi storici quali l'avvio della Terza fase dell'UEM e l'introduzione delle banconote e delle monete in euro. Desidero ringraziare i colleghi del Comitato esecutivo, del Consiglio direttivo e del Consiglio generale per la loro proficua collaborazione in questi cinque anni. Esprimo inoltre tutta la mia gratitudine ai membri del Parlamento europeo, in particolare ai componenti della Commissione per

i problemi economici e monetari, nonché al Consiglio europeo, al Consiglio Ecofin e alla Commissione europea. Un ringraziamento assolutamente non meno sentito giunga anche ai dipendenti della BCE e delle banche centrali nazionali dell'Eurosistema, per il loro sostegno costante e per l'impegno dimostrato nel rendere un successo l'introduzione dell'euro e il funzionamento dell'Unione monetaria. Sono estremamente orgoglioso di avere lavorato con loro a questo progetto unico e di portata storica. Ma soprattutto vorrei ringraziare i cittadini europei per aver dato fiducia all'euro e al suo custode. Vi assicuro che, ora e in futuro, la BCE si adopererà per essere all'altezza delle loro attese e continuerà a preservare il potere d'acquisto della nostra moneta a beneficio di tutti.

Francoforte sul Meno, marzo 2003



Willem F. Duisenberg



gennaio 2002



*Festa dell'euro organizzata il 18 gennaio 2002 per celebrare l'introduzione della moneta unica*

# Capitolo I

## **L'evoluzione economica e la politica monetaria**

## I Le decisioni di politica monetaria nel 2002: uno sguardo d'insieme

Nel 2002 la politica monetaria ha operato in un contesto caratterizzato da notevole incertezza. I segnali sull'andamento dell'inflazione nel medio periodo sono stati talvolta contrastanti e soggetti a variazioni. Dopo il rallentamento dell'attività economica durante tutto il 2001, ulteriormente aggravato dagli shock negativi al clima di fiducia connessi agli attacchi terroristici di settembre negli Stati Uniti, agli inizi del 2002 si è osservata nell'area dell'euro una modesta ripresa della crescita del PIL in termini reali. Tuttavia, con il progredire dell'anno la ripresa ha perso vigore, per effetto della rinnovata turbolenza sui mercati finanziari e delle tensioni geopolitiche, con conseguenze per i prezzi del petrolio e il clima di fiducia. Nel complesso, si stima che nell'area dell'euro la crescita annua del PIL in termini reali sia stata pari nel 2002 allo 0,8 per cento, rispetto all'1,4 del 2001.

Nonostante il lento ritmo della ripresa economica, l'inflazione misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è rallentata solo moderatamente, al 2,2 per cento in media dal 2,4 del 2001, rimanendo pertanto

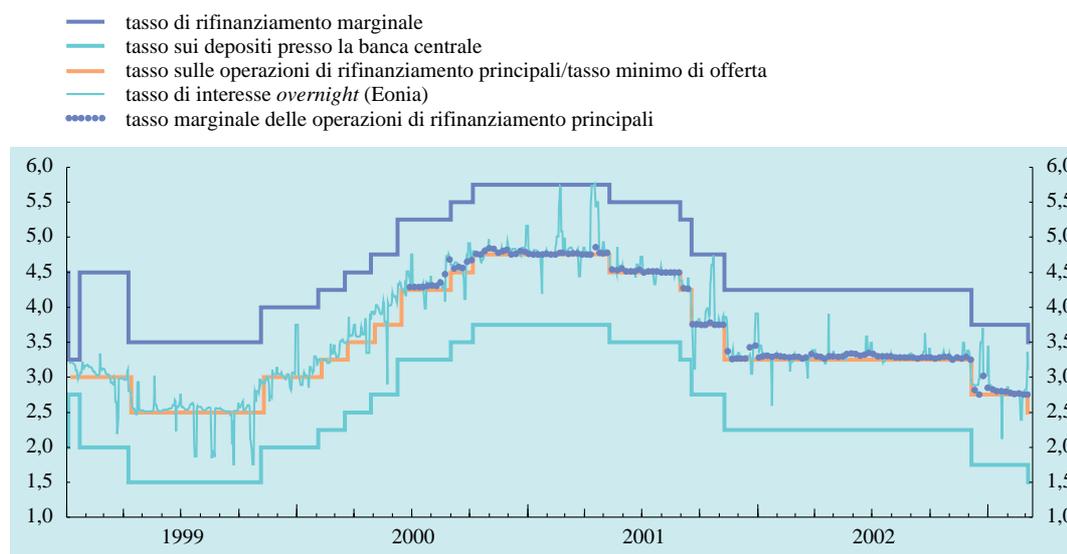
leggermente al di sopra del limite superiore della definizione di stabilità dei prezzi della BCE. Nella prima metà dell'anno, eventi temporanei, quali le condizioni meteorologiche sfavorevoli che hanno inciso sui prezzi dei prodotti alimentari, hanno contribuito a determinare tassi di inflazione più elevati; altri fattori, tra cui gli andamenti monetari e l'evoluzione salariale, hanno suscitato preoccupazioni quanto al mantenimento della stabilità dei prezzi nell'area dell'euro nel medio periodo. Più avanti nell'anno, se da un lato il notevole rincaro del petrolio ha introdotto una pressione al rialzo sui prezzi al consumo, altri fattori hanno concorso ad attenuare i rischi inflazionistici. Tra questi si possono individuare il protrarsi della debolezza dell'espansione economica e il significativo apprezzamento dell'euro.

Dati questi segnali contrastanti, per la maggior parte del 2002 il Consiglio direttivo ha mantenuto invariato al 3,25 per cento il tasso minimo di offerta applicato alle operazioni di rifinanziamento principali. Tuttavia, visto il perdurare della debolezza dell'attività

**Figura I**

### Tassi di interesse della BCE e tassi di mercato monetario

(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.

economica in coincidenza con l'inasprirsi delle tensioni geopolitiche e dato il notevole apprezzamento dell'euro, si è ritenuto che le pressioni inflazionistiche fossero diminuite. Per tale ragione il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre in dicembre i tassi di riferimento della BCE di 50 punti base e successivamente di altri 25 punti base nel marzo del 2003 (cfr. figura 1).

Le decisioni di politica monetaria prese nel 2002 e all'inizio del 2003 dovrebbero essere considerate anche alla luce della significativa riduzione dei tassi di riferimento della BCE decisa dal Consiglio direttivo nel 2001 (per un totale di 150 punti base, con un abbassamento del tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali al 3,25 per cento l'8 novembre 2001). Nel 2001, e in particolare dopo gli attacchi terroristici del settembre di quell'anno, i dati disponibili indicavano che il rallentamento dell'attività economica nell'area dell'euro sarebbe stato probabilmente più duraturo e più pronunciato di quanto atteso in precedenza, e avrebbe pertanto contribuito a contenere le pressioni al rialzo sui prezzi. Nel contempo, si stava gradualmente attenuando l'impatto dei precedenti shock inflazionistici derivanti dai rincari del petrolio, dall'indebolimento dell'euro nel biennio 1999-2000 e dall'aumento dei prezzi dei prodotti alimentari agli inizi del 2001. Complessivamente questi fattori segnalavano minori pressioni inflazionistiche nel medio periodo; si prevedeva che, unitamente al rallentamento dell'attività economica, avrebbero favorito la moderazione salariale. Questa valutazione non era contraddetta dall'analisi dei dati monetari. La crescita monetaria si è rafforzata nella seconda metà del 2001, in particolare dopo gli attacchi terroristici, ma ciò è stato principalmente ascrivibile a riaggiustamenti di portafoglio da parte degli investitori privati, che hanno ridotto la quota di azioni e di altre attività finanziarie a più lunga scadenza a favore di strumenti a breve termine inclusi in M3, più liquidi e relativamente sicuri. Inoltre, la crescita sui dodici mesi del credito al settore privato ha continuato a diminuire.

Per quanto concerne l'analisi nell'ambito del primo pilastro della strategia di politica mone-

taria della BCE, dopo le ampie ricomposizioni di portafoglio dell'autunno 2001, la crescita di M3 è leggermente rallentata nei primi mesi del 2002. Tale rallentamento, tuttavia, è proceduto a un ritmo molto modesto e si è poi arrestato nel secondo trimestre del 2002, in concomitanza con un notevole rafforzamento della domanda di M1. Oltre al persistere dell'incertezza nei mercati azionari, il basso costo opportunità della moneta sembrerebbe aver favorito l'espansione monetaria in tale periodo. Agli inizi del 2002, inoltre, il tasso di crescita dei prestiti al settore privato ha continuato a ridursi, benché sia sembrato stabilizzarsi nel secondo trimestre dell'anno. In quest'ultimo periodo, il fatto che la liquidità disponibile all'interno dell'area fosse significativamente superiore ai livelli richiesti per finanziare una crescita economica sostenibile e non inflazionistica stava diventando sempre più una fonte di preoccupazione.

Per quanto riguarda l'analisi nell'ambito del secondo pilastro nella prima metà del 2002, le informazioni rese note agli inizi dell'anno hanno confermato le precedenti attese del Consiglio direttivo quanto alle prospettive economiche per l'area dell'euro. Tali informazioni iniziavano a indicare che il punto minimo del ciclo economico poteva essere stato toccato alla fine del 2001 e che nel corso del 2002 si sarebbe probabilmente registrata una ripresa. L'incertezza relativa all'economia mondiale è parsa diminuire leggermente. Nell'area dell'euro la crescita sul trimestre precedente del PIL è divenuta positiva nel primo trimestre dell'anno e i risultati delle indagini hanno cominciato a indicare un possibile consolidamento del miglioramento dell'attività economica. L'aspettativa di una ripresa economica era confortata dall'assenza nell'area di gravi squilibri macroeconomici tali da richiedere un lungo processo di aggiustamento. In tale contesto, si riteneva che i bassi tassi di interesse e gli effetti positivi sul reddito reale disponibili esercitati dai cali attesi dell'inflazione avrebbero sostenuto la crescita della domanda interna.

Nella primavera del 2002 le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema, nonché le previsioni

delle organizzazioni internazionali e delle istituzioni private, dipingevano un quadro sostanzialmente analogo. L'aspettativa generale era che la crescita del PIL dell'area dell'euro sarebbe stata nuovamente in linea con la crescita potenziale nel prosieguo dell'anno e che si sarebbe stabilizzata attorno a tali valori nel 2003. L'aspettativa di una ripresa economica relativamente priva di ostacoli era altresì in linea con le attese dei mercati finanziari implicite nei rendimenti obbligazionari. Malgrado tale aspettativa, la ripresa economica ha di fatto mantenuto un profilo incerto, non da ultimo a causa del sostanziale incremento dei prezzi del petrolio e degli squilibri macroeconomici nel resto del mondo.

Quanto all'andamento dei prezzi al consumo, agli inizi del 2002 i tassi di inflazione sui dodici mesi sono stati relativamente elevati, partendo da un livello del 2,7 per cento in gennaio. Anche il tasso di inflazione misurato sullo IAPC è stato leggermente erratico agli inizi del 2002, a causa principalmente di fattori eccezionali e di natura transitoria: condizioni meteorologiche sfavorevoli che hanno determinato un rincaro dei prodotti alimentari, imposte indirette più elevate ed effetti base avversi connessi agli andamenti dei prezzi dell'energia. Si ritiene che l'impatto complessivo della sostituzione del contante in euro sul livello dei prezzi sia stato modesto, malgrado alcune pressioni inflazionistiche sui prezzi, in particolare di alcuni servizi. I tassi di crescita sui dodici mesi dello IAPC sono gradualmente scesi dopo i primi mesi dell'anno, principalmente in risposta a effetti base. Tuttavia, il ritmo di questa flessione è stato relativamente lento, in parte a causa degli incrementi del prezzo del petrolio verificatisi agli inizi del 2002. Nel contempo, ha suscitato preoccupazioni il fatto che l'inflazione al netto delle componenti più variabili (energia e prodotti alimentari non trasformati) si situasse su livelli persistentemente elevati, riflettendo in particolare l'andamento dei prezzi nel settore dei servizi. In aggiunta, le tendenze salariali non sono state rassicuranti. Nel complesso, quindi, l'evoluzione dell'inflazione è stata leggermente meno favorevole di quanto previsto alla fine del 2001.

In tale contesto, nei primi mesi del 2002 il Consiglio direttivo ha nutrito sempre maggiori preoccupazioni che gli andamenti monetari, le dinamiche salariali e l'elevata persistenza dell'incremento dei prezzi dei servizi potessero implicare rischi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo. Tuttavia, l'apprezzamento dell'euro cominciato nella primavera ha attenuato tali rischi. Inoltre, un importante fattore alla base della valutazione di politica monetaria di quel periodo è stato il fatto che le prospettive economiche fossero ancora caratterizzate da incertezza. Dato che alcuni fattori indicavano un aumento delle pressioni inflazionistiche, sebbene permanessero incertezze circa la solidità di fondo della crescita economica (il che poteva a sua volta incidere in maniera determinante sulle prospettive per la stabilità dei prezzi), il Consiglio direttivo ha ritenuto che all'epoca le informazioni disponibili non consentivano conclusioni definitive in merito al quadro dei rischi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo.

Nella seconda metà del 2002 le preoccupazioni circa le prospettive economiche si sono intensificate, come mostrato dai risultati negativi dei mercati finanziari. I nuovi bruschi cali delle quotazioni dei mercati azionari mondiali durante l'estate hanno rafforzato la tendenza al ribasso di tali mercati dopo i massimi storici di inizio 2000. Sebbene sia sempre difficile determinare con precisione la sopravvalutazione delle quotazioni, le flessioni dei mercati azionari sono state in parte una correzione di passati eccessi. Tra le cause vi sono fattori quali l'accresciuta incertezza di mercato riguardo all'attendibilità delle scritture contabili, utili societari inferiori alle attese e il graduale aumento delle tensioni geopolitiche, anche in vista delle loro conseguenze per i prezzi del petrolio. I dati disponibili suggeriscono che, nonostante il significativo aumento delle azioni detenute dalle famiglie dell'area dell'euro a partire dalla fine degli anni novanta, gli effetti diretti delle variazioni azionarie sulla spesa per consumi sono in genere minori nell'area dell'euro rispetto ad altre principali economie. Tuttavia, il carattere globale del calo dei mercati azionari ha accresciuto la probabilità che l'economia dell'area

dell'euro sia influenzata dai legami internazionali. In aggiunta, le turbolenze dei mercati azionari hanno fatto sì che per le imprese fosse più costoso raccogliere fondi su tali mercati. Le flessioni sono state inoltre accompagnate da un aumento del differenziale sul finanziamento obbligazionario per le imprese dell'area dell'euro, specialmente per quelle con merito di credito più basso. Oltre all'incertezza dei mercati finanziari, anche la persistenza di gravi squilibri macroeconomici al di fuori dell'area ha continuato a influire negativamente sul clima di incertezza prevalente nell'area e, in generale, nel mondo.

Questi fattori si sono riflessi negli indicatori anticipatori. Dopo un continuo miglioramento fino alla metà del 2002, gli indicatori del clima di fiducia e i risultati delle indagini segnalavano che un'ulteriore accelerazione dell'attività economica entro l'anno non era più verosimile. Inoltre, l'acuirsi delle tensioni geopolitiche nella seconda metà del 2002 aveva determinato un considerevole incremento del prezzo del petrolio. La ripresa economica nell'area dell'euro e nel resto del mondo sembrava pertanto destinata a progredire, nella seconda parte del 2002, più lentamente di quanto anticipato all'inizio dell'anno. Di conseguenza, e in linea con valutazioni analoghe da parte di istituzioni pubbliche e private e con le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema, il Consiglio direttivo ha gradualmente ridimensionato le proprie aspettative per la crescita economica nella parte restante dell'anno e nei primi mesi del 2003. Ci si attendeva che un'accelerazione del PIL sarebbe avvenuta soltanto nel corso del 2003. I dati sull'attività economica che si sono resi disponibili nella seconda metà del 2002 e nella prima parte del 2003 hanno confermato che la crescita economica era di fatto rimasta estremamente debole.

Per quanto concerne gli andamenti dei prezzi, nella seconda metà dell'anno l'inflazione misurata sullo IAPC ha oscillato attorno al 2 per cento, il limite superiore della definizione di stabilità dei prezzi della BCE. Inoltre, l'aumento dei prezzi al consumo al netto delle componenti più volatili (energia e prodotti

alimentari non trasformati) è rimasto relativamente elevato, attorno al 2½ per cento, rispecchiando in particolare la sostenuta dinamica dei prezzi dei servizi, a sua volta riconducibile, almeno in parte, alla tendenza al rialzo degli incrementi dei salari nominali che si è era prolungata fino agli inizi del 2002. Nel complesso, il fatto che l'inflazione al consumo abbia continuato a rimanere su questi livelli ha suggerito che le rigidità strutturali presenti nell'area dell'euro potrebbero aver ostacolato un adeguato aggiustamento di salari e prezzi in un contesto di debole crescita economica.

In prospettiva, tuttavia, la ridotta attività economica è stata vista come un fattore che avrebbe limitato i potenziali rischi di natura inflazionistica. Benché non fossero venuti meno i rischi connessi con le dinamiche salariali, si è ritenuto poco probabile che questi potessero concretizzarsi finché il contesto economico non fosse cambiato in maniera sostanziale. Inoltre ci si attendeva che anche l'andamento dell'euro, apprezzatosi nella seconda metà del 2002 e nei primi mesi del 2003 rispetto alla prima metà del 2002, avrebbe dato un ulteriore contributo alla riduzione delle pressioni inflazionistiche.

Nella seconda metà del 2002 la valutazione delle implicazioni per la stabilità dei prezzi dell'evoluzione degli aggregati monetari è risultata meno agevole. Nonostante la crescita monetaria sia rimasta sostenuta anche dopo l'estate, i fattori sottostanti a tale tendenza hanno dovuto essere valutati con cautela. Da un lato, il protratto vigore della crescita monetaria è stato indotto, in ampia misura, dalle turbolenze nei mercati azionari, che hanno aumentato l'interesse degli investitori per le attività liquide e sicure incluse in M3. Dall'altro lato, esso è stato una conseguenza del basso costo opportunità di detenere moneta, in quanto il contenuto livello dei tassi di interesse prevalente nell'area dell'euro ha contribuito a stimolare l'espansione monetaria, manifestatasi in particolare in un significativo aumento dell'aggregato ristretto M1. In una prospettiva di lungo termine la forte crescita monetaria nell'area ha

continuato a destare preoccupazioni, poiché la liquidità disponibile era più ampia rispetto ai livelli richiesti per finanziare una crescita economica sostenibile e non inflazionistica. Tuttavia, in un contesto di modesta espansione economica, il Consiglio direttivo ha ritenuto limitato il rischio che l'eccesso di liquidità generasse pressioni inflazionistiche. Tale valutazione era rafforzata dal rallentamento della crescita sui dodici mesi dei prestiti al settore privato e, in particolare, alle società non finanziarie.

Nel complesso, rispecchiando la debolezza nella crescita e l'apprezzamento dell'euro, dall'autunno del 2002 i dati hanno gradualmente cominciato a indicare un allentamento delle pressioni inflazionistiche. Sebbene le tensioni nel mercato petrolifero rendessero difficile la previsione degli andamenti di breve termine dell'inflazione, un'analisi più generale ha condotto alla valutazione secondo cui era diventato più verosimile che l'inflazione scendesse al di sotto del 2 per cento nel corso del 2003 e si mantenesse poi in linea con la definizione di stabilità dei prezzi. Di conseguenza il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre i tassi di riferimento della BCE di 50 punti base nella riunione del 5 dicembre 2002 e di ulteriori 25 punti base in quella del 6 marzo 2003. Il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali ha così raggiunto il 2,50 per cento, un livello estremamente basso rispetto ai valori storici. Le decisioni di ridurre i tassi di riferimento erano intese a controbilanciare i diversi fattori che stavano

influenzando negativamente l'attività economica, contribuendo quindi a mantenere la stabilità dei prezzi nel medio periodo.

Nella riunione del 5 dicembre il Consiglio direttivo della BCE ha inoltre riesaminato il valore di riferimento per la crescita della moneta, che svolge un ruolo importante nell'ambito del primo pilastro della strategia di politica monetaria della BCE. Il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariato il valore a un tasso di incremento annuo del 4½ per cento per l'aggregato ampio M3. Questa decisione si è fondata sul fatto che l'evidenza continua a confortare le ipotesi assunte, fin dal dicembre 1998, per il calcolo del valore di riferimento, in particolare quelle relative al tasso di crescita tendenziale del prodotto potenziale, compreso fra il 2 e il 2½ per cento annuo, e alla diminuzione tendenziale della velocità di circolazione di M3, stimata fra ½ e 1 per cento annuo nell'area dell'euro. Nel dicembre 2002 il Consiglio direttivo ha ribadito che il valore di riferimento riflette un orientamento di medio periodo e che ciò deve essere tenuto presente quando si confrontano con tale valore gli andamenti di breve termine di M3. Di fatto, l'esperienza degli ultimi due anni suggerisce che le variazioni di breve termine di M3 non hanno necessariamente implicazioni per gli andamenti futuri dei prezzi e che per comprendere le implicazioni sulla stabilità dei prezzi delle deviazioni di M3 dal valore di riferimento, queste ultime devono essere analizzate congiuntamente agli altri indicatori reali e finanziari.

### Riquadro I

#### **Gli effetti sulla volatilità del mercato monetario della decisione del Consiglio direttivo della BCE di passare a valutazioni mensili dell'orientamento di politica monetaria**

Nella riunione tenuta l'8 novembre 2001 il Consiglio direttivo ha deciso, con effetto immediato, che di regola avrebbe esaminato l'orientamento della politica monetaria unicamente nella prima delle sue riunioni mensili e che normalmente avrebbe preso le decisioni sui tassi ufficiali solo in tale occasione. Uno degli obiettivi di tale decisione era quello di contribuire alla stabilizzazione dei mercati finanziari. Sebbene dall'inizio della Terza fase dell'UEM le decisioni di politica monetaria della BCE siano state in genere prevedibili<sup>1</sup>, vi è stata talvolta incertezza tra gli operatori di mercato circa l'entità e i tempi esatti di tali decisioni. A tale incertezza ha verosimilmente contribuito l'elevata frequenza delle riunioni. A questo proposito si è ritenuto che un passaggio a

<sup>1</sup> Pérez-Quirós e Sicilia (2002), *Is the European Central Bank (and the United States Federal Reserve) predictable?*, Working Paper della BCE n. 192. Si veda anche Gaspar, Pérez-Quirós e Sicilia (2001), *The ECB monetary policy strategy and the money market*, *International Journal of Finance and Economics*, 6, pagg. 325-342.

decisioni di politica monetaria mensili avrebbe anche contribuito a stabilizzare il comportamento delle controparti nelle aste in occasione delle operazioni di rifinanziamento. Se i mercati avessero avuto meno opportunità di focalizzarsi sui cambiamenti dei tassi di interesse, gli incentivi ad assumere un comportamento speculativo sarebbero chiaramente diminuiti e, quindi, i tassi di interesse nelle operazioni d'asta della BCE sarebbero diventati meno volatili.

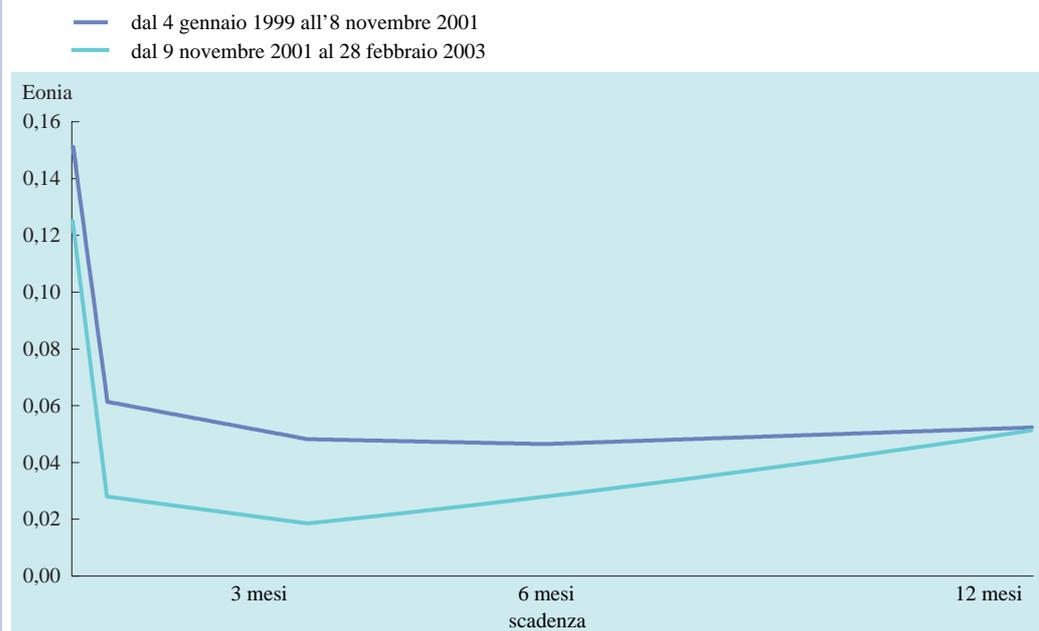
In tale contesto, questo riquadro esamina se i tassi di interesse di mercato siano diventati più stabili da quando la frequenza delle riunioni di politica monetaria è stata modificata. Il riquadro si focalizza sui tassi di interesse del mercato monetario per scadenze brevissime, dato che questi tassi dovrebbero essere quelli maggiormente influenzati dalla riduzione della frequenza delle riunioni di politica monetaria. L'analisi, tuttavia, non è semplice, in quanto risulta complesso tenere sotto controllo tutti gli altri elementi che potenzialmente possono influire sulla volatilità di questi tassi del mercato monetario, includendo la frequenza delle variazioni dei tassi chiave della BCE.

In linea di principio ci si può attendere che la minore frequenza delle riunioni di politica monetaria riduca la volatilità dei tassi del mercato monetario principalmente nel segmento a più breve termine. Nel contempo, il passaggio a riunioni di politica monetaria mensili non dovrebbe avere un impatto sulle scadenze a lungo termine dello stesso mercato che invece tendono a segnalare il grado di incertezza macroeconomica.

La figura mostra il profilo di volatilità dei tassi di interesse del mercato monetario per scadenze che variano da un giorno a un anno tra il 4 gennaio 1999 e l'8 novembre 2001 e dal 9 novembre 2001 in poi. Dopo il passaggio a riunioni di politica monetaria mensili la volatilità dei tassi di interesse a un anno è simile a quella del periodo precedente. Ciò indica che l'incertezza generale non è cambiata molto nel periodo successivo alla decisione di passare a riunioni mensili. Tuttavia, la volatilità dei tassi a più breve termine si è ridotta significativamente dopo che la frequenza delle riunioni è stata modificata. Sebbene sia difficile pervenire a conclusioni definitive dopo soltanto un anno, il calo della volatilità potrebbe indicare che l'incertezza sui tempi delle decisioni di politica monetaria si è di fatto ridotta in concomitanza con la decisione di tenere riunioni di politica monetaria con minore frequenza.

### Struttura a termine della volatilità dei tassi di interesse

(deviazione standard nel periodo specificato delle variazioni giornaliere dei tassi del mercato monetario dell'area dell'euro; punti percentuali)



Fonte: BCE.

Nota: Interpolazioni della deviazione standard del tasso Eonia e dei tassi a due settimane, a tre, sei e dodici mesi degli swap di interesse sull'Eonia.

## 2 Gli andamenti monetari e finanziari

### 2.1 Gli andamenti monetari

#### **La crescita di M3 resta sostenuta nel corso del 2002**

Nel 2002, il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio M3 è stato in media del 7,4 per cento, rispetto al 5,5 per cento nel 2001. Dopo il notevole rafforzamento della seconda metà del 2001, la crescita di M3 ha segnato una lieve moderazione nei primi mesi del 2002, stabilizzandosi in seguito su livelli pari a circa il 7 per cento (cfr. figura 2). Anche la media mobile a tre termini è leggermente diminuita nel 2002, pur mantenendosi significativamente al di sopra del valore di riferimento del 4½ per cento durante tutto l'anno.

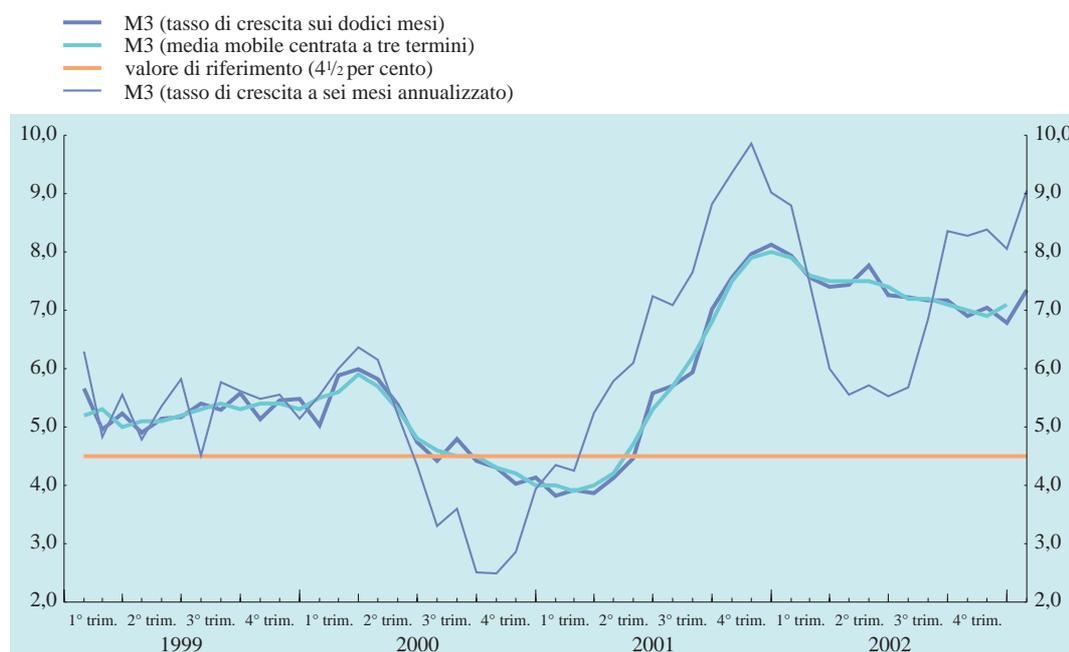
Questa vigorosa crescita della moneta ha continuato a riflettere in larga misura gli andamenti dei mercati finanziari. Come nella seconda metà del 2001, gli investitori diversi dalle istituzioni finanziarie monetarie (IFM)

hanno infatti mostrato una marcata preferenza per le attività liquide e non rischiose, in un contesto di riduzioni delle quotazioni azionarie e di forte volatilità dei mercati finanziari. Con il ritorno a condizioni di normalità nei mercati azionari internazionali tra la fine del 2001 e gli inizi del 2002, come indicato dal modesto recupero dei corsi e dalla netta riduzione della volatilità implicita, la dinamica di breve periodo di M3 si è alquanto indebolita nei primi mesi del 2002. In seguito, tuttavia, a fronte della nuova flessione delle quotazioni azionarie e dell'aumento della volatilità dei mercati azionari, gli investitori diversi dalle IFM si sono decisamente riorientati verso attività liquide e non rischiose. Se nei mesi estivi gli investimenti hanno interessato sia gli strumenti compresi in M3, sia le attività a più lungo termine, a scapito dei titoli azionari, successivamente essi sono stati diretti in prevalenza verso le attività a breve termine comprese in M3, riflettendo l'appiattimento della curva dei rendimenti e l'aumento della volatilità dei mercati obbligazionari.

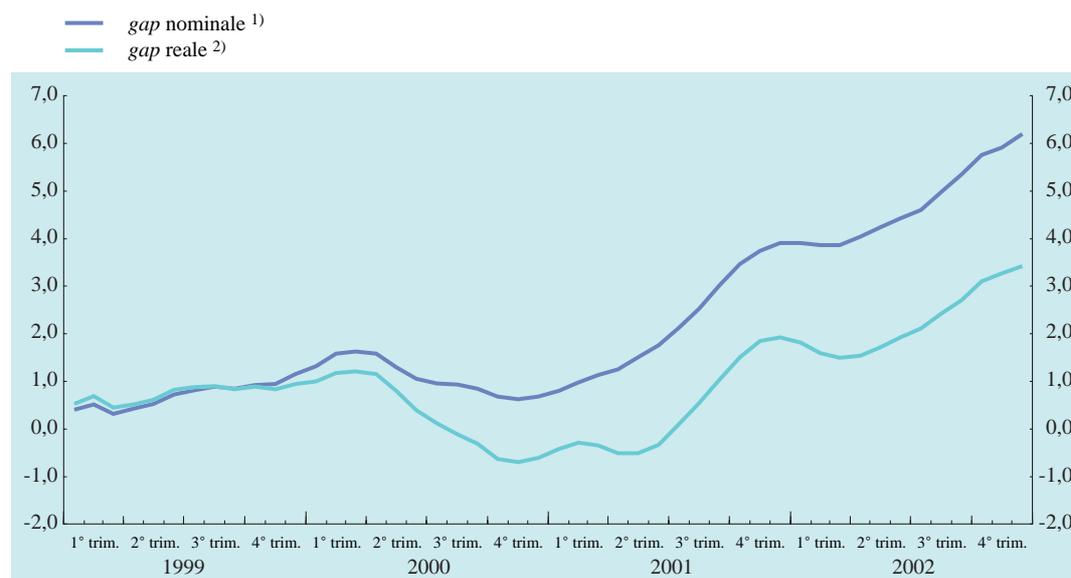
**Figura 2**

#### **Crescita di M3 e valore di riferimento**

*(dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)*



Fonte: BCE.

**Figura 3****Misure del gap monetario nominale e reale***(in percentuale rispetto allo stock di M3; medie mobili a tre termini)*

Fonte: BCE.

1) Differenza tra il livello effettivo di M3 e quello coerente con un tasso di crescita pari al valore di riferimento, calcolato utilizzando dicembre 1998 come periodo base.

2) Gap monetario nominale meno deviazione del livello dei prezzi da quello coerente con la definizione di stabilità dei prezzi, calcolato utilizzando dicembre 1998 come periodo base.

In linea con questi andamenti, la dinamica di breve periodo di M3 si è notevolmente rafforzata verso la fine dell'anno.

Le riallocazioni di portafoglio tuttavia non sono state l'unico fattore all'origine della vigorosa dinamica della moneta nel 2002. È probabile che la crescita di M3 sia stata anche sostenuta dai bassi livelli dei tassi di interesse a breve termine e, pertanto, dal basso costo opportunità di detenere soprattutto le componenti più liquide. Questo si è tradotto in un graduale aumento della crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ristretto M1, salita all'8,8 per cento nel quarto trimestre del 2002, dal 5,5 per cento del corrispondente periodo del 2001.

Il protrarsi del periodo di forte espansione monetaria ha determinato nell'area dell'euro livelli di liquidità superiori a quelli che sarebbero necessari per finanziare una crescita sostenibile e non inflazionistica, come segnalato dagli indicatori di eccesso di liquidità. Nella figura 3 la misura del gap monetario nominale è definita come la differenza tra il

livello di M3 e quello risultante da una crescita costante dell'aggregato in linea con il valore di riferimento del 4½ per cento dal dicembre del 1998 (scelto come periodo base). La misura del gap monetario reale è invece data dalla differenza tra il livello di M3, deflazionato con lo IAPC, e il livello di M3 in termini reali risultante da una crescita nominale dell'aggregato pari al valore di riferimento del 4½ per cento e da un livello di inflazione in linea con la definizione di stabilità dei prezzi della BCE (sempre utilizzando dicembre 1998 come periodo base)<sup>1</sup>. Dopo il lieve calo dei primi mesi del 2002, sia il gap monetario nominale sia quello reale sono aumentati gradualmente, raggiungendo verso la fine dell'anno il livello più elevato dall'inizio della Terza fase dell'Unione economica e monetaria (UEM).

<sup>1</sup> Nell'interpretare i gap monetari nominale e reale, va considerato che la scelta del periodo base è in un certo modo arbitraria. Di conseguenza, le variazioni di queste misure sono più rilevanti dei loro livelli dal punto di vista del contenuto informativo (si veda l'articolo Il quadro di riferimento e gli strumenti dell'analisi monetaria pubblicato nel numero di maggio 2001 del Bollettino mensile della BCE).

## Tavola I

### Componenti di M3

(variazioni percentuali sui dodici mesi; medie annuali e trimestrali)

	2001	2002	2001 4°trim.	2002 1°trim.	2002 2°trim.	2002 3°trim.	2002 4°trim.	2003 gen.
<i>Dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario</i>								
<b>M1</b>	3,6	7,3	5,5	6,2	6,6	7,6	8,8	9,8
di cui: banconote e monete in circolazione	-7,6	-11,8	-18,6	-28,0	-19,9	-7,7	12,9	34,6
di cui: depositi a vista	5,9	10,7	10,4	13,0	11,7	10,3	8,2	6,6
M2 – M1 (= altri depositi a breve termine)	4,8	5,9	5,9	6,7	6,4	5,5	4,9	4,0
<b>M2</b>	4,2	6,5	5,7	6,5	6,5	6,5	6,7	6,7
M3 – M2 (= strumenti negoziabili)	14,2	12,3	20,6	15,9	14,0	11,6	8,4	11,0
<b>M3</b>	5,5	7,4	7,7	7,8	7,5	7,2	7,0	7,4
<i>Dati non destagionalizzati e non corretti per gli effetti di calendario</i>								
Banconote e monete in circolazione	-7,7	-11,6	-18,4	-27,9	-19,7	-7,7	12,9	35,2
Depositi a vista	5,9	10,8	10,1	13,0	11,7	10,4	8,3	6,1
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	11,9	2,3	7,3	3,6	2,9	1,4	1,3	0,6
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	-0,5	8,8	5,0	9,1	9,4	8,9	7,7	6,9
Operazioni pronti contro termine	18,6	3,0	19,5	4,6	2,3	2,9	2,3	11,9
Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	13,9	23,6	25,5	29,5	25,1	22,4	18,6	17,2
Obbligazioni con scadenza originaria fino a due anni e titoli di mercato monetario <sup>1)</sup>	9,3	-2,2	11,5	1,6	3,9	-4,3	-9,2	-8,3

Fonte: BCE.

1) Inclusi i titoli di mercato monetario.

La dinamica sostenuta della moneta nel 2002 va ricondotta essenzialmente agli andamenti di M1 e degli strumenti negoziabili (cfr. tavola I). Fra le componenti di M1, la crescita sui dodici mesi delle banconote e monete in circolazione ha segnato un forte recupero, poiché nel 2002 gli agenti economici hanno ricostituito rapidamente le proprie disponibilità di circolante, dopo la notevole contrazione di circa un terzo nel 2001, nella fase precedente all'introduzione del contante in euro. Questa evoluzione ha riflesso prevalentemente l'inversione delle riallocazioni effettuate in precedenza da tale componente ai depositi a vista e agli altri depositi a breve termine compresi in M3, nonché il recupero della domanda di banconote in euro da parte di soggetti non residenti nell'area, come desumibile dai dati di bilancia dei pagamenti. Per effetto delle riallocazioni, il tasso di variazione sui dodici mesi dei depositi a vista è sceso lievemente nel corso del 2002, restando tuttavia relativamente elevato. Come già menzionato, nel complesso, la dinamica di M1 sarebbe principalmente riconducibile al basso costo opportunità di detenere circolante e depositi a vista. Le turbolenze sui

mercati finanziari avrebbero inoltre contribuito a un aumento della domanda per le attività più liquide, specie nella seconda metà dell'anno.

Per contro, il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a breve termine diversi da quelli a vista è diminuito nel 2002, situandosi al 4,9 per cento nell'ultimo trimestre, dal 5,9 per cento del corrispondente periodo del 2001. Il calo è in gran parte ascrivibile agli andamenti dei depositi a tempo a breve termine (con durata prestabilita fino a due anni), compensati in parte da un'accelerazione dei depositi a risparmio a breve termine (rimborsabili con preavviso fino a tre mesi). È probabile che il livello del differenziale fra i rispettivi tassi al dettaglio, relativamente basso, abbia reso i secondi più interessanti. Il rallentamento dei depositi a breve termine diversi da quelli a vista potrebbe essere collegato con i nuovi spostamenti verso il circolante in seguito all'introduzione del contante in euro.

Nonostante la flessione segnata durante l'anno in esame, il tasso di variazione sul corrispondente periodo del 2001 degli strumenti

negoziabili è rimasto relativamente elevato, collocandosi all'8,4 per cento nell'ultimo trimestre del 2002. Inoltre, la dinamica di breve periodo di questa componente si è rafforzata nella seconda metà dell'anno, facendo ritenere che, in un contesto di elevata incertezza nei mercati finanziari, vi siano state nuove riallocazioni di portafoglio a favore di strumenti compresi in M3. Fra gli strumenti negoziabili, le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari, spesso utilizzati come forma temporanea di investimento in momenti di turbolenza finanziaria, hanno continuato a registrare nel 2002 un tasso di crescita particolarmente sostenuto.

La crescita della moneta è rimasta elevata in gennaio 2003, per effetto del proseguire delle riallocazioni di portafoglio e del basso livello dei tassi di interesse a breve termine. La media mobile a tre termini del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è salita al 7,1 per cento nel periodo tra novembre 2002 e gennaio 2003, dal 6,9 per cento nel periodo tra ottobre e dicembre 2002.

### **Continua a rallentare il credito al settore privato**

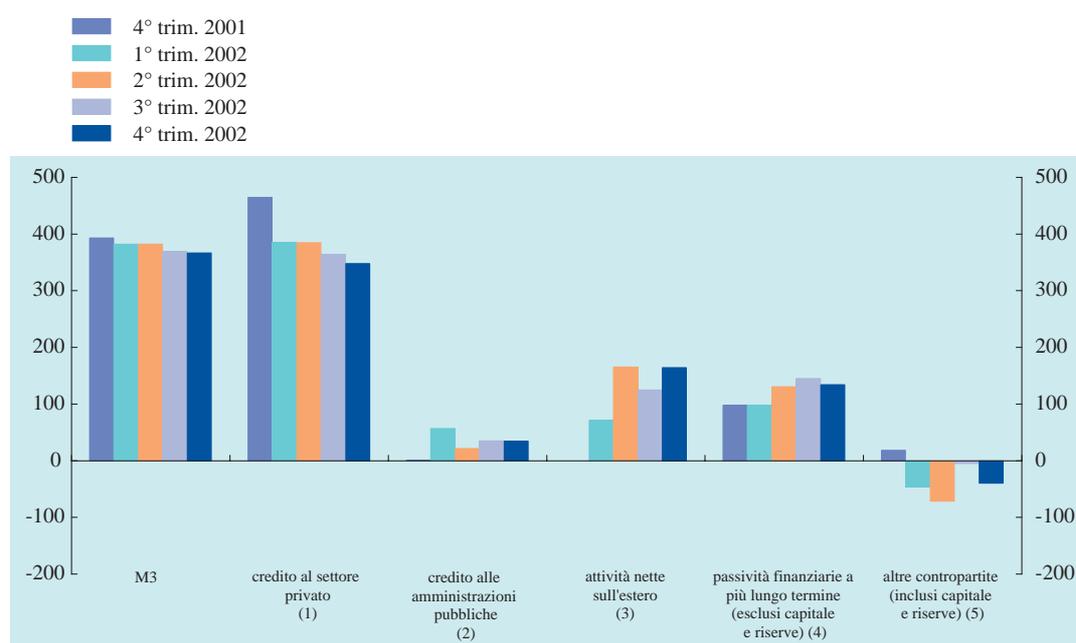
La figura 4 fornisce una visione d'insieme della dinamica di M3 e delle sue contropartite nel bilancio consolidato delle IFM nel 2002. Nel complesso, alla forte crescita di M3 hanno fatto riscontro un rallentamento del credito totale concesso dalle IFM ai residenti nell'area dell'euro, un'accelerazione delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (esclusi capitali e riserve) e un aumento delle attività nette sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro.

Esaminando questi andamenti in maggiore dettaglio e iniziando con la dinamica del credito, la crescita media sui dodici mesi del credito totale erogato dalle IFM ai residenti nell'area dell'euro è diminuita al 4,5 per cento nel 2002, dal 5,4 per cento nel 2001. Il calo è ascrivibile al significativo rallentamento del credito al settore privato, mentre il tasso di variazione del credito alle amministrazioni pubbliche è divenuto positivo (cfr. tavola 2).

**Figura 4**

### **Variazioni di M3 e delle sue contropartite**

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



Fonte: BCE.

$M3 = 1 + 2 + 3 - 4 + 5$

## Tavola 2

### Contropartite di M3

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

	2001	2002	2001 4°trim.	2002 1°trim.	2002 2°trim.	2002 3°trim.	2002 4°trim.	2003 gen.
<b>Passività finanziarie a più lungo termine (esclusi capitali e riserve)</b>	3,0	4,4	2,9	3,1	4,0	5,1	5,2	5,7
Depositi con durata prestabilita oltre due anni	-0,2	1,4	-0,2	0,2	0,9	1,9	2,6	2,6
Depositi rimborsabili con preavviso oltre tre mesi	3,8	-11,2	-5,7	-11,5	-13,2	-11,1	-9,0	-5,3
Obbligazioni con scadenza originaria oltre due anni	5,4	7,8	5,9	6,5	7,7	8,8	8,1	8,7
<b>Credito a residenti nell'area dell'euro</b>	5,4	4,5	5,2	5,1	4,5	4,2	4,1	4,2
<b>Credito alle amministrazioni pubbliche</b>	-4,0	1,6	-0,7	1,7	1,8	1,1	1,9	1,8
Titoli non azionari	-6,2	3,5	-0,7	3,5	3,8	2,5	4,1	3,5
Prestiti	-1,0	-1,0	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-1,2	-0,8
<b>Credito ad altri residenti nell'area dell'euro</b>	8,3	5,3	6,9	6,1	5,2	5,0	4,8	4,8
Titoli non azionari	22,6	12,5	23,8	22,3	14,8	7,5	6,9	9,1
Azioni e altri titoli di capitale	7,2	0,7	3,2	2,1	-3,5	1,0	3,3	0,4
Prestiti	7,8	5,3	6,5	5,7	5,6	5,3	4,8	5,0

Fonte: BCE.

La decelerazione del credito al settore privato è imputabile alla minore crescita sui dodici mesi dei prestiti concessi dalle IFM, scesa al 4,8 per cento nell'ultimo trimestre del 2002, dal 6,5 del corrispondente periodo del 2001. Su base settoriale, il tasso di crescita dei prestiti alle imprese non finanziarie è diminuito significativamente, riflettendo in parte una più debole attività di fusioni e acquisizioni, mentre quello relativo ai prestiti alle famiglie ha segnato un moderato aumento (per ulteriori dettagli sulla dinamica dei prestiti per settore si veda, nella sezione 2.2, il paragrafo relativo ai debiti finanziari dei settori non finanziari dell'area dell'euro).

Nel complesso del 2002, l'incremento sul corrispondente periodo del 2001 dei prestiti al settore privato è stato, in termini reali, lievemente inferiore alla media di lungo periodo calcolata dal 1980. Tuttavia, in considerazione del contesto economico di crescita contenuta e di forte incertezza, la dinamica dei prestiti non è risultata particolarmente debole. I dati relativi a questa componente pertanto farebbero ritenere che nell'area dell'euro non siano diffusi i fenomeni di restrizione dell'offerta di credito. Nel contempo, non si può escludere che in alcuni paesi le IFM abbiano assunto un atteggiamento più cauto nel concedere prestiti a determinati settori economici.

Infine, la dinamica più sostenuta del credito alle amministrazioni pubbliche ha rispecchiato il maggiore fabbisogno finanziario di questo settore, dovuto in parte alle minori entrate fiscali risultanti dal modesto ritmo di crescita dell'attività economica.

Riguardo alle altre contropartite di M3, il tasso di crescita sui dodici mesi delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (esclusi capitali e riserve) è aumentato significativamente nei primi tre trimestri del 2002. Inizialmente, l'aumento potrebbe aver riflesso l'accentuarsi dell'inclinazione della curva dei rendimenti fino alla primavera del 2002; successivamente, esso avrebbe riflesso anche l'aumento dell'incertezza nei mercati azionari internazionali. Nell'ultimo trimestre del 2002, il tasso di variazione di queste passività è rimasto sostanzialmente stabile, indicando che le spinte provenienti dagli andamenti dei mercati azionari erano state compensate dagli effetti del calo dei tassi di interesse a lungo termine e presumibilmente anche dall'aumento della volatilità nei mercati obbligazionari.

Infine, i flussi annui delle attività nette sull'estero delle IFM dell'area dell'euro hanno continuato ad aumentare in misura considerevole nel corso del 2002. Nei dodici mesi terminati

a dicembre, questa voce è aumentata di 164 miliardi di euro, mentre si era mantenuta stabile nei dodici mesi fino a dicembre 2001. Il significativo miglioramento nella posizione netta sull'estero delle IFM dell'area dell'euro è riconducibile sia a un sostanziale miglioramento del saldo delle partite correnti, sia agli afflussi netti per investimenti diretti e di portafoglio nell'area. L'aumento di quest'ultima voce va collegato, fra l'altro, ai modesti investimenti di portafoglio dei residenti nell'area dell'euro in titoli azionari e strumenti di debito esteri.

In sintesi, la crescita di M3 è rimasta vigorosa nel 2002, determinando nell'area dell'euro un accumulo di liquidità maggiore di quella che risulterebbe necessaria per finanziare una crescita sostenibile e non inflazionistica. Nei primi mesi dell'anno erano emerse indicazioni di un lieve rallentamento della crescita della moneta, dovuto alla lenta inversione di precedenti riallocazioni di portafoglio; successivamente tuttavia questi andamenti non si sono confermati. Al contrario, a seguito di nuove riallocazioni, gli indicatori dell'eccesso di liquidità sono ulteriormente aumentati. Si riteneva che questa liquidità in eccesso, se non riassorbita nel corso del tempo, potesse rappresentare un rischio potenziale per la stabilità dei prezzi nel medio periodo; tuttavia, si è parimenti considerato che il rischio che essa generasse spinte inflazionistiche fosse ridotto data la debolezza della crescita economica nel 2002. Tale valutazione è prevalsa in particolare nella seconda metà dell'anno ed è stata suffragata dalla perdurante moderazione della crescita dei prestiti al settore privato.

## **2.2 I mercati finanziari**

### ***Si riduce la crescita delle emissioni di titoli di debito***

Nel 2002 è continuata la crescita del mercato dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro, sebbene a un ritmo inferiore all'anno precedente. Tra il dicembre 2001 e la fine del 2002 le consistenze di titoli di debito sono aumentate del 6,4 per cento, contro il

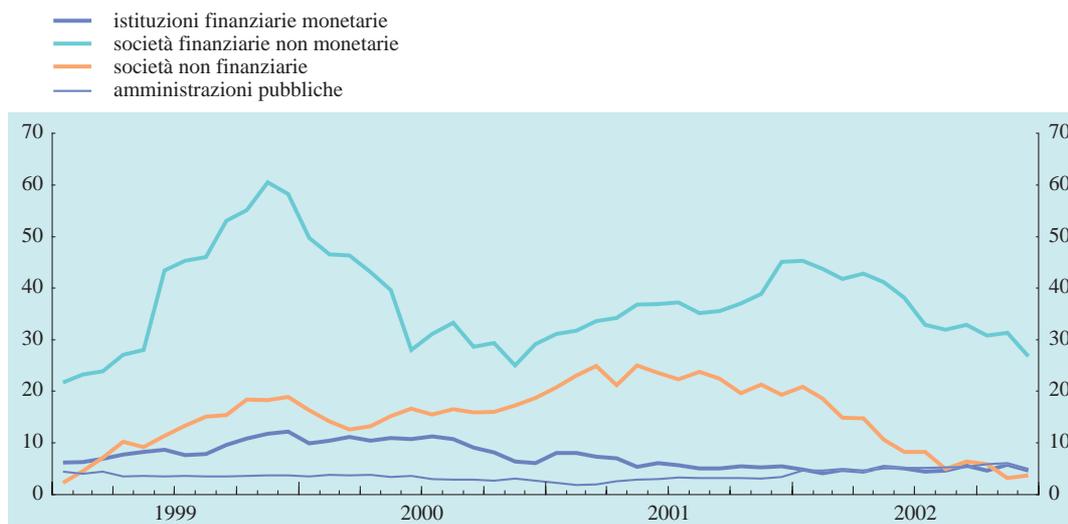
7,1 del 2001. La crescita sui dodici mesi della componente relativa ai titoli a breve termine è salita dal 4,1 per cento alla fine del 2001 al 12,0 per cento a fine 2002, anche se nel corso dell'anno essa ha dapprima registrato un calo significativo, raggiungendo in aprile il livello minimo dello 0,2 per cento, per poi recuperare negli ultimi mesi. Nel contempo, il tasso di variazione delle consistenze di titoli di debito a lungo termine si è ridotto dal 7,4 per cento del 2001 al 5,8 dello scorso anno.

Durante il 2002, l'attività di emissione ha fatto registrare un aumento nel settore delle amministrazioni pubbliche e un calo nel settore privato, riflettendo, fra l'altro, il diverso fabbisogno di finanziamento di questi due comparti in una fase di debole congiuntura economica.

L'incremento sui dodici mesi delle consistenze di titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche è passato dal 3,4 per cento a fine 2001 al 5,0 per cento a fine 2002, sospinto dall'accelerazione dell'attività di emissione sia delle amministrazioni centrali, sia di altri sottosettori delle amministrazioni pubbliche (cfr. figura 5). Nel periodo in esame, il tasso di variazione delle emissioni di titoli di debito di questi ultimi, che comprendono principalmente le amministrazioni locali e regionali, è passato dal 24,0 al 27,4 per cento; l'aumento è dovuto alle maggiori esigenze di finanziamento a fronte dell'evoluzione meno favorevole dei bilanci pubblici.

Per quanto attiene al settore privato, la crescita sui dodici mesi delle consistenze di titoli di debito emessi dalle IFM è diminuita lievemente nell'arco dell'anno, dal 5,5 per cento alla fine del 2001 al 4,6 per cento. Questa riduzione dell'attività di emissione potrebbe avere riflesso un minore fabbisogno finanziario delle IFM dovuto sia alla contenuta domanda di prestiti da parte del settore privato non finanziario connessa con la debole espansione economica, sia al protrarsi di forti flussi di depositi presso le IFM.

Fra le altre istituzioni del settore privato, il tasso di incremento sui dodici mesi delle consistenze

**Figura 5****Consistenze delle obbligazioni denominate in euro emesse da residenti nell'area dell'euro***(variazioni percentuali sui dodici mesi)*

Fonte: BCE.

di titoli di debito denominati in euro emessi dalle società non finanziarie è sceso in misura significativa, dal 19,3 per cento a fine 2001 al 3,7 a fine 2002, mentre quello relativo alle società finanziarie non monetarie è passato dal 45,1 al 26,8 per cento. Il perdurare della crescita delle emissioni di quest'ultimo settore potrebbe essere riconducibile, in parte, a uno spostamento dalle emissioni dirette del settore delle imprese non finanziarie alle emissioni indirette effettuate mediante società veicolo (*special purpose vehicles*), che sono incluse nelle società finanziarie non monetarie. Il maggiore ricorso a questo canale potrebbe riflettere il fatto che queste società beneficiano generalmente di un merito di credito elevato. Nondimeno, il rallentamento complessivo delle consistenze di titoli di debito emessi dalle istituzioni private diverse dalle IFM si è inserito in un contesto di minore fabbisogno finanziario delle imprese in termini di capitale circolante e di crescente cautela degli investitori nei confronti del rischio di credito. Quest'ultimo aspetto si è riflesso in un deterioramento delle condizioni di finanziamento delle imprese, poiché i differenziali di rendimento delle obbligazioni private con più basso merito di credito si sono notevolmente

ampliati, portandosi nel 2002 su livelli relativamente elevati rispetto agli anni precedenti. Nel corso dell'anno sono aumentati anche i declassamenti di titoli di società con basso rischio di credito (classificate al livello *investment-grade*). Di conseguenza, i costi di finanziamento sul mercato delle obbligazioni societarie delle imprese il cui debito è stato declassato al di sotto del livello *investment-grade* (le cosiddette "fallen angels") sono aumentati in misura maggiore rispetto all'ampliamento dei differenziali.

Sebbene il tasso di crescita delle consistenze di titoli di debito denominati in euro sia notevolmente diminuito, le condizioni di finanziamento delle imprese non si sono eccessivamente deteriorate e l'attività di emissione è rimasta abbastanza sostenuta. Inoltre, per le società con elevato merito di credito i costi di finanziamento si sono generalmente ridotti, poiché l'ampliamento del differenziale di rendimento con i titoli di Stato è stato più che compensato dalla flessione dei rendimenti dei titoli pubblici a lungo termine (cfr. figura 11a). Il mercato delle obbligazioni denominate in euro emesse dalle società ha dunque mostrato una buona capacità di tenuta.

All'origine della modesta attività di emissione del settore privato vi è stato il notevole rallentamento della crescita delle consistenze di titoli di debito a breve termine. A fronte del moltiplicarsi dei declassamenti del merito creditizio delle società, taluni emittenti hanno ritenuto che la situazione del mercato fosse più favorevole all'emissione di titoli a lungo termine poiché, al di sotto di determinati *rating*, alcuni investitori non avrebbero sottoscritto emissioni a breve termine.

Nonostante la riduzione del tasso di crescita, alla fine del 2002 la quota di titoli di debito emessi sia da società finanziarie non monetarie che da imprese non finanziarie sul totale delle emissioni dei residenti è stata del 12,5 per cento, lievemente superiore all'11,6 per cento della fine del 2001 (cfr. tavola 3). Di riflesso a questa modesta variazione, anche le quote relative alle IFM e alle amministrazioni pubbliche sul totale delle emissioni in euro sono rimaste sostanzialmente invariate, al 36,1 e al 51,4 per cento, rispettivamente. Considerati congiuntamente, questi due settori hanno continuato a dominare il mercato dei titoli di debito denominati in euro in termini sia di consistenze che di emissioni totali.

Nel 2002 la quota dei titoli di debito denominati in euro sul totale delle emissioni lorde in tutte le valute dei residenti nell'area è rimasta stabile, a circa il 93 per cento. Anche la crescita dei titoli di debito denominati in valute diverse dall'euro emessi da residenti nell'area non ha subito variazioni di rilievo, attestandosi all'11,3 per cento. Dall'inizio della Terza fase dell'UEM, l'espansione di quest'ultima voce è risultata sistematicamente più sostenuta rispetto a quella delle corrispondenti emissioni in euro. Ciò potrebbe essere dovuto alla crescente internazionalizzazione del mercato dei capitali, che ha favorito una maggiore diversificazione valutaria delle emissioni di titoli di debito nell'area dell'euro (cfr. il riquadro 2 *Il recente miglioramento delle statistiche sulle emissioni di titoli* nel numero di gennaio 2003 del Bollettino mensile, pag. 16). Nel 2002 gli emittenti esteri hanno ampliato ulteriormente il volume di attività sul mercato dei titoli di debito in euro: la consistenza

**Tavola 3**

**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
Istituzioni finanziarie monetarie	35,8	37,0	37,4	36,5	36,1
Istituzioni diverse dalle IFM	7,1	8,5	9,7	11,6	12,5
<i>Società finanziarie non monetarie</i>	2,3	3,3	4,0	5,3	6,3
<i>Società non finanziarie</i>	4,8	5,2	5,7	6,3	6,2
Amministrazioni pubbliche	57,1	54,5	52,9	51,9	51,4
<i>Amministrazione centrale</i>	55,4	52,9	51,2	50,0	49,1
<i>Altri settori dell'amministrazione pubblica</i>	1,7	1,6	1,7	1,9	2,3

Fonte: BCE.

Nota: dal 1° gennaio 2001 sono inclusi anche i dati relativi alla Grecia.

di titoli emessi da non residenti nell'area è cresciuta di circa il 12,9 per cento (17,5 per cento alla fine del 2001).

**I debiti finanziari dei settori non finanziari dell'area dell'euro mostrano andamenti divergenti**

Rispecchiando principalmente gli andamenti dei prestiti concessi dalle IFM e delle emissioni di obbligazioni, nel corso del 2002 il tasso di crescita sui dodici mesi dei debiti finanziari del settore non finanziario dell'area dell'euro è diminuito, collocandosi intorno al 4/4 per cento nel quarto trimestre, dal 5,4 dell'ultimo trimestre del 2001 (cfr. tavola 4). Il lieve calo è imputabile all'ulteriore rallentamento della componente relativa alle imprese non finanziarie; nello stesso periodo l'indebitamento finanziario delle famiglie e delle amministrazioni pubbliche hanno leggermente accelerato (cfr. figura 6).

Dopo la prolungata flessione fra il terzo trimestre del 1999 e il primo del 2002, il tasso di crescita dell'indebitamento finanziario delle famiglie è aumentato lievemente; si è collocato intorno al 6 per cento nell'ultimo trimestre del 2002. In particolare, sono cresciuti i

## Tavola 4

### Indebitamento dei settori non finanziari dell'area dell'euro <sup>1)</sup>

	Consistenze in percentuale del debito del settore <sup>2)</sup>	Tassi di crescita a dodici mesi (dati di fine periodo) <sup>3)</sup>						
		1999	2000	2001	2002 1°trim.	2002 2°trim.	2002 3°trim.	2002 4°trim. <sup>4)</sup>
<b>Totale</b>	<b>100</b>	<b>6,3</b>	<b>7,2</b>	<b>5,4</b>	<b>5,4</b>	<b>5,1</b>	<b>4,7</b>	<b>4 ¼</b>
<i>di cui:</i> a breve termine	17,8	5,3	11,0	5,4	3,0	1,6	0,8	1 ½
<i>di cui:</i> a lungo termine	82,2	6,6	6,4	5,4	5,9	5,9	5,6	5
<b>Famiglie <sup>5)</sup></b>	<b>27,1</b>	<b>10,7</b>	<b>7,4</b>	<b>5,7</b>	<b>5,7</b>	<b>5,9</b>	<b>6,1</b>	<b>6</b>
<i>di cui:</i> a breve termine	8,1	9,0	6,3	-0,7	-0,6	1,1	1,2	2 ½
<i>di cui:</i> a lungo termine	91,9	10,8	7,5	6,3	6,3	6,4	6,6	6 ½
<b>Società non finanziarie</b>	<b>33,3</b>	<b>8,6</b>	<b>14,3</b>	<b>8,3</b>	<b>6,4</b>	<b>5,6</b>	<b>4,2</b>	<b>3 ¾</b>
<i>di cui:</i> a breve termine	30,6	10,9	20,2	5,0	1,0	-2,9	-3,4	-2 ½
<i>di cui:</i> a lungo termine	69,4	7,6	11,7	9,9	9,2	10,0	8,0	6 ¾
<b>Amministrazioni pubbliche</b>	<b>39,6</b>	<b>2,3</b>	<b>1,8</b>	<b>2,9</b>	<b>4,3</b>	<b>4,0</b>	<b>4,2</b>	<b>3 ½</b>
<i>di cui:</i> a breve termine	13,8	-4,6	-2,8	9,2	8,9	11,6	9,7	9
<i>di cui:</i> a lungo termine	86,2	3,4	2,5	2,0	3,6	2,8	3,3	2 ¾

Fonte: BCE.

Nota: i dati comprendono la maggior parte delle categorie di passività del SEC 95. Non sono ancora inclusi i prodotti derivati, i prestiti erogati dal settore pubblico e dalle imprese non finanziarie, le azioni non quotate, altri tipi di capitale e altre poste debitorie. Non sono inoltre compresi i prestiti erogati da banche non residenti nell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, si veda la nota alla tavola 6.1 nella sezione Statistiche dell'area dell'euro del Bollettino mensile.

- 1) 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.
- 2) Dati alla fine del terzo trimestre del 2002. I dati relativi al totale dei finanziamenti a breve e a lungo termine e per settore sono calcolati come percentuale dell'indebitamento totale. I finanziamenti a breve e a lungo termine per settore sono calcolati come percentuale dell'indebitamento di settore. Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti.
- 3) I tassi di crescita a dodici mesi sono calcolati come somma dei flussi di nuovi finanziamenti negli ultimi quattro trimestri in rapporto alla consistenza iniziale.
- 4) I dati del trimestre più recente sono stati stimati sulla base delle statistiche monetarie e bancarie e delle statistiche sulle emissioni di titoli.
- 5) Compresa le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.

finanziamenti a lungo termine (con scadenza originaria superiore a un anno), stimolati in larga misura dal forte incremento dei mutui per l'acquisto di abitazioni concessi dalle IFM dell'area (cfr. tavola 5). L'andamento di questi ultimi è stato, a sua volta, alimentato dai livelli storicamente bassi dei tassi di interesse sui mutui e dal forte aumento dei prezzi degli immobili residenziali in alcuni paesi dell'area. In seguito alla robusta espansione dei debiti finanziari totali delle famiglie, il rapporto fra i debiti di questo settore e il PIL è aumentato lievemente nel 2002, portandosi intorno al 51 per cento nell'ultimo trimestre (cfr. figura 7).

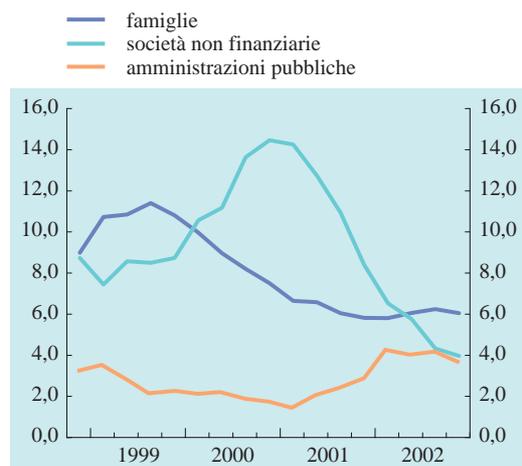
La crescita sui dodici mesi dei debiti finanziari delle imprese non finanziarie è scesa al di sotto del 4 per cento nel quarto trimestre del 2002, dall'8,3 dell'ultimo trimestre del 2001. Nella prima metà del 2002 tale andamento ha

in gran parte riflesso la forte riduzione della componente relativa ai prestiti a breve termine (con scadenza originaria fino a un anno). In particolare, le imprese hanno ridotto i prestiti a breve ottenuti dalle IFM dell'area dell'euro, che rappresentano circa il 75 per cento del loro indebitamento a breve termine. Il tasso di crescita dei debiti finanziari a lungo termine è rimasto piuttosto sostenuto in questo periodo. Nella seconda metà del 2002 è però diminuito anch'esso, attestandosi intorno al 6¾ per cento nell'ultimo trimestre dell'anno rispetto al 10,0 per cento del secondo trimestre. Il calo è riconducibile a dinamiche analoghe per i prestiti a lungo termine e per le emissioni di obbligazioni a lungo termine. Nel complesso, i debiti delle imprese non finanziarie rispetto al PIL si sono sostanzialmente stabilizzati nel 2002, su un valore appena superiore al 62 per cento (cfr. figura 7).

## Figura 6

### Indebitamento dei settori non finanziari dell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

Nota: per maggiori dettagli, si veda la tavola 4.

La moderazione della crescita dei debiti finanziari delle imprese non finanziarie ha rispecchiato la netta diminuzione dell'attività di fusione e acquisizione, nonché i modesti investimenti reali dovuti alla debolezza della domanda aggregata e al basso livello degli utili societari. È inoltre possibile che le imprese abbiano sentito il bisogno di migliorare le proprie posizioni patrimoniali e di ridurre il proprio grado di indebitamento. Infine non si può escludere che in alcuni paesi dell'area le IFM abbiano adottato un atteggiamento più cauto nella concessione dei prestiti, in risposta al calo della redditività delle imprese e alla diminuzione del valore delle attività finanziarie delle imprese non finanziarie.

L'incremento sui dodici mesi dei debiti finanziari delle amministrazioni pubbliche si aggira intorno al 4 per cento nel 2002, contro il 2,9 per cento nell'ultimo trimestre del 2001. Questo aumento è imputabile al maggiore fabbisogno finanziario connesso al protrarsi della debole congiuntura economica nell'area dell'euro. Il tasso di crescita dei prestiti a breve termine concessi alle amministrazioni pubbliche è diminuito leggermente nella seconda metà dell'anno, ma si è mantenuto su livelli elevati. Per contro, quello relativo all'indebitamento a lungo termine si è mantenuto mode-

sto, intorno al 3 per cento. Ciò potrebbe indicare che le amministrazioni pubbliche hanno tratto vantaggio dal basso livello dei tassi di interesse a breve termine per soddisfare le proprie esigenze di finanziamento aggiuntive.

### Ulteriore calo dei corsi azionari nel 2002, in un contesto di elevata incertezza

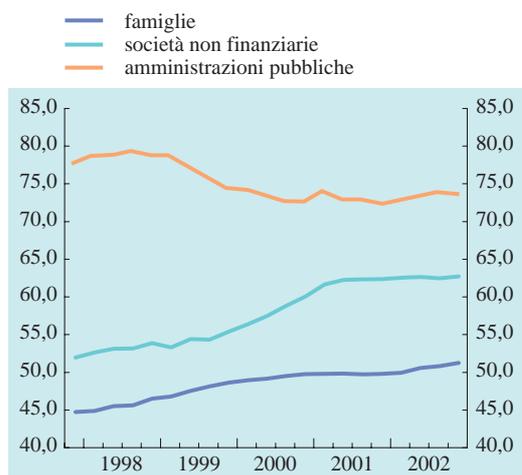
Proseguendo la correzione iniziata nel marzo del 2000, nel 2002 le quotazioni sui mercati azionari internazionali sono diminuite per il terzo anno consecutivo, riportandosi a fine anno sui livelli osservati dopo la crisi finanziaria dell'autunno del 1998 (cfr. figura 8a). Il ribasso dei corsi si è accompagnato a un livello eccezionalmente alto di incertezza, misurata dalla volatilità implicita del mercato azionario, soprattutto fra la metà di maggio e gli inizi di ottobre (cfr. figura 8b e riquadro 2).

Nel complesso, gli indici generali di borsa negli Stati Uniti, in Giappone e nell'area dell'euro hanno seguito andamenti analoghi

## Figura 7

### Rapporto tra indebitamento e PIL dei settori non finanziari dell'area dell'euro

(in percentuale)



Fonte: BCE.

Nota: per maggiori dettagli, si veda la tavola 4. Il rapporto tra debito e PIL calcolato in base ai conti finanziari trimestrali risulta leggermente inferiore all'analogo rapporto calcolato in base ai conti finanziari annuali, principalmente in quanto i prestiti erogati dai settori non finanziari e da banche non residenti nell'area dell'euro non sono inclusi.

## Tavola 5

### Prestiti delle IFM alle famiglie e alle società non finanziarie

(dati di fine periodo, non destagionalizzati e non corretti per gli effetti di calendario)

	Consistenze espresse in percentuale del totale <sup>1)</sup>	Tassi di crescita sul trimestre corrispondente						
		1999	2000	2001	2002 1°trim.	2002 2°trim.	2002 3°trim.	2002 4°trim.
<b>Famiglie <sup>2)</sup></b>	<b>52,5</b>	<b>10,7</b>	<b>7,4</b>	<b>5,2</b>	<b>5,4</b>	<b>5,7</b>	<b>5,9</b>	<b>5,8</b>
Credito al consumo <sup>3)</sup>	15,8	7,5	7,8	3,0	3,7	3,0	3,2	3,7
Mutui per l'acquisto di abitazioni <sup>3)</sup>	66,4	12,2	8,5	6,9	7,3	7,8	7,8	7,6
Altri prestiti	17,8	8,8	3,6	1,7	0,4	0,9	1,7	1,5
<b>Società non finanziarie</b>	<b>47,5</b>	<b>6,9</b>	<b>10,9</b>	<b>6,2</b>	<b>5,0</b>	<b>4,4</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>
Fino a 1 anno	33,2	5,9	12,8	2,1	-1,6	-3,1	-2,6	-1,6
Oltre 1 anno	66,8	7,5	9,9	8,6	8,8	8,8	6,9	6,3

Fonte: BCE.

Nota: per ulteriori dettagli si vedano le note alla tavola 2.5 nella sezione Statistiche dell'area dell'euro del Bollettino mensile e le relative note tecniche.

- 1) Alla fine del quarto trimestre del 2002. I prestiti ai settori sono espressi come percentuale del totale dei prestiti delle IFM al settore privato non finanziario (escluse le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie); le scomposizioni per durata e per destinazione sono espresse in percentuale dei prestiti delle IFM al rispettivo settore. Eventuali mancate quadrature nei totali possono derivare da arrotondamenti.
- 2) Definizione SEC 95, che esclude le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.
- 3) Le definizioni di credito al consumo e di mutui per l'acquisto di abitazioni non sono del tutto omogenee nei paesi dell'area dell'euro.

durante il 2002, anche se in determinati periodi i prezzi delle azioni giapponesi sono stati influenzati prevalentemente da fattori interni. All'inizio dell'anno gli indici azionari hanno mostrato una relativa stabilità, mentre la volatilità implicita si è mantenuta su livelli moderati, poiché gli operatori si aspettavano una graduale ripresa dell'economia. Fra la metà di maggio e la fine di luglio, tuttavia, le quotazioni di borsa hanno subito significative pressioni al ribasso, originate in parte da crescenti timori circa l'affidabilità delle informazioni contenute nei bilanci delle imprese. Queste circostanze hanno sospinto la volatilità su livelli elevati, prossimi a quelli registrati in seguito agli attacchi terroristici perpetrati negli Stati Uniti l'11 settembre 2001. Utili societari inferiori al previsto e il deterioramento delle prospettive di crescita dell'economia mondiale hanno concorso a deprimere le quotazioni e ad accrescerne la volatilità.

Alla fine di luglio, e per quasi tutto il mese di agosto, i prezzi delle azioni sono temporaneamente risaliti sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro, a causa principalmente di un ridimensionamento delle preoccupazioni sulla qualità dei dati contabili pubblicati dalle società quotate. Tuttavia, nel corso di settembre una nuova revisione al ribasso delle

aspettative di ripresa dell'economia mondiale e l'intensificarsi degli annunci di utili inferiori alle attese hanno inciso negativamente sulle quotazioni azionarie; i principali indici hanno registrato bruschi cali, scendendo agli inizi di ottobre ai livelli più bassi dell'anno. Nel quarto trimestre, i mercati azionari hanno registrato un nuovo recupero. Il rialzo è stato robusto in ottobre ma alquanto più moderato in novembre, per poi lasciare il passo a un nuovo, lieve calo in dicembre. Questo andamento si è iscritto in un contesto contraddistinto da utili trimestrali superiori alle attese e da un miglioramento delle attese di crescita, in particolare di quelle relative agli Stati Uniti.

Nell'insieme, le quotazioni azionarie dell'area dell'euro, misurate dall'indice Dow Jones Euro Stoxx, hanno registrato un calo pari al 35 per cento nel 2002. Nello stesso periodo i prezzi delle azioni negli Stati Uniti, misurati dall'indice Standard & Poor's 500, sono scesi del 23 per cento mentre in Giappone l'indice Nikkei 225 ha perso il 19 per cento. Rispetto agli Stati Uniti e al Giappone, la volatilità implicita del mercato azionario dell'area dell'euro è rimasta relativamente elevata durante la seconda metà dell'anno.

Il marcato calo delle quotazioni nell'area dell'euro ha contribuito a comprimere i rapporti tra i prezzi e gli utili verso livelli prossimi alle medie storiche. Negli Stati Uniti, al contrario, tali rapporti restavano su valori moderatamente superiori alle medie storiche nei primi mesi del 2003.

Negli Stati Uniti, i dati sugli utili societari inferiori alle attese e la debolezza ciclica sono stati i principali motivi della tendenza al ribasso delle quotazioni azionarie. Inoltre, diversi casi di irregolarità contabili hanno destato preoccupazione circa l'affidabilità delle informazioni sugli utili societari. In particolare, a fine giugno la società di telecomunicazioni WorldCom effettuava la più ingente rettifica di dati contabili sugli utili societari che si sia mai verificata nella storia delle imprese negli Stati Uniti; ciò contribuiva a determinare un ampio calo delle quotazioni azionarie e un contestuale, forte aumento della loro volatilità. Nell'intento di fugare i timori sulla veridicità dei bilanci delle società

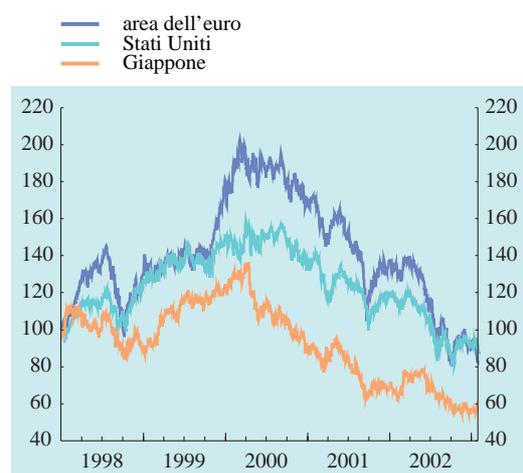
quotate, la *Securities and Exchange Commission* (SEC) ha disposto che gli amministratori delegati delle maggiori società statunitensi confermassero per iscritto, in una dichiarazione giurata, l'accuratezza dei bilanci delle proprie società (nella maggior parte dei casi, la scadenza per la dichiarazione è stata fissata al 14 agosto 2002). Come nel biennio precedente, nel 2002 i cali più pronunciati hanno interessato i titoli del settore tecnologico, con una flessione annua complessiva dell'indice *Nasdaq Composite* pari al 32 per cento.

In Giappone i corsi azionari sono cresciuti nella prima metà dell'anno, in parte grazie alle misure adottate dal governo per rendere più restrittiva la normativa sulle vendite allo scoperto di titoli azionari. A partire dal terzo trimestre, gli andamenti delle azioni nipponiche sono stati tuttavia prevalentemente influenzati da fattori internazionali e in particolare dalle riallocazioni di portafoglio verso il mercato obbligazionario indotte dall'elevato grado di incertezza e dalla conseguente ricerca di

**Figura 8**

**(a) Corsi azionari nell'area dell'euro, negli Stati Uniti e in Giappone**

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

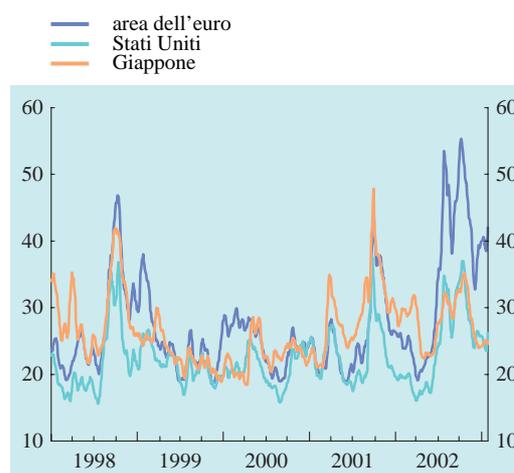


Fonte: Reuters.

Nota: indice Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia) per l'area dell'euro, Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti e Nikkei 225 per il Giappone. Dal 1° gennaio 2001 sono inclusi anche i dati relativi alla Grecia.

**(b) Volatilità implicita degli indici azionari per l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Giappone**

(valori percentuali su base annua; media mobile a dieci giorni di dati giornalieri)



Fonte: Bloomberg.

Nota: le serie della volatilità implicita riflettono la deviazione standard attesa delle variazioni percentuali dei corsi azionari su un periodo fino a tre mesi, derivata dai prezzi delle opzioni sugli indici azionari. Gli indici 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. Prima del 1999 la serie dell'area dell'euro è calcolata sulla base delle corrispondenti serie nazionali disponibili.

investimenti più sicuri. Nello scorcio dell'anno, mentre i maggiori mercati azionari internazionali recuperavano terreno, in Giappone i corsi hanno continuato a calare a fronte delle crescenti preoccupazioni destinate dalla fragilità finanziaria dell'economia e dalla difficile soluzione del problema dei prestiti in sofferenza. Il 14 novembre l'indice Nikkei 225 ha raggiunto il valore più basso degli ultimi 19 anni.

Nell'area dell'euro, gli andamenti dei corsi sono stati fortemente influenzati dalle oscillazioni dei mercati azionari statunitensi. Tuttavia, sui mercati dell'area la correzione al ribasso è stata maggiore e l'incertezza, misurata dalla volatilità implicita delle opzioni sull'indice Dow Jones Euro Stoxx 50, si è collocata su livelli eccezionalmente alti. Le turbolenze sui mercati azionari dell'area sono state in primo luogo connesse con la scoperta di irregolarità contabili presso grandi società quotate statunitensi e con la perdurante incertezza riguardo ai tempi e all'intensità della ripresa economica mondiale. Ad esse hanno tuttavia contribuito anche diversi fattori interni all'area dell'euro. Tra questi, la maggiore debolezza ciclica nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti. In secondo luogo, nel 2002 la diminuzione dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine, che svolgono un ruolo fondamentale nella determinazione del fattore di sconto delle azioni, è stata più decisa negli Stati Uniti che nell'area dell'euro e potrebbe pertanto aver sostenuto il mercato statunitense in misura maggiore.

Infine, su base settoriale, il contributo maggiore alla flessione complessiva dei corsi azionari dell'area è venuto dai significativi cali nel settore tecnologico (52 per cento nel 2002), finanziario e delle telecomunicazioni (36 per cento in entrambi i casi). Considerati congiuntamente, questi tre comparti hanno contribuito a oltre la metà della flessione dell'indice generale nel 2002. Il ribasso dei titoli delle società tecnologiche e di telecomunicazione sarebbe in parte riconducibile al protrarsi della correzione rispetto agli elevati livelli della fine degli anni novanta, per effetto delle continue revisioni al ribasso delle attese di profitto degli investitori. Inoltre, i crescenti

timori destati dal forte grado di indebitamento delle società di telecomunicazioni hanno teso ad amplificare i ribassi delle quotazioni in questo comparto. Nel settore finanziario il brusco calo dei mercati azionari nel corso del secondo e del terzo trimestre ha influito negativamente sulla redditività di talune banche e sui bilanci delle compagnie di assicurazione con un'esposizione in azioni relativamente forte. Queste ultime hanno parimenti risentito delle perdite dovute a catastrofi naturali.

La significativa flessione dei prezzi delle azioni nel 2002, cumulatasi con i ribassi dei due anni precedenti, sembra essersi, in una certa misura, ripercossa negativamente sull'economia dell'area dell'euro. Vi sono essenzialmente quattro canali principali attraverso cui il mercato azionario può incidere direttamente sull'attività economica: gli effetti ricchezza sui consumi privati, i riflessi del costo del capitale sugli investimenti delle imprese e gli effetti di bilancio e di fiducia sui consumi e sugli investimenti. Tuttavia, è difficile discernere l'esatta portata dell'impatto di ciascun canale sull'attività economica (al riguardo si veda anche il riquadro 3 nel numero di settembre 2002 del Bollettino mensile). Nondimeno, l'evidenza empirica disponibile, anche se scarsa, fa ritenere che gli effetti diretti degli andamenti dei mercati azionari sull'attività dell'area dell'euro, pur se percettibili, siano stati molto più limitati che negli Stati Uniti, dove il possesso di azioni è molto più diffuso. D'altra parte, dato che il calo dei corsi azionari ha interessato tutte le maggiori borse internazionali, è aumentata anche la probabilità che l'economia dell'area dell'euro possa essere stata influenzata negativamente attraverso le interdipendenze con le altre principali economie.

Proseguendo la tendenza calante degli ultimi tre anni, tra la fine del 2002 e il 28 febbraio 2003 le quotazioni azionarie nell'area dell'euro, misurate dall'indice Dow Jones Euro Stoxx, e quelle negli Stati Uniti, misurate dallo Standard and Poor's 500, sono scese del 9 e del 4 per cento, rispettivamente. Nei primi due mesi del 2003 l'incertezza, misurata dalla volatilità implicita dei corsi azionari, si è

accreciuta. I due fattori alla base di tale andamento sarebbero stati, da un lato, i timori per le tensioni geopolitiche e, dall'altro, le indicazioni contrastanti provenienti dai dati

economici e dalle informazioni sugli utili societari, che hanno suscitato nuove incertezze circa le prospettive reddituali delle imprese nel breve periodo.

## Riquadro 2

### Il sensibile aumento della variabilità dei corsi azionari nell'area dell'euro nel 2002

Le quotazioni azionarie nell'area dell'euro hanno mostrato brusche oscillazioni nel corso del 2002. Oltre ad aver subito cali rilevanti, nel 2002 gli indici generali di borsa hanno registrato variazioni giornaliere in media più marcate rispetto agli anni precedenti (cfr. figura A). Il valore medio assoluto delle variazioni giornaliere dell'indice Dow Jones Euro Stoxx, benché negli ultimi anni abbia mostrato una tendenza a salire, nel 2002 si è innalzato all'1,5 per cento, un livello quasi doppio rispetto a quello del periodo 1992-2002 (0,8 per cento circa). In questo riquadro vengono identificati alcuni dei fattori, sia globali che specifici all'area dell'euro, che concorrono a spiegare la marcata turbolenza dei mercati azionari, riflessasi nell'elevato grado di volatilità dei prezzi delle azioni nell'area dell'euro nel 2002.

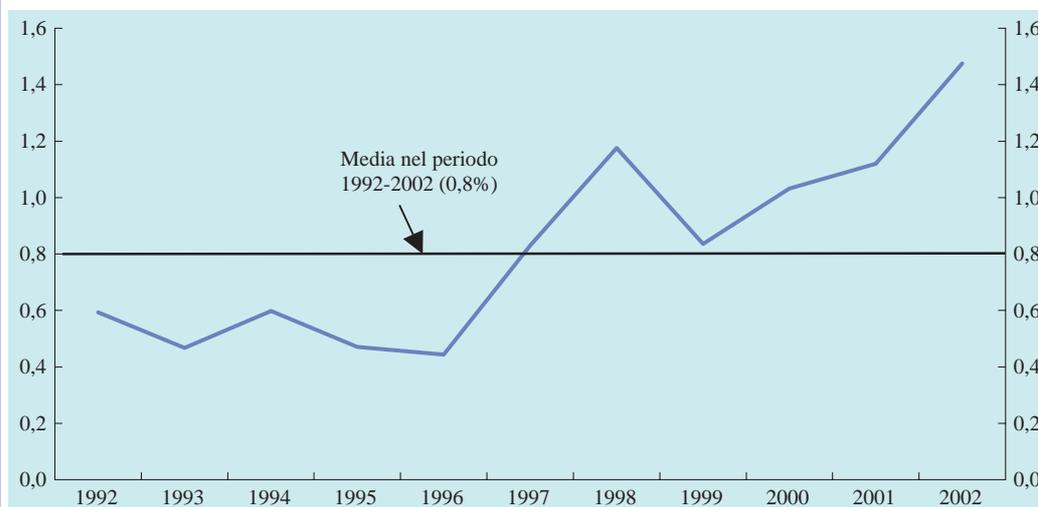
#### La persistenza di un'elevata volatilità implicita nel 2002

Il grado di turbolenza nei mercati azionari è spesso desunto dalla volatilità implicita delle opzioni sugli indici azionari che, in una certa misura, fornisce indicazioni sull'opinione generale degli operatori di mercato riguardo all'incertezza relativa alle dinamiche di breve periodo dei prezzi delle azioni. Considerata sia in una prospettiva storica propria all'area dell'euro, sia nel confronto internazionale, nel 2002 la volatilità implicita dei mercati azionari dell'area dell'euro si è situata su livelli eccezionalmente elevati. Essa è stata in media pari al 35 per cento, rispetto al 27 per cento dal 1998 ad oggi, superando altresì i livelli registrati sia negli Stati Uniti che in Giappone (cfr. figura 8b).

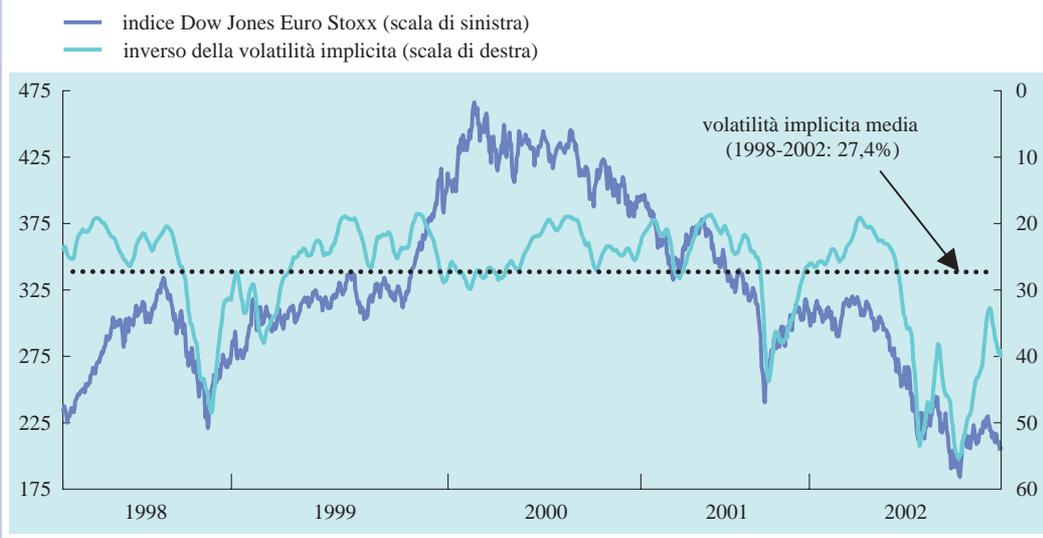
#### Sia i fattori interni sia quelli internazionali hanno contribuito alla più elevata volatilità

Agli inizi del 2002, con il proseguire del processo di assestamento successivo agli avvenimenti dell'11 settembre 2001, le condizioni prevalenti sui mercati azionari internazionali sono divenute meno volatili. Tuttavia, dopo la metà di maggio una serie di effetti avversi ha accresciuto l'incertezza circa i possibili andamenti futuri dei mercati finanziari, inducendo un innalzamento della volatilità nella maggior parte dei principali mercati

**Figura A: Variazione giornaliera assoluta dell'indice Dow Jones Euro Stoxx (1992-2002)**  
(medie annue; punti percentuali)



**Figura B: Indice Dow Jones Euro Stoxx e inverso della volatilità implicita (1998-2002)**



azionari. Alcuni dei fattori all'origine di questi sviluppi sono stati di natura globale, come i timori per le irregolarità contabili delle imprese e per l'affidabilità delle informazioni sui bilanci societari, i rischi geopolitici e le revisioni al ribasso delle previsioni sulla crescita economica.

Esistono altri fattori, più specifici all'area dell'euro, in grado di spiegare in parte perché nel 2002 l'incertezza è stata particolarmente elevata in questa regione. In primo luogo, spesso la volatilità dei mercati azionari tende ad accentuarsi nelle fasi di ribasso delle quotazioni anziché in quelle di rialzo (cfr. figura B). Questo fenomeno è spiegato tipicamente dall'"effetto di leverage", in base al quale, dato che nel breve periodo il livello di indebitamento dell'impresa è fisso, la flessione del prezzo dell'azione tende a far aumentare il rapporto fra l'indebitamento e il capitale netto, vale a dire il *leverage*<sup>1</sup>. Ciò riduce il margine di copertura patrimoniale dell'impresa rispetto alle fluttuazioni di reddito e quindi gli utili futuri diventano più incerti. Il risultato è una maggiore volatilità del prezzo dell'azione. Dato che nel 2002 la flessione delle quotazioni azionarie nell'area dell'euro è stata più marcata che in altri mercati, la volatilità complessiva di queste quotazioni è risultata più elevata rispetto alle altre aree economiche. A ciò si aggiunge il fatto che il settore delle telecomunicazioni si è fortemente indebitato negli ultimi anni, principalmente a causa degli acquisti delle licenze UMTS, rafforzando così il *leverage*.

Oltretutto, in ragione delle ingenti perdite subite sulle partecipazioni azionarie, nel corso del 2002 molte banche e imprese di assicurazione europee hanno aggiustato i loro portafogli riducendo la componente azionaria. Questi considerevoli spostamenti di capitali dai mercati azionari verso altri segmenti del mercato (ad esempio verso il comparto obbligazionario) in un intervallo di tempo relativamente breve potrebbero aver contribuito alla più elevata volatilità dei mercati azionari dell'area dell'euro.

Un ultimo fattore potrebbe essere dato dalla maggiore correlazione positiva fra i settori, desumibile dal fatto che nel 2002 il ribasso delle quotazioni è stato più generalizzato nell'area dell'euro che negli altri principali mercati e che potrebbe aver provocato una più forte volatilità dell'indice azionario generale.

In sintesi, se da un lato taluni fattori globali, mettendo in luce alcune debolezze strutturali e punti di vulnerabilità propri di alcuni settori, paiono aver innescato un innalzamento della volatilità nei mercati azionari dell'area, dall'altro il ribasso dei mercati azionari internazionali ha avuto un effetto amplificato nell'area. Di conseguenza, le oscillazioni delle quotazioni azionarie nell'area dell'euro, specie nella seconda metà del 2002, sono risultate le più ampie dell'esperienza storica recente.

1) Si veda ad esempio Black, F. (1976), *Studies of Stock Price Volatility Changes*, atti della conferenza dell'American Statistical Association.

### ***I tassi di interesse del mercato monetario segnano un calo generalizzato nel corso del 2002***

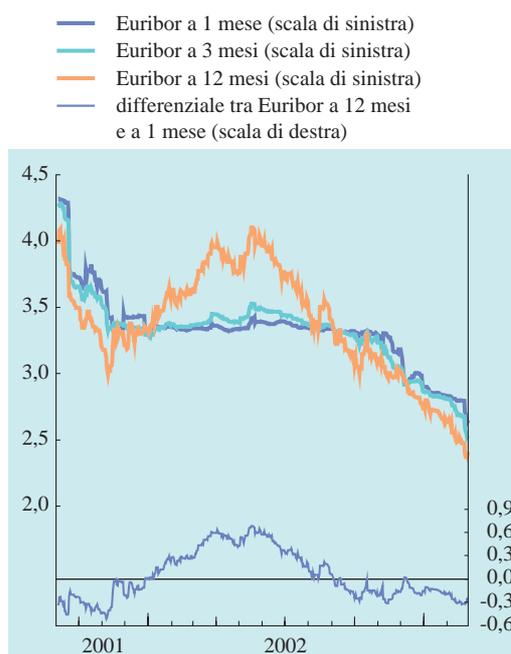
Durante i primi cinque mesi del 2002 i tassi di interesse del mercato monetario sono aumentati, proseguendo la tendenza avviatasi verso la fine del 2001. A partire da metà maggio questa tendenza si è interrotta e per tutta la seconda parte del 2002 i tassi sono gradualmente diminuiti. Queste dinamiche hanno riflesso le aspettative sull'evoluzione futura dei tassi a breve termine del mercato monetario. Nei primi cinque mesi dell'anno gli operatori avevano previsto un aumento di tali tassi; tuttavia, in linea con le aspettative sulle prospettive economiche e sull'inflazione, essi hanno successivamente rivisto al ribasso le loro attese fino a prevedere, nell'ultimo trimestre, una riduzione dei tassi. Essi hanno pertanto anticipato ampiamente la diminuzione di 50 punti base dei tassi di riferimento della BCE decisa dal Consiglio direttivo nella riunione del 5 dicembre 2002 (l'unica operata nell'anno). Alla fine del 2002 l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario, misurata dalla differenza fra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese, era leggermente negativa.

Da un'analisi più dettagliata emerge che negli ultimi mesi del 2001, soprattutto dopo i fatti dell'11 settembre e la successiva riduzione dei tassi di riferimento della BCE, i tassi del mercato monetario sono scesi in misura significativa, sospinti dal rafforzarsi delle aspettative di un'attenuazione delle pressioni inflazionistiche dovuta al deterioramento delle prospettive per l'economia mondiale. Al volgere dell'anno tuttavia questo movimento ha iniziato a registrare un'inversione di tendenza: le valutazioni sono divenute più ottimistiche e gli operatori hanno iniziato ad attendersi un recupero dell'attività economica e l'emergere di rischi di inflazione. Pertanto, tra la fine del 2001 e la metà di maggio del 2002 i tassi del mercato monetario sono risaliti, con un rialzo più accentuato per le scadenze più lunghe (cfr. figura 9). Di conseguenza, l'inclinazione della curva dei rendimenti, che agli inizi del 2002 presentava un profilo pressoché

**Figura 9**

### **Tassi di interesse a breve termine nell'area dell'euro e pendenza della curva dei rendimenti del mercato monetario**

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



Fonte: Reuters.

piatto, si è sensibilmente accentuata nei primi mesi dell'anno, collocandosi a circa 70 punti base a metà maggio.

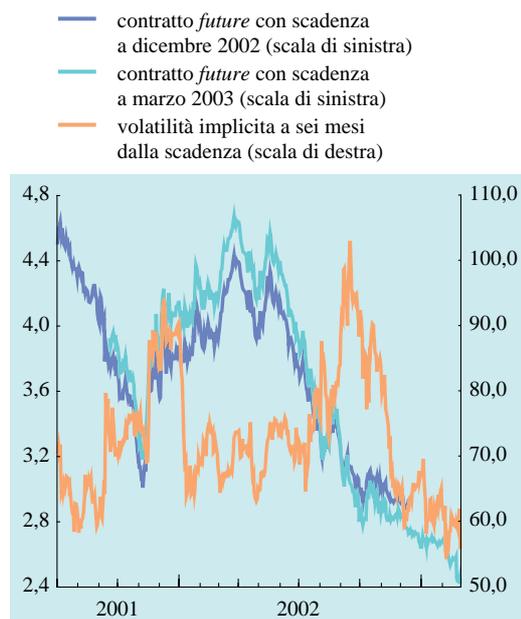
In questo periodo il mutamento delle attese relative al profilo dei tassi del mercato monetario a breve termine è risultato evidente anche dall'evoluzione del tasso Euribor a tre mesi implicito nei prezzi dei contratti *future* con scadenza nel 2002 e agli inizi del 2003, aumentato di circa 100 punti base tra la fine del 2001 e la metà del maggio 2002. Nello stesso periodo, è rimasta sostanzialmente stabile su livelli relativamente contenuti l'incertezza degli operatori di mercato sul profilo atteso dei tassi di interesse a breve termine, misurata dalla volatilità implicita nelle opzioni sui contratti *future* sull'Euribor a tre mesi (cfr. figura 10).

La tendenza crescente evidenziata dai tassi del mercato monetario nei primi cinque mesi del 2002 si è invertita a fine maggio; da quel

**Figura 10**

**Tassi future sull'Euribor a tre mesi e volatilità implicita nelle relative opzioni**

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



Fonti: Bloomberg, Reuters ed elaborazioni della BCE.

momento in poi i tassi sono gradualmente diminuiti fino alla fine dell'anno. Tra la fine di maggio e gli inizi di settembre l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario, misurata dal differenziale fra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese, ha assunto un profilo quasi piatto per via del calo dei tassi sulle scadenze a più lungo termine. Nel contempo, l'incertezza nel mercato è notevolmente aumentata. A metà settembre, l'inclinazione della curva dei rendimenti è divenuta gradualmente negativa; questo andamento è stato accompagnato dalla significativa riduzione della volatilità implicita risultante dal rafforzarsi delle attese di una riduzione dei tassi di interesse di riferimento della BCE.

Alla fine del 2002 il tasso Euribor a un mese e quello a dodici mesi si collocavano al 2,90 e al 2,75 per cento rispettivamente, inferiori di 43 e di 59 punti base rispetto ai valori di fine 2001, mentre la volatilità implicita si era riportata su livelli bassi. Nei primi due mesi del 2003 i tassi del mercato monetario e i tassi *future* sull'Euribor sono diminuiti ulteriormente.

Nel corso del 2002 il livello del tasso di interesse *overnight*, misurato dall'Eonia, ha seguito l'andamento del tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema. La volatilità dell'Eonia è stata in generale contenuta e limitata alla fine dei periodi di mantenimento delle riserve, quando l'obbligo minimo di riserva diviene vincolante per il sistema bancario. Il tasso ha inoltre mostrato una tendenza ad aumentare moderatamente nell'ultimo giorno lavorativo di ciascun mese, riflettendo la volontà delle istituzioni creditizie di adeguare i propri bilanci in quelle date. Come negli anni precedenti, questo fenomeno si è intensificato sul finire dell'anno. Agli inizi del gennaio 2002 l'Eonia si è situato su un livello leggermente superiore al tasso minimo di offerta. L'andamento va ricondotto alle condizioni di liquidità relativamente tese dopo l'introduzione del contante in euro, determinate da una domanda di nuove banconote superiore alle previsioni, mentre il ritiro dei vecchi biglietti, confluiti alle banche centrali nazionali per il tramite delle istituzioni creditizie, era più lento del previsto. In tale contesto, agli inizi di gennaio l'Eurosistema ha condotto due operazioni di operazioni di regolazione puntuale (*fine-tuning operations*) al fine di fornire liquidità alle controparti. Queste operazioni hanno contribuito a ripristinare condizioni di mercato più normali e l'Eonia è gradatamente ridisceso, stabilizzandosi su un livello lievemente superiore al tasso minimo di offerta. Una terza operazione di regolazione puntuale è stata effettuata il 18 dicembre 2002 a seguito dell'insufficiente richiesta di fondi nell'operazione di rifinanziamento principale condotta il 17 dicembre e delle conseguenti condizioni di scarsa liquidità (cfr. il capitolo II).

***I rendimenti obbligazionari a lungo termine si sono collocati su livelli bassi nel 2002, riflettendo in parte riallocazioni di portafoglio a favore di attività più sicure***

Dopo le modeste variazioni del 2001, i rendimenti dei titoli di Stato nell'area dell'euro e negli Stati Uniti sono calati nel corso del 2002. Il calo si è concentrato nel periodo

## Figura 11

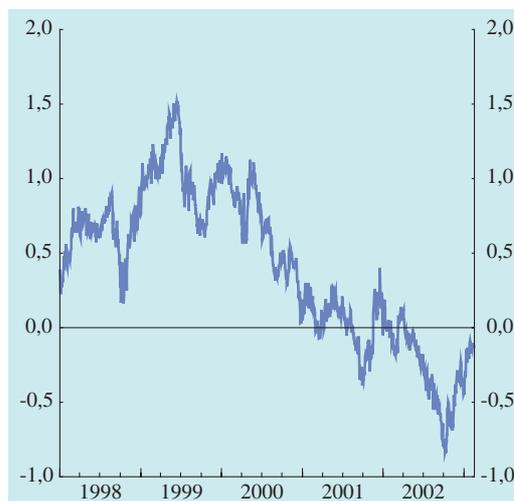
### (a) Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine nell'area dell'euro, negli Stati Uniti e in Giappone

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



### (b) Differenziale tra i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine degli Stati Uniti e dell'area dell'euro

(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 dieci anni o alla scadenza più vicina disponibile. Dal 1° gennaio 2001 le curve dell'area dell'euro includono anche i dati relativi alla Grecia.

compreso fra metà maggio e inizio ottobre; le turbolenze nei mercati azionari sarebbero state il fattore che vi ha maggiormente contribuito. Tali turbolenze infatti hanno indotto gli investitori a ricercare investimenti più sicuri e innescato riallocazioni di portafoglio a favore dei titoli a reddito fisso. Nel complesso, i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni nell'area dell'euro e negli Stati Uniti sono scesi di 90 e 130 punti base rispettivamente, attestandosi intorno al 4,3 e al 3,8 per cento alla fine dell'anno (cfr. figura 11a). Per effetto della flessione più pronunciata dei rendimenti dei titoli statunitensi, il differenziale fra questi e i corrispondenti titoli dell'area si è attestato su valori negativi per la maggior parte del 2002, dopo essersi collocato intorno a valori prossimi a zero nel 2001 (cfr. figura 11b).

Negli Stati Uniti i rendimenti dei titoli di Stato sono aumentati lievemente nei primi mesi del 2002, sospinti dalle valutazioni più ottimistiche degli operatori di mercato sulle prospettive di espansione economica, dopo il pessimismo prevalso in seguito agli avveni-

menti dell'11 settembre 2001. A queste nuove valutazioni hanno altresì contribuito le riduzioni del tasso sui *federal funds*, sceso all'1,75 per cento agli inizi del 2002, il livello più basso dal 1961. Successivamente, con il consolidarsi dell'ottimismo degli operatori riguardo alle prospettive di crescita, vi è stato un aumento dell'inclinazione della curva dei rendimenti, riconducibile in parte ai rendimenti obbligazionari a lungo termine. Talune indicazioni ravvisabili nei primi mesi dell'anno avevano fatto altresì ritenere che le aspettative degli operatori riguardo all'inflazione nel lungo periodo fossero aumentate. Ciò si era riflesso, ad esempio, nell'aumento del tasso di inflazione "di pareggio" misurato dalla differenza fra i rendimenti nominali dei titoli di Stato statunitensi a dieci anni e quelli dei titoli con pari scadenza indicizzati.

A partire dalla metà di maggio, l'ottimismo delle aspettative sulla crescita degli operatori si è attenuato e i rendimenti obbligazionari si sono ridotti, in seguito alla riallocazione delle attività dai mercati azionari verso quelli

a reddito fisso alla ricerca di investimenti più sicuri, in parte indotti dalla scoperta di irregolarità contabili presso società statunitensi. Anche l'intensificarsi delle tensioni in Medio Oriente e la pubblicazione di dati economici peggiori del previsto hanno contribuito a questo movimento. Inoltre, le strategie di copertura delle agenzie statunitensi che operano nel settore dei mutui ipotecari potrebbero aver amplificato la tendenza al ribasso dei rendimenti nominali dei titoli pubblici a dieci anni, che agli inizi di ottobre si sono collocati sui livelli più bassi dal 1958. Dopo la metà di ottobre, i rendimenti obbligazionari sono tornati a salire, grazie all'attenuazione delle tensioni nel mercato azionario. Infatti, il positivo influsso dei dati macroeconomici e delle informazioni sugli utili societari sulle valutazioni delle prospettive di crescita ha spinto gli investitori a ritornare verso i mercati azionari. La decisione adottata il 6 novembre dal Federal Open Market Committee di ridurre il tasso sui *federal funds* di 50 punti base, all'1,25 per cento, ha alimentato ulteriormente questo ottimismo.

In Giappone, nel 2002 i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine hanno seguito in larga misura andamenti autonomi, discostandosi dall'evoluzione sul piano mondiale. Dopo essersi mantenuti stabili nella prima metà dell'anno, intorno all'1,4 per cento, i rendimenti obbligazionari a dieci anni hanno segnato una flessione quasi ininterrotta, collocandosi intorno allo 0,9 per cento alla fine del 2002. I timori dei mercati relativi alle prospettive economiche e al sistema bancario del paese, nonché le riallocazioni di portafoglio dai mercati azionari a quelli del reddito fisso hanno contribuito a far scendere ulteriormente i rendimenti obbligazionari a lungo termine durante l'anno.

Nell'area dell'euro la dinamica del comparto obbligazionario ha rispecchiato nel 2002 quella del mercato statunitense, anche se il calo dei rendimenti è stato meno pronunciato. Come negli Stati Uniti, nei primi mesi del 2002 le valutazioni riguardo alle prospettive di crescita economica sono state più ottimistiche, sospendendo leggermente al rialzo i

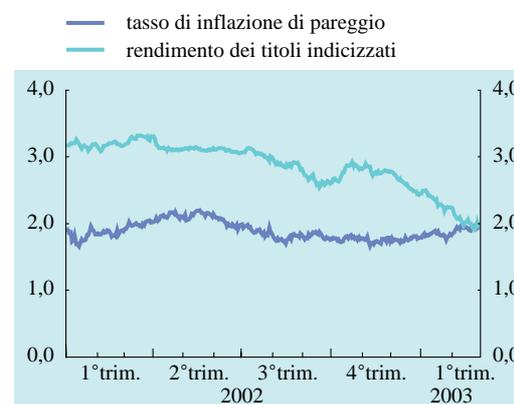
rendimenti obbligazionari a lungo termine. Nel contempo, sono aumentate le aspettative di inflazione a lungo termine degli operatori, di modo che il tasso di inflazione "di pareggio", misurato dalla differenza fra i rendimenti nominali dei titoli a dieci anni e quelli dei titoli con pari scadenza indicizzati allo IAPC dell'area (al netto dei prezzi del tabacco), è aumentato di circa 30 punti base fra la fine di dicembre del 2001 e la metà di maggio del 2002 (cfr. figura 12).

In seguito, la pubblicazione di dati macroeconomici meno favorevoli e la flessione delle quotazioni azionarie hanno contribuito a deprimere le aspettative degli operatori riguardo alla prospettive di espansione economica. Fra metà maggio e ottobre, questo rinnovato pessimismo ha fatto scendere i rendimenti dei titoli a dieci anni dell'area dell'euro, determinando un appiattimento della curva dei rendimenti; sono altresì diminuiti i rendimenti dei titoli a dieci anni indicizzati e il relativo tasso di inflazione "di pareggio". Pressioni al ribasso sono provenute anche dagli scandali relativi ai bilanci delle società

**Figura 12**

**Tasso di interesse reale e tasso di inflazione di pareggio relativi allo IAPC dell'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.

statunitensi, che hanno spinto gli operatori a mettere in dubbio la reale entità degli utili societari dell'area dell'euro. Ciò ha fatto aumentare il premio per il rischio richiesto dagli operatori per detenere azioni e ha originato riallocazioni di capitali dai mercati azionari a quelli dei titoli a reddito fisso. Nel contempo è aumentata l'incertezza relativa all'evoluzione futura dei rendimenti obbligazionari nell'area dell'euro, come si può desumere dall'innalzamento della volatilità implicita del mercato dei titoli. Da ottobre, in contrasto con l'evoluzione negli Stati Uniti dove i rendimenti obbligazionari sono aumentati, nell'area dell'euro essi non hanno mostrato una tendenza precisa, in presenza di segnali contrastanti provenienti dai dati economici.

Nei mercati dei titoli a reddito fisso del settore privato sia nell'area dell'euro che negli Stati Uniti, nel corso del 2002, i differenziali di rendimento fra le obbligazioni a lungo termine emesse da società con merito di credito BBB e i titoli di Stato con scadenza analoga hanno subito oscillazioni relativamente ampie, rispecchiando l'andamento della volatilità implicita dei mercati azionari. Nei primi mesi del 2002, dato il crescente ottimismo delle valutazioni sulle prospettive di espansione delle due aree, questi differenziali non hanno evidenziato una tendenza precisa. Successivamente si sono ampliati per via delle preoccupazioni destinate dall'affidabilità dell'informativa finanziaria delle società, soprattutto negli Stati Uniti ma anche nell'area dell'euro. Nell'ultimo trimestre del 2002 l'apparente attenuarsi di tali preoccupazioni e la stabilizzazione dei mercati azionari hanno fatto sì che in entrambe le economie i differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie ridiscendessero su livelli prossimi a quelli prevalenti a inizio anno.

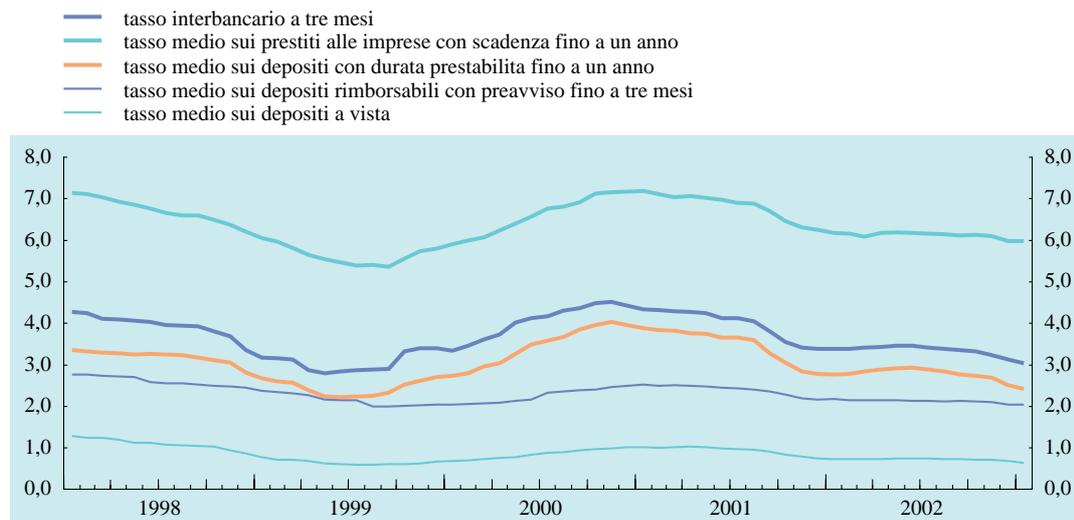
Agli inizi del 2003 i rendimenti obbligazionari a lungo termine nell'area dell'euro hanno continuato a diminuire, sebbene quelli statunitensi siano rimasti pressoché invariati. Nel periodo compreso tra la fine del 2002 e il 28 febbraio 2003, i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro sono scesi di

circa 30 punti base, al 4,0 per cento, mentre quelli sui titoli con pari scadenza emessi dal Tesoro statunitense sono diminuiti solo lievemente. A seguito di questi movimenti, il differenziale fra i rendimenti dei titoli decennali statunitensi e quelli dell'area euro si è ridotto di 20 punti base, collocandosi a -20 punti base il 28 febbraio 2003.

### ***I tassi di interesse bancari al dettaglio hanno registrato un calo generalizzato nel 2002***

I tassi di interesse bancari al dettaglio a breve termine sono diminuiti nel 2002, in un contesto caratterizzato da limitate oscillazioni dei tassi del mercato monetario. Tra la fine del 2001 e la fine del 2002, i tassi di interesse a tre mesi del mercato monetario sono diminuiti di 40 punti base. Nello stesso periodo, i tassi sui depositi a vista e sui depositi a risparmio a breve termine (rimborsabili con preavviso fino a tre mesi) sono diminuiti di circa 10 punti base, mentre il tasso sui depositi con durata prestabilita fino a un anno si è ridotto di circa 30 punti base, in linea con il più lento adeguamento all'evoluzione dei tassi di mercato che caratterizza i tassi al dettaglio. Per quanto concerne la componente relativa ai prestiti a breve termine, i tassi al dettaglio sui prestiti alle imprese con scadenza inferiore a un anno hanno segnato un calo analogo a quello dei tassi di interesse a tre mesi del mercato monetario (cfr. figura 13).

I tassi di interesse bancari a lungo termine sono saliti in modo costante fino a maggio; essi sono poi ridiscesi e, nell'insieme, hanno terminato il 2002 su livelli inferiori a quelli di fine 2001 (cfr. figura 14). Queste dinamiche hanno sostanzialmente rispecchiato gli andamenti dei tassi di mercato. Il tasso sui titoli di Stato a cinque anni, cui sono più strettamente collegati alcuni tassi bancari a lungo termine, è aumentato di circa 60 punti base fra la fine del 2001 e maggio 2002, per poi calare di circa 130 punti base alla fine del 2002. A titolo di confronto, nello stesso periodo il tasso sui depositi a tempo a lungo termine (con scadenza superiore a due anni) e il tasso sui

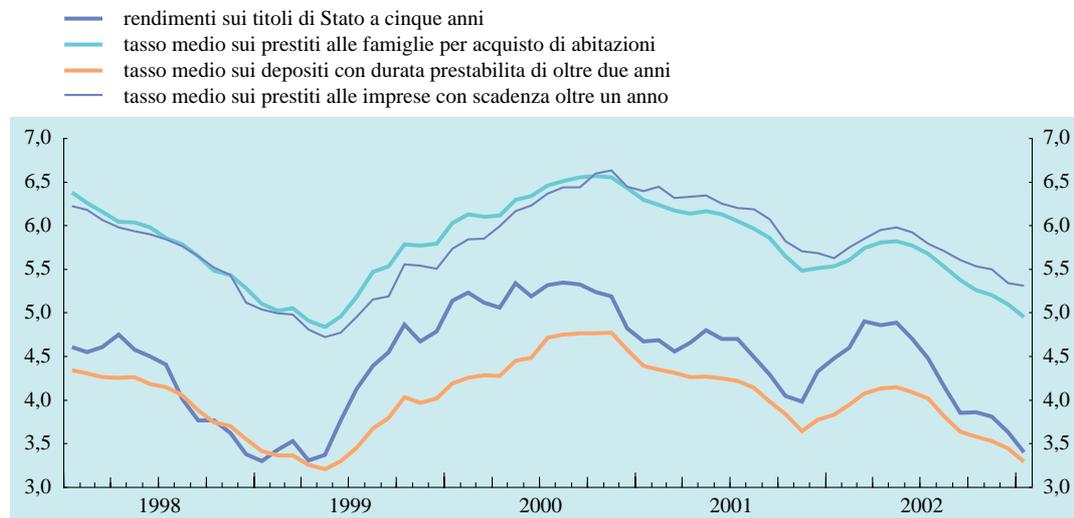
**Figura 13****Tassi di interesse bancari al dettaglio a breve termine e tasso di mercato comparabile***(valori percentuali in ragione d'anno; medie mensili)*

Fonti: BCE e Reuters.

Nota: dal 1° gennaio 2001 sono inclusi anche i dati relativi alla Grecia.

mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni si sono dapprima innalzati di circa 30 punti base per poi calare di circa 70 punti base. I movimenti più contenuti dei tassi di interesse bancari al dettaglio a lungo termine hanno riflesso i consueti ritardi nella trasmissione dell'andamento dei tassi di mercato.

Nel periodo successivo al maggio 2002 c'è stato un aggiustamento più lento dei tassi di interesse relativi ad alcune categorie di prestiti, in particolare per le imprese, in linea con la flessione dei tassi di mercato. Ciò potrebbe essere connesso con le crescenti preoccupazioni riguardanti la qualità del credito, dovute

**Figura 14****Tassi di interesse bancari al dettaglio a lungo termine e tasso di mercato comparabile***(valori percentuali in ragione d'anno; medie mensili)*

Fonti: BCE e Reuters.

Nota: dal 1° gennaio 2001 sono inclusi anche i dati relativi alla Grecia.

all'aumento dei tassi di fallimento. Come illustrato nel riquadro 3, l'aumento del rischio di credito, indicato dall'ampliamento dei differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie, è tipicamente connesso con un aumento dei differenziali di rendimento fra i tassi sui prestiti bancari e i tassi di mercato. In particolare, il differenziale fra i rendimenti delle obbligazioni emesse da società con merito di credito BBB e quelli dei titoli di Stato con scadenza analoga è salito da 190 punti base a circa 220 punti base fra maggio e dicembre, segnando un livello massimo di circa 260 punti base in ottobre.

A seguito della riduzione dei tassi di interesse di riferimento della BCE avvenuta all'inizio di dicembre 2002 e alla conseguente diminuzione dei tassi del mercato monetario, i tassi di interesse bancari sui depositi si sono ridotti leggermente nel gennaio 2003, nonostante i tassi sui prestiti a breve termine siano rimasti sostanzialmente invariati. I tassi di interesse a lungo termine si sono ulteriormente ridotti nel mese di gennaio 2003, proseguendo nella diminuzione avviata dal maggio 2002.

### Riquadro 3

#### La determinazione dei tassi sui prestiti bancari nell'area dell'euro

I fattori che possono concorrere alla determinazione dei tassi sui prestiti bancari sono numerosi, ad esempio il costo amministrativo di un'effettiva modifica dei tassi di interesse di una banca e le relazioni fra banche e clienti. Anche alcune caratteristiche specifiche delle singole banche, come l'interazione fra la redditività e le condizioni di rifinanziamento, possono svolgere un ruolo importante<sup>1</sup>. L'analisi proposta in questo riquadro si incentra su tre determinanti dei tassi sui prestiti bancari. La prima è rappresentata dagli andamenti dei mercati monetari e dei capitali, poiché da un lato le banche devono farvi ricorso per provvedere al loro fabbisogno finanziario, dall'altro, i tassi offerti sui depositi devono essere in linea con le tendenze di questi mercati per poter attirare capitali. Pertanto, esiste di norma una stretta relazione fra i tassi sui prestiti bancari e quelli di mercato con scadenze analoghe. Ad esempio, storicamente l'andamento del tasso di interesse sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di un'abitazione tende a seguire da vicino quello dei rendimenti dei titoli di Stato a cinque anni (cfr. figura 14). Il secondo fattore considerato è il grado di concorrenzialità all'interno di ciascun segmento del mercato del credito bancario. Le banche devono offrire tassi competitivi per attirare la clientela e il loro margine di influenza sui tassi dipende in misura rilevante dalla disponibilità di fonti alternative di finanziamento per i clienti. Il terzo fattore è l'esposizione (attesa) al rischio di credito dell'istituzione che concede il prestito.

#### Scarsa reattività dei tassi sui prestiti bancari agli andamenti dei tassi di mercato nel breve periodo

Un elemento chiave per la determinazione dei tassi sui prestiti bancari è dato dalla dinamica dei tassi di interesse nel mercato monetario e in altri mercati finanziari, che costituiscono le principali fonti di finanziamento di mercato a cui attingono le IFM per poi, a loro volta, erogare prestiti. L'esperienza passata ha mostrato che i tassi sui prestiti bancari dell'area dell'euro tendono a reagire con un certo ritardo alle variazioni dei tassi di mercato<sup>2</sup>. La proporzione di tali variazioni che si trasmette nell'intervallo di un mese ai tassi bancari è spesso inferiore al 50 per cento. Tuttavia, nel lungo periodo, generalmente i tassi sui prestiti bancari si adeguano interamente al movimento dei tassi di mercato. È interessante notare che i tempi di questo processo di adeguamento sembrano essersi ridotti dall'introduzione della moneta unica. La sola eccezione riguarda probabilmente il tasso di interesse sui crediti al consumo, la cui velocità di adeguamento agli andamenti di mercato rimane ridotta.

<sup>1</sup> M. A. Weth (2002), The pass-through from market interest rates to bank lending rates in Germany, *Discussion Paper 11/02 dell'Economic Research Centre della Deutsche Bundesbank*.

<sup>2</sup> G. de Bondt (2002), Retail bank interest rate pass-through: new evidence at the euro area level, *Working Paper della BCE n. 136*; F. Heinemann e M. Schüller (2002), Integration benefits on EU retail credit markets – evidence from interest rate pass-through, *Zentrum für Wirtschaftsforschung*; e S. Kleimeier e H. Sander (2002), Consumer credit rates in the eurozone: evidence on the emergence of a single retail banking market, *European Credit Research Institute, Research Report 2*.

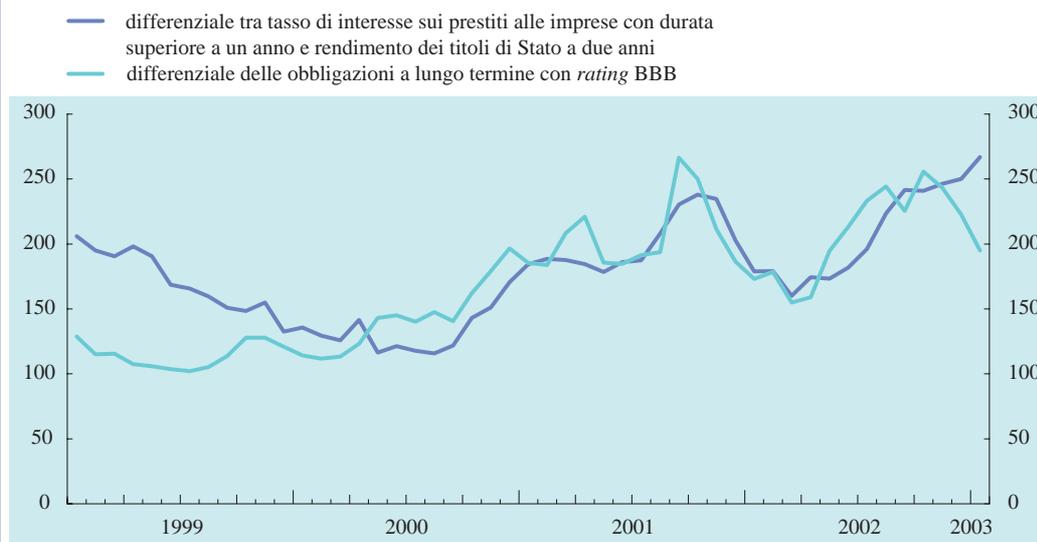
### La concorrenzialità sui mercati si è accresciuta negli ultimi anni

Le dinamiche concorrenziali che si riscontrano nella maggior parte dei segmenti del mercato del credito bancario paiono essersi intensificate negli ultimi anni, dal lato sia dell'offerta sia della domanda. Questa tendenza potrebbe essere uno dei fattori all'origine del più rapido adeguamento, dal 1999 ad oggi, dei tassi sui prestiti bancari alle variazioni di quelli di mercato, approssimativamente indicativi dei costi marginali di finanziamento dei prestiti bancari. Dal lato dell'offerta, il processo di ristrutturazione in atto nel settore bancario pare aver favorito una maggiore efficienza dei mercati bancari e una maggiore concorrenzialità nella determinazione dei prezzi. Inoltre, nonostante la costante riduzione del numero delle istituzioni creditizie, nuovi operatori (esteri) sono entrati nel mercato del credito bancario al dettaglio. Le banche dell'area dell'euro devono inoltre far fronte alla crescente concorrenza di altri intermediari finanziari, come le imprese di assicurazione e i fondi pensione<sup>3</sup>.

Dal lato della domanda, vi sono indicazioni di un aumento della concorrenza dovuto al fatto che la clientela è più attenta ai tassi applicati da altri istituti o sui mercati finanziari. Questo fenomeno potrebbe essere connesso sia con la maggiore stabilità dei tassi di interesse nominali in un contesto caratterizzato da prezzi stabili, che facilita il raffronto fra i prezzi offerti dai diversi operatori, sia con la più ampia disponibilità di fonti di finanziamento non bancarie, almeno per alcune imprese. Ad esempio, negli ultimi anni i mercati della carta commerciale e delle obbligazioni societarie nell'area dell'euro si sono ampliati e sono diventati più liquidi. È ovvio che la concorrenzialità può variare in misura sostanziale fra i diversi segmenti del mercato dei prestiti bancari. Per i mutui alle famiglie, ad esempio, essa pare essere relativamente elevata, mentre sarebbe minore nel mercato dei crediti al consumo non assistiti da garanzie.

### Prestiti bancari alle imprese e differenziali con le obbligazioni nell'area dell'euro

(punti base; medie mensili)



Fonti: Bloomberg, BCE e Reuters.

Nota: i differenziali delle obbligazioni delle imprese sono calcolati come differenza tra il rendimento delle obbligazioni private con scadenza compresa tra 7 e 10 anni e quello dei corrispondenti titoli di Stato.

### Aumentano nel 2002 i timori per il rischio di credito

Il livello assoluto e i movimenti del differenziale fra i tassi sui prestiti bancari e i tassi di mercato comparabili sono determinati anche da considerazioni sul rischio di credito. Come mostra la figura che precede, dal 2000 il differenziale fra il tasso sui prestiti a lungo termine alle imprese e il tasso di mercato relativo a titoli con

<sup>3</sup> BCE (2002), Report on Financial Structures.

scadenza analoga ha seguito molto da vicino il differenziale di rendimento fra le obbligazioni a lungo termine emesse da società con merito di credito BBB e i titoli di Stato con scadenza analoga. Questo secondo differenziale può fornire indicazioni sulla valutazione del rischio di credito delle obbligazioni societarie da parte degli operatori del mercato dei titoli. La figura indica altresì che i timori per il rischio di credito sono aumentati nel 2002, come si evince dall'aumento del differenziale fra il tasso sui prestiti alle imprese con durata superiore a un anno e i rendimenti dei titoli di Stato a due anni.

Le determinanti analizzate paiono aver avuto una certa influenza sui tassi bancari attivi nel 2002. Nel processo di adeguamento dei tassi sui prestiti bancari dell'area dell'euro ai tassi di mercato risulta evidente che, fra gli altri fattori, il ritmo e il grado della trasmissione hanno risentito dei crescenti timori per il rischio di credito in alcuni segmenti del mercato.

### 3 I prezzi

#### **Nel 2002 l'inflazione è stata in media lievemente inferiore a quella del 2001**

Nel 2002 il tasso annuo di variazione dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è stato in media del 2,2 per cento, 0,2 punti percentuali in meno rispetto al 2001 (cfr. tavola 6). Nello stesso periodo l'incremento medio dello IAPC, al netto dei beni alimentari non trasformati e dei prodotti energetici, si è portato dal 2,0 al 2,5 per cento. Pertanto, il più basso tasso medio di inflazione misurata sullo IAPC nel 2002 si spiega con i minori incrementi delle componenti più volatili, ossia i beni alimentari non trasformati e i prodotti energetici, rispetto all'anno precedente. In gennaio 2003 il tasso di variazione sul periodo corrispondente dello IAPC e dello IAPC al netto degli alimentari non trasformati e dei prodotti energetici è sceso al 2,2 e al 2,0 per cento rispettivamente, segnando una riduzione di 0,1 e 0,2 punti percentuali rispetto a dicembre 2002.

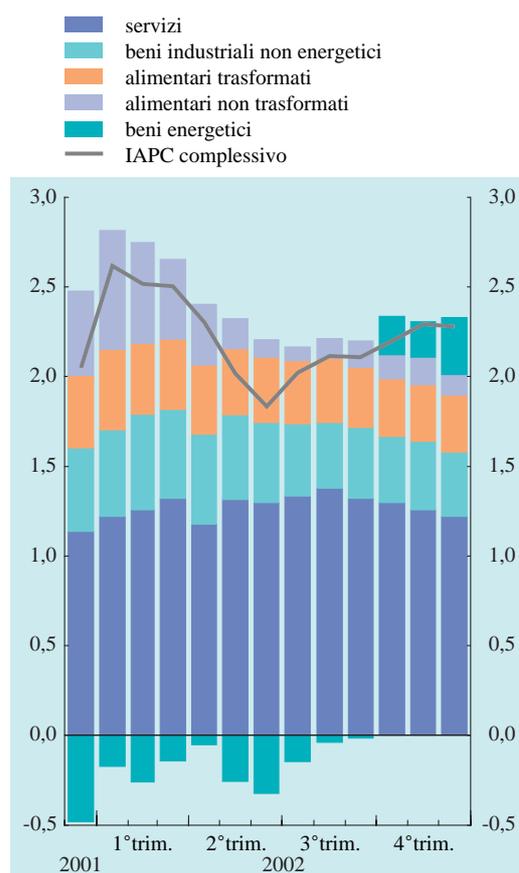
#### **L'andamento dell'inflazione nel 2002 ha riflesso principalmente le variazioni temporanee dei prezzi dei beni alimentari non trasformati e dei prodotti energetici.**

Nel 2002 l'inflazione misurata sullo IAPC nell'area dell'euro ha avuto un andamento irregolare, riflettendo principalmente le variazioni temporanee delle sue componenti più volatili; infatti, dopo un brusco rialzo in gennaio 2002, è progressivamente diminuita fino

a giugno quando ha cominciato a risalire per collocarsi, in dicembre 2002, al 2,3 per cento (cfr. figura 15). L'aumento di gennaio 2002 è riconducibile a una serie di fattori quali il

**Figura 15**  
**Contributi alla crescita dello IAPC nell'area dell'euro**

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



Fonte: Eurostat.

## Tavola 6

### Prezzi e costi nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2000	2001	2002	2001 1°trim.	2001 2°trim.	2001 3°trim.	2001 4°trim.	2002 1°trim.	2002 2°trim.	2002 3°trim.	2002 4°trim.	2002 dic.	2003 gen.
<b>Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti</b>													
Indice complessivo	2,1	2,4	2,2	2,1	3,0	2,4	2,2	2,5	2,1	2,1	2,3	2,3	2,2
<i>di cui:</i>													
Beni	2,5	2,3	1,6	2,1	3,2	2,2	1,6	2,1	1,4	1,3	1,8	1,9	1,6
Alimentari	1,4	4,4	3,1	3,2	4,9	5,1	4,7	4,9	2,9	2,3	2,3	2,2	1,4
Trasformati	1,2	2,8	3,1	1,8	2,6	3,3	3,4	3,5	3,2	3,0	2,7	2,7	2,8
Non trasformati	1,8	7,0	3,1	5,3	8,3	7,8	6,6	7,0	2,4	1,4	1,7	1,4	-0,6
Industriali	3,0	1,2	0,9	1,5	2,4	0,8	0,2	0,8	0,7	0,8	1,5	1,7	1,8
Industriali non energetici	0,5	0,9	1,4	0,2	1,2	0,8	1,5	1,7	1,6	1,3	1,2	1,2	0,6
Energetici	13,1	2,3	-0,6	6,6	6,8	0,8	-4,3	-2,1	-2,3	-0,7	2,8	3,8	6,0
Servizi	1,5	2,7	3,1	2,2	2,6	2,7	3,0	3,1	3,1	3,3	3,1	3,0	2,8
<b>Altri indicatori di prezzi e costi</b>													
Prezzi alla prod. dei beni industriali <sup>1)</sup>	5,5	2,2	-0,1	4,5	3,6	1,5	-0,8	-0,8	-0,8	-0,1	1,2	1,5	.
Costo del lavoro per unità di prodotto <sup>2)</sup>	1,3	2,6	.	2,1	2,7	2,5	3,3	3,5	2,4	2,0	.	-	-
Produttività del lavoro <sup>2)</sup>	1,3	0,0	.	0,4	0,0	0,1	-0,4	-0,4	0,2	0,6	.	-	-
Redditi per addetto <sup>2)</sup>	2,6	2,7	.	2,5	2,8	2,6	2,9	3,1	2,6	2,6	.	-	-
Costo tot. del lavoro per ora lavorata <sup>3)</sup>	3,3	3,4	.	3,4	3,0	3,7	3,4	3,9	3,5	3,6	.	-	-
Prezzo del petrolio (euro per barile) <sup>4)</sup>	31,0	27,8	26,5	28,4	31,7	29,0	22,4	24,6	27,8	27,2	26,5	27,1	28,3
Prezzi delle materie prime <sup>5)</sup>	16,7	-7,6	-1,7	-0,8	-3,0	-10,5	-15,6	-3,6	-5,5	-1,6	4,4	2,1	-2,3

Fonti: Eurostat, dati nazionali, International Petroleum Exchange, HWWA (Istituto di economia internazionale di Amburgo) ed elaborazioni della BCE.

Nota: lo IAPC non include i dati relativi alla Grecia per i periodi antecedenti al 2001. Gli altri indicatori di prezzo e di costo, al contrario, li includono anche per i periodi antecedenti al 2001.

1) Sono escluse le costruzioni.

2) Intera economia.

3) Intera economia (escluse agricoltura, amministrazione pubblica, istruzione, sanità e altri servizi).

4) Qualità Brent (per consegna a termine di un mese). Espressi in ECU fino a dicembre 1998.

5) Sono esclusi i beni energetici. Prezzi in euro.

rincarare dei beni alimentari non trasformati e dei prodotti energetici, effetti base, aumenti dell'imposizione indiretta e dei prezzi amministrati. In particolare, condizioni meteorologiche sfavorevoli hanno determinato il rialzo dei prezzi dei prodotti ortofrutticoli. Per contro, nei mesi successivi, man mano che gli effetti collegati alle condizioni meteorologiche cominciavano a scemare, sono stati i prezzi dei beni alimentari non trasformati a contribuire maggiormente alla riduzione del tasso di inflazione sui dodici mesi. Inoltre, in questo periodo si sono ridotte le pressioni inflazionistiche derivanti dai prezzi della

carne grazie all'ulteriore attenuazione dei rincari associati ai casi di patologie animali (afta epizootica e BSE).

Anche i prezzi dei prodotti energetici hanno contribuito in misura modesta al calo dell'inflazione durante il primo semestre del 2002. Tuttavia nella seconda parte dell'anno i prezzi dei prodotti energetici sono stati il fattore determinante dietro la crescita dell'inflazione. Tale andamento non ha solo riflesso gli effetti base, ma anche una certa spinta al rialzo subita dalle quotazioni mondiali del petrolio verso la fine dell'anno.

**Nel 2002 l'inflazione misurata sullo IAPC escluse le sue componenti più volatili è stata persistente**

Nel 2002, nonostante le condizioni di domanda relativamente deboli nell'area dell'euro, la flessione del tasso di variazione sui dodici mesi dello IAPC, escluse le componenti più volatili dei beni alimentari non trasformati e dei prodotti energetici, è stata piuttosto contenuta. Ciò è in parte riconducibile agli effetti indiretti degli shock subiti in passato dai prezzi del petrolio e dei beni alimentari, nonché al deprezzamento, anch'esso osservato nel periodo precedente, del tasso di cambio dell'euro. Inoltre, per alcune componenti (per lo più servizi) a livello disaggregato, sono stati osservati incrementi di prezzo che potrebbero essere associati all'introduzione delle banconote e monete in euro (cfr. il riquadro 4). Ciò nonostante, il livello persistentemente elevato del tasso di variazione sui dodici mesi, soprattutto per i prezzi dei servizi, potrebbe anche essere spiegato da fattori fondamentali quale l'andamento del costo del lavoro per unità di prodotto.

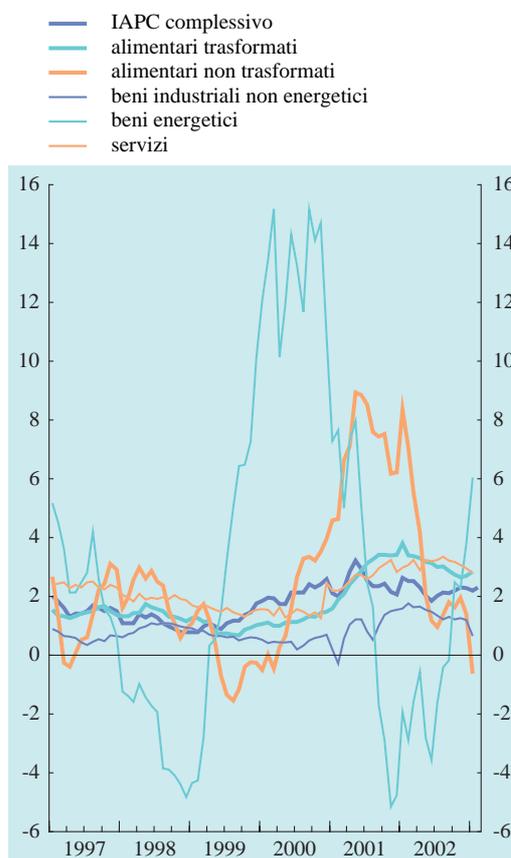
Per tutto l'anno, il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi dei servizi non è sceso al di sotto del 2,9 per cento (cfr. figura 16), con un incremento medio del 3,1 per cento a fronte del 2,7 del 2001. Le altre principali componenti dello IAPC al netto delle componenti più volatili, ovvero i prezzi dei beni alimentari non trasformati e dei prodotti industriali non energetici, sono aumentate in media a un tasso più elevato nel 2002 rispetto al 2001. Tuttavia, diversamente dai prezzi dei servizi, il tasso di incremento dei prezzi di questi beni è calato nel corso dell'anno. Pertanto, l'andamento persistente dell'inflazione annua misurata sullo IAPC, al netto dei beni alimentari non trasformati e dei prodotti energetici, è per lo più attribuibile ai prezzi dei servizi.

**Sono rimasti sostanzialmente invariati i differenziali di inflazione tra i paesi dell'area dell'euro**

Nel 2002 l'inflazione ha avuto andamenti leggermente divergenti nei singoli paesi dell'area dell'euro riflettendo, tra l'altro, il diverso effetto degli shock dei prezzi dei prodotti energetici e dei beni alimentari, il diverso andamento del costo del lavoro per unità di prodotto e le variazioni dei prezzi amministrati e delle imposte indirette. Nel complesso, tuttavia, il grado di dispersione è rimasto sostanzialmente invariato nel 2002 rispetto all'anno precedente.

**Figura 16**  
**Dinamica delle componenti dello IAPC nell'area dell'euro**

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

Nota: per i periodi antecedenti il 2001 i dati relativi allo IAPC non includono la Grecia.

**L'inflazione percepita è aumentata, mentre le aspettative di inflazione dei consumatori sono scese**

Malgrado una flessione del tasso effettivo di inflazione nel corso del 2002, la percezione dell'inflazione passata da parte del pubblico è aumentata durante tutto l'anno. Ad esempio, l'indicatore dell'inflazione percepita elaborato dalla Commissione europea ha mostrato negli ultimi dodici mesi una costante tendenza al rialzo (cfr. figura C nel riquadro 4); di conseguenza, la differenza tra l'inflazione effettiva e quella percepita ha raggiunto livelli senza precedenti. Sembra che gli elevati livelli di inflazione percepita siano in una certa misura associati ad alcuni incrementi dei prezzi, soprattutto dei servizi, in parte riconducibili all'introduzione delle banconote e

monete in euro (il riquadro 4 illustra in maggior dettaglio l'effetto dell'introduzione dell'euro sui prezzi).

Per contro, durante la maggior parte del 2002 le attese di inflazione dei consumatori si sono ridotte, segno che questi si aspettavano che la maggior parte dei rincari occorsi durante l'anno avessero natura temporanea. Ciò è compatibile con la tesi che il tasso annuo di inflazione abbia risentito per tutto il 2002 di un gran numero di fattori *una tantum*, dagli aumenti dell'imposizione indiretta agli effetti base. Bisogna sottolineare che a febbraio 2003 l'indicatore delle percezioni di inflazione è sceso sensibilmente. È tuttavia troppo presto per giudicare se questo calo rappresenti una rottura definitiva con la dinamica al rialzo registrata lo scorso anno.

#### **Riquadro 4**

##### **Effetti dell'introduzione delle banconote e delle monete in euro sui prezzi al consumo**

È trascorso più di un anno da quando, il 1° gennaio 2002, sono state introdotte le banconote e monete in euro e tutti i prezzi nell'area dell'euro sono stati convertiti nella nuova valuta. In molti paesi dell'area, i consumatori hanno percepito l'introduzione delle nuove banconote e monete come la causa di consistenti rincari. Questo riquadro riassume l'evidenza relativa agli effetti della sostituzione del contante sui prezzi ed esamina le possibili ragioni che hanno indotto i consumatori a percepire l'euro come causa di rialzo dei prezzi. Si può ragionevolmente sostenere che questi effetti saranno per lo più transitori e che, in un orizzonte temporale un po' più lungo, la maggiore trasparenza nei prezzi relativi fra paesi dovrebbe aumentare la concorrenza e contenere le pressioni sui prezzi.

##### **Il *changeover* sembra aver influito notevolmente su alcuni prezzi, sebbene l'impatto complessivo sia stato più contenuto**

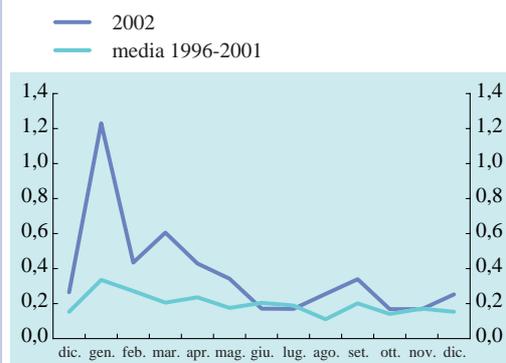
Per valutare gli effetti della transizione da prezzi espressi nelle monete nazionali a prezzi espressi in euro sono stati seguiti approcci diversi, quali l'analisi degli andamenti dei prezzi aggregati, studi di alcune serie di prezzi base per gruppi particolari di beni e servizi e indagini sulle strategie di determinazione dei prezzi delle imprese durante il *changeover*. Il confronto dei risultati è reso difficile dalle differenze esistenti tra tali approcci. Inoltre, i risultati dovrebbero essere utilizzati solo come indicazione generale dell'effetto complessivo, giacché è molto difficile isolare gli effetti dovuti strettamente alla conversione del contante da altre fonti di pressione sui prezzi, ad esempio un aumento dell'imposizione indiretta, dei prezzi amministrati, dei salari o dei prezzi delle importazioni. Malgrado questa nota di cautela, la maggior parte degli studi ha tratto la medesima importante conclusione: l'introduzione dell'euro non ha provocato un diffuso incremento dei prezzi. Ad esempio, uno studio dell'Eurostat pubblicato in luglio, basato su una serie storica di sei mesi dello IAPC nell'area dell'euro, ha indicato che l'effetto dell'introduzione delle banconote e monete in euro sull'inflazione dell'area nella prima metà del 2002 è stato molto probabilmente tra 0,0 e 0,2 punti percentuali. L'effetto al rialzo sui prezzi potrebbe essere dovuto o a un trasferimento dei costi connessi al *changeover* dalle imprese ai consumatori, o a una serie

di variazioni concomitanti dei prezzi. È inoltre possibile che le imprese abbiano effettuato arrotondamenti a nuovi prezzi in euro più attraenti o tentato di innalzare i loro margini di profitto<sup>1</sup>.

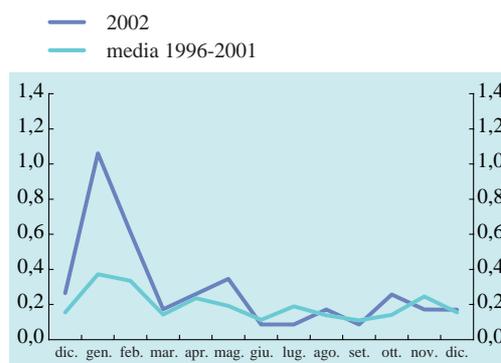
È possibile che i vari paesi abbiano risentito in maniera diversa della sostituzione del contante; in Francia, ad esempio, si stima che l'effetto sull'indice dei prezzi al consumo nazionale sia stato di 0,2 punti percentuali, mentre nei Paesi Bassi l'incremento sarebbe stato di 0,6 punti percentuali<sup>2</sup>. Le differenze tra paesi potrebbero essere collegate ai diversi gradi di concorrenza nei mercati locali (o anche all'importanza relativa dei piccoli dettaglianti rispetto ai grandi) e alle variazioni delle condizioni della domanda nei rispettivi paesi.

Dai dati disponibili sembra che gli effetti di prezzo si siano principalmente concentrati in comparti particolari del settore dei servizi, cosa che è stata anche rilevata da molti consumatori. In particolare sembra che, dopo l'introduzione dell'euro, in tutti i paesi dell'area siano sensibilmente lievitati i prezzi di servizi quali ristoranti e bar, parrucchieri e lavanderie a secco. I rincari di alcune tra queste voci dello IAPC sono stati eccezionalmente elevati durante il 2002 rispetto all'andamento medio degli anni precedenti. Nel mese di gennaio 2002, ad esempio, rispetto al mese precedente l'aumento dei prezzi applicati da ristoranti e bar nell'area dell'euro, che nel 2002 hanno avuto un peso del 6,7 per cento nello IAPC dell'area, è stato più di tre volte superiore a quello medio rilevato nello stesso mese negli anni compresi tra il 1996 e il 2001 (cfr. figura A). Analoghe variazioni dei prezzi sono state notate per i servizi dei parrucchieri (peso dell'1,1 per cento nello IAPC; cfr. figura B) e altri servizi. Per la maggioranza di queste voci dello IAPC, i rincari nell'area sono stati piuttosto elevati rispetto a quelli osservati nei paesi dell'UE esterni all'area. Sebbene sia teoricamente possibile che i rincari al di sopra della media siano dovuti anche a ragioni diverse dal *changeover*, è difficile ricondurli ad altri fattori.

**Figura A: Prezzi praticati da ristoranti e bar**  
(variazione percentuale mensile)



**Figura B: Prezzi praticati dai parrucchieri**  
(variazione percentuale mensile)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nel complesso, non sembra che i prezzi dei beni, che rappresentano quasi il 60 per cento della spesa per consumi privati nell'area dell'euro, abbiano risentito molto del *changeover*. Quest'ultimo, tuttavia, può aver determinato nei diversi paesi dei rincari per alcuni beni a basso prezzo frequentemente acquistati dalle famiglie, ad esempio i prodotti dei panifici e i giornali. Dato il loro basso livello di prezzo, ogni effetto di arrotondamento può incidere molto in termini di variazioni percentuali. Per contro per beni più costosi, in particolare i beni di consumo durevoli, sembra che vi sia stata una tendenza all'arrotondamento dei prezzi verso il basso grazie al progresso tecnico e all'accesa concorrenza che vige in tali mercati.

Sebbene la dinamica dei prezzi dei beni che hanno apparentemente risentito del *changeover* sia rimasta sostenuta per diversi mesi nel 2002, di recente sembra essersi per lo più "normalizzata" e persino indebolita. Ciò

<sup>1</sup> Per un'ulteriore spiegazione di questi effetti sui prezzi, si veda il riquadro 3 del Rapporto annuale 2001 della BCE.

<sup>2</sup> Cfr. The short-term impact on prices of the euro cash changeover, *Banque de France Bulletin Digest*, settembre 2002, e Getting used to the euro, *Bollettino trimestrale della De Nederlandsche Bank*, settembre 2002.

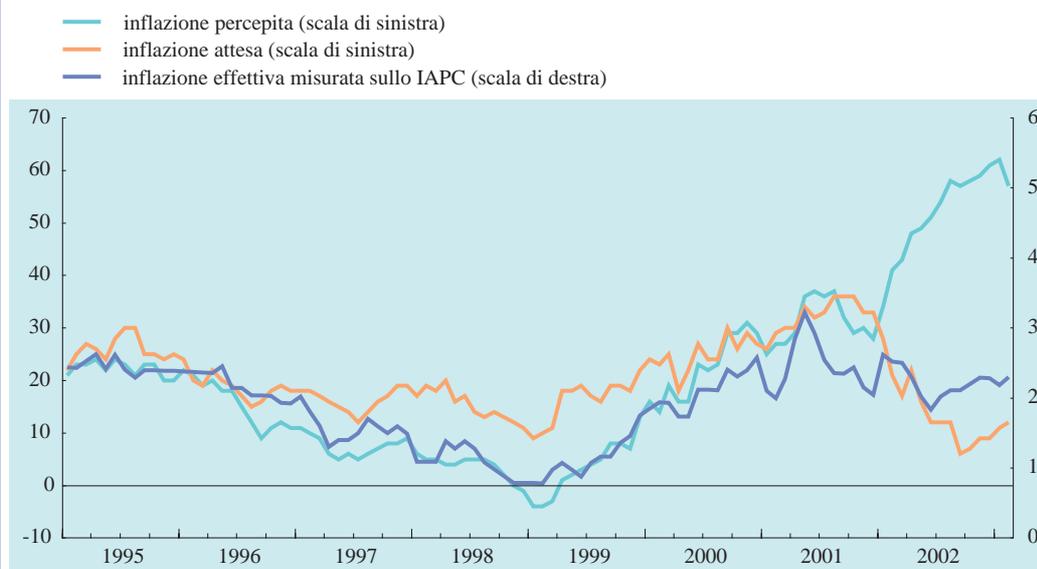
indica che l'impatto sull'inflazione sarà solo temporaneo, anche se vi potrebbero essere ancora altri effetti giacché pare che l'adeguamento a nuovi prezzi in euro "attraenti" non sia terminato<sup>3</sup>. Inoltre, ci si può attendere che tali effetti persistano in paesi dove vigono ancora forme di indicizzazione dei salari. A lungo termine, non vi dovrebbero essere effetti permanenti una volta che i consumatori si siano adattati alla nuova struttura dei prezzi. Al contrario, ci si attende che l'euro abbia un effetto di contenimento sui rincari, giacché promuoverà ulteriormente la trasparenza dei prezzi e la concorrenza nell'area dell'euro. Inoltre, tali benefici saranno permanenti.

### È aumentata la percezione dell'inflazione da parte dei consumatori

I risultati empirici degli effetti della sostituzione del contante sono in netto contrasto con l'impressione generale dei consumatori dell'area dell'euro. Secondo l'Eurobarometro di novembre 2002 della Commissione europea, oltre l'80 per cento dei consumatori dell'area ritiene che la conversione dei prezzi in euro sia stata associata a notevoli rincari. Ciò si riflette in un incremento significativo dell'indicatore di inflazione percepita elaborato dalla stessa Commissione europea, che è cominciato in gennaio 2002 ed è proseguito per tutto l'anno (cfr. figura C). Tale andamento, comune alla maggior parte dei paesi dell'area, è stato nettamente diverso da quello dell'inflazione effettiva misurata sullo IAPC che si è ridotta nello stesso periodo, determinando un divario crescente tra l'inflazione percepita e quella effettiva.

**Figura C: Inflazione percepita, attesa ed effettiva misurata sullo IAPC**

(saldi percentuali; variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonti: Commissione europea (inchieste congiunturali presso le famiglie e le imprese) ed Eurostat.

Nota: gli indicatori della Commissione europea sull'inflazione attesa e percepita sono dei saldi delle percentuali di risposta, e non possono essere rapportati all'unità di misura del tasso d'inflazione effettivo. Per i periodi precedenti il 2001 lo IAPC non include la Grecia.

Una spiegazione del divario tra l'andamento effettivo e quello percepito potrebbe essere che i consumatori attribuiscono molta importanza all'evoluzione dei prezzi dei beni e servizi che vengono acquistati con maggiore frequenza, mentre si accorgono meno dell'evoluzione dei prezzi di prodotti più costosi – ad esempio i beni durevoli – che vengono acquistati meno spesso. Vi sono prove che, in alcuni casi, la transizione dai prezzi nazionali a quelli in euro sia stata realmente associata a forti rincari, eventi sui quali si è concentrata l'attenzione dei media e dei consumatori. All'inizio del 2002 sono anche aumentati i prezzi di alcuni beni acquistati

<sup>3</sup> Cfr., ad esempio, Consumer prices and the changeover from Deutsche Mark to euro, *Bollettino mensile della Deutsche Bundesbank*, luglio 2002.

quotidianamente, ad esempio gli ortaggi. Benché questi rincari siano largamente spiegati da fattori diversi dal *changeover*, ad esempio da cattive condizioni meteorologiche, sembra che il pubblico li abbia comunque associati alla sostituzione del contante. Sebbene per molti di questi beni i tassi di variazione siano cominciati a scendere nel secondo trimestre del 2002 rispetto al periodo corrispondente, l'indicatore dell'inflazione percepita ha continuato a salire.

Ci si chiede, quindi, come spiegare il persistente divario tra l'inflazione percepita e quella effettiva. Un fattore possibile sembra essere la scarsa familiarità dei consumatori con i prezzi in euro. Regole di conversione approssimative utilizzate per confrontare i nuovi prezzi in euro con quelli vecchi espressi nelle monete nazionali possono essere rilevanti per comprendere com'è stata percepita l'inflazione in alcuni paesi. È noto, inoltre, che la dispersione dei prezzi per ogni singolo prodotto è sensibilmente aumentata dopo la sostituzione del contante in euro. Questo più ampio spettro di quotazioni può avere generato confusione tra i consumatori che probabilmente hanno bisogno di più tempo per adattarsi alle nuove strutture di prezzo<sup>4</sup>. Nel complesso, sebbene molti fattori possano aiutare a spiegare il tasso persistentemente elevato dell'inflazione percepita, la maggior parte di essi indica che questo è solo un fenomeno transitorio, come si evince peraltro dal notevole calo delle attese di inflazione durante la maggior parte del 2002 (cfr. anche figura C).

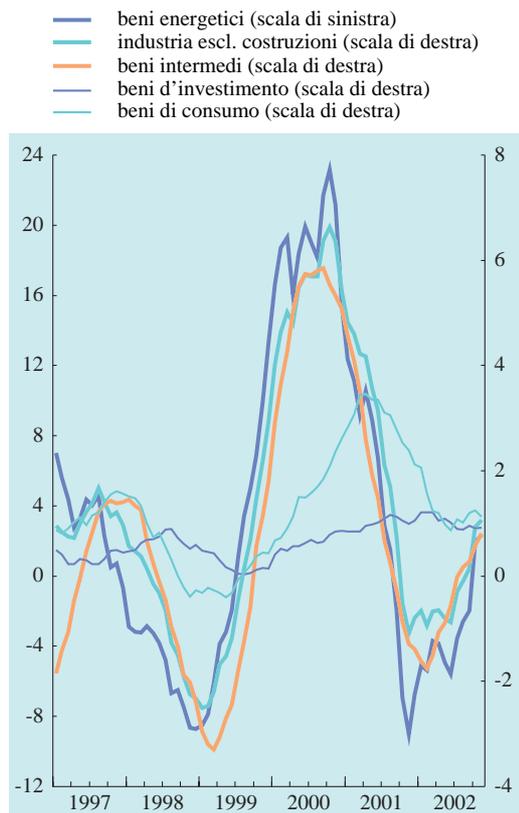
Nell'insieme, benché i consumatori abbiano fatto rilevare forti rincari registrati nell'ambito del *changeover*, sembra che questi siano stati per lo più circoscritti e di scarsa rilevanza complessiva. A tale riguardo, i consumatori svolgono un ruolo importante nel segnalare di non essere disponibili a pagare per beni che hanno subito rincari chiaramente ingiustificati. Inoltre, i beni e servizi che hanno risentito della conversione all'euro rappresentano solo una quota relativamente modesta dell'intero paniere che compone lo IAPC. Di conseguenza, solo una piccola parte dell'inflazione misurata sullo IAPC potrebbe essere attribuita al *changeover* realizzato nel 2002. Questi effetti sull'incremento dello IAPC saranno in gran parte temporanei e la maggiore trasparenza dei prezzi relativi tra paesi dell'area dell'euro derivante dalla conversione all'euro dovrebbe, nel lungo periodo, aumentare la concorrenza e contenere le spinte sui prezzi.

<sup>4</sup> Cfr., ad esempio, The adaptation of prices to the changeover to the euro, *Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique*.

### **Nelle prime fasi della catena produttiva i prezzi si sono mantenuti su livelli modesti**

Nel 2002 l'indice dei prezzi alla produzione dei beni industriali (al netto delle costruzioni) è sceso, in media, dello 0,1 per cento a fronte di un incremento del 2,2 del 2001. Tale riduzione è in larga misura spiegata dall'andamento della componente energetica e, in minor misura, dall'evoluzione delle componenti dei beni intermedi e di consumo (cfr. figura 17). Il tasso medio annuo di incremento dei prezzi alla produzione, esclusi quelli dei prodotti energetici e delle costruzioni, è stato dello 0,6 per cento, in calo dall'1,8 del 2001. L'andamento modesto dei prezzi nelle prime fasi della catena produttiva riflette in parte i bassi aumenti dei prezzi delle importazioni dovuti all'apprezzamento dell'euro nel 2002. Inoltre, per tutto l'anno la domanda è stata relativamente fiacca, il che ha a sua volta impedito alle imprese industriali di aumentare i prezzi.

Nel 2002, la componente energetica dei prezzi dei prodotti industriali è diminuita del 2,4 per cento a fronte di un incremento del 2,8 nel 2001. Sebbene le quotazioni petrolifere medie in dollari statunitensi siano rimaste sostanzialmente invariate nel 2002 rispetto all'anno precedente, in termini di euro sono calate di circa il 5 per cento. Pertanto la riduzione dei prezzi alla produzione dei prodotti energetici nel 2002 è stata quasi interamente spiegata dal rafforzamento dell'euro rispetto al dollaro statunitense. Anche i minori tassi di variazione sui dodici mesi dei prezzi dei beni intermedi e di consumo hanno contribuito alla diminuzione dell'inflazione complessiva dei prezzi alla produzione. Il minore tasso di variazione dei prezzi dei beni di consumo ha riflesso minori rincari dei beni durevoli e non durevoli. Nel 2002 l'incremento medio annuo dei prezzi dei beni di investimento è stato dell'1,0 per cento, invariato rispetto al 2001.

**Figura 17****Scomposizione dei prezzi alla produzione dei beni industriali per l'area dell'euro***(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)*

Fonte: Eurostat.

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

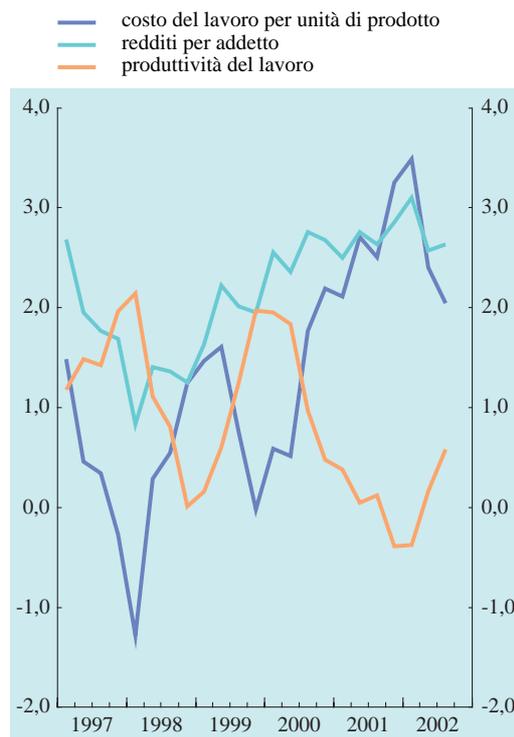
**La crescita annua del costo del lavoro per dipendente è rimasta sostanzialmente invariata nel 2002, nonostante la debolezza del mercato del lavoro**

Dal 1999 si è verificato un graduale rialzo del tasso di crescita di quasi tutti gli indicatori su retribuzioni e costo del lavoro dell'area dell'euro. Tale andamento è proseguito nel 2001 e nella prima parte del 2002, malgrado il rallentamento dell'attività economica e l'aumento della disoccupazione.

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente del costo del lavoro per dipendente è stato pari al 2,8 per cento, in media, nei primi tre trimestri del 2002, leggermente superiore rispetto al 2001 (cfr. figura 18). Inoltre, l'aumento del costo totale del lavoro per ora lavorata e delle retribuzioni lorde mensili è

stato maggiore nei primi tre trimestri del 2002 che nel 2001. Tuttavia, i dati disponibili a livello nazionale non segnalano nell'ultima parte del 2002 un'ulteriore accelerazione del costo del lavoro; tale evidenza è confermata dall'andamento del tasso di crescita sul periodo corrispondente delle retribuzioni contrattuali, che si è ridotto nella seconda metà dell'anno.

Rispetto all'anno precedente, nei primi tre trimestri del 2002 l'incremento sul periodo corrispondente della produttività del lavoro è stato, in media, lievemente superiore, pur rimanendo su livelli contenuti. Riflettendo l'andamento del ciclo, la crescita della produttività del lavoro ha recuperato nel secondo e terzo trimestre del 2002, dopo due trimestri di riduzione rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Conseguentemente, la crescita sul periodo corrispondente del costo

**Figura 18****CLUP, redditi per addetto e produttività nell'area dell'euro***(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)*

Fonte: Eurostat.

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

del lavoro per unità di prodotto nell'economia dell'intera area dell'euro è scesa dal 3,5 per cento del primo trimestre, al 2,4 e 2,0 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 rallentamento dell'attività si è riflesso in certa misura sui profitti. Tuttavia, il recupero ciclico della produttività realizzatosi nel corso del 2002 ha ridotto il costo del lavoro per unità di prodotto e conseguentemente attenuato le pressioni per un contenimento dei margini.

## 4 La produzione, la domanda e il mercato del lavoro

### Modesta l'attività economica del 2002

Nonostante gli iniziali segnali positivi, nel complesso del 2002 hanno continuato a prevalere condizioni di debolezza economica. L'incipiente ripresa nei primi mesi non si è successivamente rinvigorita; nel corso dell'anno l'aumento trimestrale del PIL in termini reali si è mantenuto al di sotto della crescita potenziale dell'area dell'euro. Nell'ultimo trimestre dell'anno sono emersi nuovi segnali di debolezza, con un rallentamento

dell'attività su ritmi contenuti. Nel complesso del 2002 l'aumento medio annuo del PIL in termini reali è sceso allo 0,8 per cento dall'1,4 dell'anno precedente, riflettendo l'eredità negativa acquisita dal 2001, cui si è aggiunta la debole dinamica trimestrale nel corso del 2002 (cfr. tavola 7).

Nel contesto di un prolungato periodo di crescita contenuta dalla fine del 2000, che ha contribuito a ridurre sensibilmente l'accumulazione di capitale, nel 2002 la capacità

### Tavola 7

#### Crescita del PIL in termini reali e delle sue componenti nell'area dell'euro

(variazioni percentuali, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

	Variazioni annuali <sup>1)</sup>					Variazioni trimestrali <sup>2)</sup>							
	2000	2001	2002	2001 4°trim.	2002 1°trim.	2002 2°trim.	2002 3°trim.	2002 4°trim.	2001 4°trim.	2002 1°trim.	2002 2°trim.	2002 3°trim.	2002 4°trim.
PIL a prezzi costanti	3,5	1,4	0,8	0,5	0,3	0,6	0,9	1,3	-0,2	0,4	0,3	0,4	0,2
<i>di cui:</i>													
Domanda interna	2,9	0,9	0,2	0,0	-0,2	-0,1	0,4	0,8	0,0	0,0	0,2	0,2	0,4
Consumi privati	2,5	1,8	0,6	1,6	0,5	0,4	0,6	1,0	0,0	-0,2	0,4	0,4	0,4
Consumi collettivi	2,0	2,1	2,5	1,6	2,0	2,6	2,7	2,6	0,6	0,7	0,9	0,3	0,5
Investimenti fissi lordi	4,9	-0,6	-2,5	-2,5	-2,5	-3,2	-2,6	-1,8	-0,9	-0,2	-1,3	-0,2	-0,1
Variazioni delle scorte <sup>3), 4)</sup>	0,0	-0,4	-0,1	-0,7	-0,3	-0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1
Esportazioni nette <sup>3)</sup>	0,6	0,5	0,6	0,5	0,5	0,8	0,5	0,5	-0,2	0,4	0,1	0,2	-0,2
Esportazioni <sup>5)</sup>	12,6	2,8	1,2	-2,8	-2,4	0,6	2,7	4,1	-1,2	0,2	1,7	2,1	0,0
Importazioni <sup>5)</sup>	11,3	1,5	-0,3	-4,1	-3,9	-1,5	1,5	3,0	-0,8	-1,0	1,5	1,8	0,6
Valore aggiunto lordo a prezzi costanti													
<i>di cui:</i>													
Industria escl. costruzioni	4,0	1,1	0,2	-1,5	-1,8	0,1	0,7	1,7	-1,3	0,9	0,6	0,5	-0,4
Costruzioni	2,4	-0,6	-1,5	-0,6	-0,6	-1,6	-1,8	-2,0	0,0	-0,7	-1,0	-0,1	-0,2
Servizi per il mercato <sup>6)</sup>	4,8	2,6	1,3	1,7	1,3	1,2	1,2	1,5	0,1	0,3	0,5	0,3	0,4

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Variazioni percentuali sul periodo corrispondente.

2) Variazioni percentuali sul trimestre precedente.

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

4) Inclusive 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, le comunicazioni, i servizi finanziari e quelli alle imprese.

inutilizzata è rimasta su livelli bassi. Nel complesso del 2002 il grado di utilizzo della capacità produttiva nel settore manifatturiero è stato prossimo a quello medio di lungo periodo, mentre il tasso di disoccupazione è aumentato solo lievemente, mantenendosi al di sotto del livello registrato nel 2000.

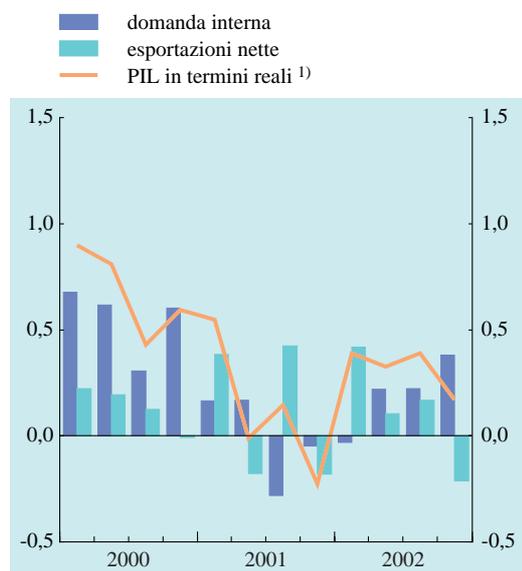
La modesta crescita nel 2002 è riconducibile a un insieme di eventi negativi, che hanno contribuito a un aumento dell'incertezza e all'affievolirsi delle attese di una rapida ripresa. Le tensioni geopolitiche, che hanno influenzato negativamente l'andamento del prezzo del petrolio e il clima di fiducia, la netta caduta dei corsi azionari e il perdurare degli squilibri a livello globale hanno contribuito a moderare il ritmo della crescita nel corso dell'anno.

In un quadro di debolezza ciclica è importante l'attuazione delle riforme strutturali programmate, poiché aumenterebbe la fiducia in una prospettiva di crescita dell'economia e dell'occupazione. A questo proposito, il riquadro 5 esamina i progressi realizzati in merito all'agenda delle riforme dell'UE.

### Figura 19

#### Contributi alla crescita trimestrale del PIL in termini reali nell'area dell'euro

(contributi trimestrali in punti percentuali; dati destagionalizzati)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Variazione percentuale sul trimestre precedente.

#### Il minore contributo della domanda interna spiega l'ulteriore calo della crescita del PIL nel 2002

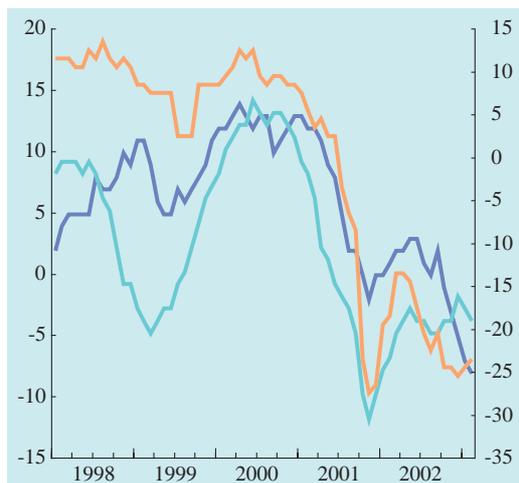
Nel 2002 la minore crescita del PIL rispetto al 2001 è riconducibile alla diminuzione del contributo fornito dalla domanda interna. Il fiacco andamento di quest'ultima è dovuto a una marcata contrazione degli acquisti di beni capitale, compensata solo in parte dalla moderata crescita dei consumi privati.

Nel 2002 gli investimenti fissi lordi sono diminuiti in media del 2,5 per cento, contraendosi per il secondo anno consecutivo (cfr. tavola 7). Il calo degli investimenti può essere associato a una serie di fattori. In primo luogo, le prospettive di una solida ripresa nell'area dell'euro sono peggiorate nel corso dell'anno, inducendo le imprese a correggere al ribasso i propri piani di investimento. In secondo luogo, la redditività delle imprese ha risentito negativamente del rallentamento economico. Anche le politiche di prezzo, tese a preservare le quote di mercato delle esportazioni in concomitanza dell'apprezzamento dell'euro, possono aver contribuito a comprimere gli utili societari. In terzo luogo, il brusco declino dei corsi azionari nel 2002 ha comportato un aumento dei costi della raccolta di nuovo capitale di rischio; ciò può a sua volta aver influito negativamente sulla spesa per investimenti. In quarto luogo, anche i crescenti differenziali tra i rendimenti delle obbligazioni societarie e tra i tassi bancari sui prestiti a lungo termine potrebbero aver comportato un peggioramento delle condizioni di finanziamento, malgrado i bassi tassi di interesse (cfr. il riquadro 3). Infine, la minore crescita del reddito reale delle famiglie e la maggiore incertezza hanno avuto un impatto negativo sugli investimenti in abitazioni, che si stima siano diminuiti di circa il 2 per cento nel 2002.

Lo scorso anno i consumi privati hanno risentito negativamente delle condizioni di debolezza dell'economia e dell'elevata incertezza. Nel 2002 i consumi privati sono in media cresciuti dello 0,6 per cento (cfr. tavola 7). In particolare, si stima che il reddito disponibile

**Figura 20****Indicatori del clima di fiducia nell'area dell'euro***(saldi percentuali)*

- clima di fiducia delle famiglie (scala di sinistra)
- clima di fiducia delle imprese industriali (scala di sinistra)
- clima di fiducia delle imprese dei servizi (scala di destra)



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 dei consumatori e delle imprese industriali, dall'aprile 1995 per quello delle imprese dei servizi. Dati stagionalizzati.

delle famiglie in termini reali è aumentato nel 2002 in misura significativamente inferiore rispetto al 2001, principalmente a causa di un minore incremento dell'occupazione. L'effetto che ne è derivato sul reddito è stato parzialmente compensato da una lieve accelerazione dei salari reali, seguita essenzialmente a un lieve calo dell'inflazione. Il contributo dei trasferimenti pubblici netti, delle imposte e dei contributi sociali alla crescita del reddito delle famiglie è stimabile sia rimasto sostanzialmente invariato tra il 2001 e il 2002.

La propensione al risparmio delle famiglie è aumentata nel 2002, secondo le stime. All'inizio dell'anno ciò era riconducibile soprattutto agli eventi dell'11 settembre del 2001 e, in misura minore, al cambiamento del segno monetario, che aveva generato un aumento dell'inflazione percepita dai consumatori (cfr. il riquadro 4) e una minore disponibilità delle famiglie a effettuare acquisti di importo rilevante. Nei mesi successivi, il netto calo delle

quotazioni azionarie ha esercitato un'ulteriore pressione al rialzo sul tasso di risparmio, riducendo la ricchezza delle famiglie e influenzandone negativamente la fiducia (cfr. figura 20). Tuttavia, l'impatto sfavorevole sulla ricchezza netta delle famiglie derivante dalla flessione dei corsi azionari potrebbe essere stato in parte compensato dagli incrementi dei prezzi delle abitazioni in alcuni paesi dell'area dell'euro. Inoltre, le forti tensioni geopolitiche e il graduale peggioramento delle condizioni del mercato del lavoro potrebbero aver indotto le famiglie ad aumentare il risparmio a scopo precauzionale.

**Nel 2002 la variazione delle scorte non ha contribuito alla crescita del PIL, mentre le esportazioni nette hanno fornito un apporto positivo**

Dopo aver fornito un contributo fortemente negativo nel 2001, lo scorso anno la variazione delle scorte non ha sostenuto la crescita del PIL in termini reali. Il miglioramento delle aspettative delle imprese all'inizio dell'anno ha interrotto un prolungato periodo di decumulo del magazzino. Tuttavia, il ritmo deludente dell'attività economica nella seconda metà dell'anno ha successivamente indotto le imprese a rivedere al ribasso il livello desiderato delle scorte, così impedendo che la loro variazione fornisse un contributo significativo alla crescita del PIL.

Nel 2002 la crescita media annua a prezzi costanti delle importazioni e delle esportazioni di beni e servizi (inclusi gli scambi commerciali all'interno dell'area dell'euro) è diminuita ulteriormente, rispettivamente a -0,3 e 1,2 per cento. Il risultato riflette in parte la netta contrazione dei volumi scambiati nella seconda metà del 2001, che ha determinato un rilevante trascinamento negativo nel 2002; verso la metà dell'anno, tuttavia, si è osservato un apprezzabile recupero. Le esportazioni hanno tratto vigore da un aumento della domanda mondiale; anche le importazioni si sono rafforzate verso la metà dell'anno. Nell'ultimo trimestre la crescita di entrambi i flussi si è indebolita, mentre il contributo

della domanda estera netta è diventato negativo. Nel complesso del 2002, l'apporto delle esportazioni nette all'aumento dell'attività economica è stato significativo, grazie alla contrazione delle quantità importate.

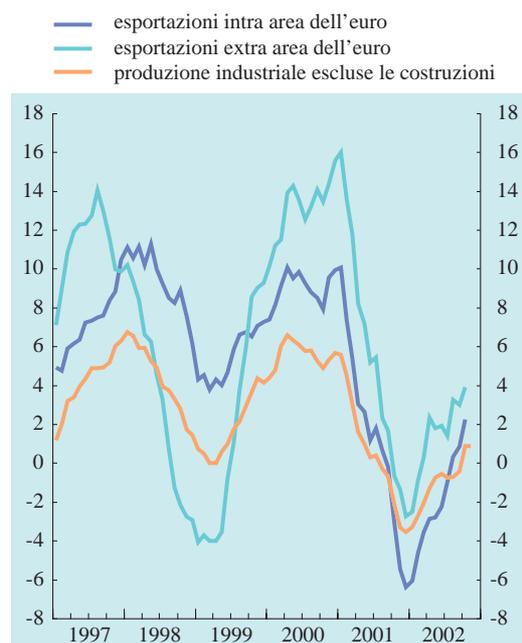
### Nel 2002 i servizi hanno continuato a essere il settore trainante dell'attività economica

In base ai dati di contabilità nazionale, nel 2002 il valore aggiunto nell'industria al netto delle costruzioni è lievemente aumentato (0,2 per cento). La debole crescita nel 2002 è principalmente riconducibile all'effetto di trascinamento negativo derivante dal 2001, a fronte della ripresa dell'attività industriale registrata nella prima parte dell'anno (cfr. tavola 7). Secondo i dati di produzione industriale, la ripresa di inizio anno è stata avviata dal comparto dei beni intermedi (cfr. tavola 8), in coincidenza con l'inversione del ciclo delle scorte e dell'andamento della domanda estera (cfr. figura 21). Nella seconda metà del 2002, l'attività industriale ha perso vigore, riflettendo il peggioramento del quadro economico corrente e di quello atteso; i tassi di crescita rispetto al periodo corrispondente hanno tuttavia continuato ad aumentare, grazie ai favorevoli effetti base derivanti dalla

**Figura 21**

### Esportazioni di beni e produzione industriale nell'area dell'euro

(volumi; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati riportati sono calcolati su medie mobili centrate di tre mesi.

debolezza dell'attività nella seconda metà del 2001. Il prodotto nel settore delle costruzioni, misurato dal valore aggiunto in termini reali, si è ridotto dell'1,5 per cento nel 2002. La debolezza dell'attività edile è dipesa in

**Tavola 8**

### Produzione industriale nell'area dell'euro

(variazioni percentuali)

	Variazioni annuali <sup>1)</sup>									Variazioni trimestrali <sup>2)</sup>				
	2000	2001	2002	2001 4°trim.	2002 1°trim.	2002 2°trim.	2002 3°trim.	2002 4°trim.	2001 4°trim.	2002 1°trim.	2002 2°trim.	2002 3°trim.	2002 4°trim.	
Totale industria escl. costruzioni	5,5	0,4	-0,7	-3,6	-2,7	-0,6	-0,5	0,9	-1,8	0,6	0,6	-0,1	-0,1	
<i>Principali categorie di prodotti industriali:</i>														
Totale industria escl. costruzioni e prodotti energetici	6,0	0,2	-0,9	-4,7	-3,2	-0,9	-0,8	1,2	-2,3	0,9	0,5	0,0	-0,2	
Beni intermedi	5,9	-0,8	0,3	-6,0	-2,1	0,3	0,7	2,3	-2,6	2,3	0,7	0,2	-0,9	
Beni di capitale	9,4	1,3	-2,6	-4,9	-6,7	-2,7	-1,9	1,0	-2,5	-0,6	0,8	0,2	0,3	
Beni di consumo	2,2	0,4	-1,0	-2,6	-1,2	-0,9	-1,9	-0,1	-2,0	0,3	0,2	-0,5	-0,1	
durevoli	6,5	-2,5	-4,9	-7,4	-6,7	-5,8	-3,9	-3,0	-3,7	-0,5	-0,9	0,6	-2,4	
non durevoli	1,4	1,0	-0,2	-1,5	-0,1	0,1	-1,5	0,5	-1,7	0,5	0,4	-0,6	0,3	
Prodotti energetici	1,9	1,2	0,7	3,5	1,2	2,1	0,7	-1,0	1,9	-1,6	1,1	-0,5	0,2	
Industria manifatturiera	5,9	0,2	-1,0	-4,6	-3,4	-1,0	-0,7	1,2	-2,3	0,8	0,6	0,0	-0,2	

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Variazioni percentuali sul periodo corrispondente, calcolate su dati corretti per il numero di giorni lavorativi.

2) Variazioni percentuali sul trimestre precedente, calcolate su dati destagionalizzati e corretti per il numero di giorni lavorativi.

## Tavola 9

### Evoluzione del mercato del lavoro nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente e valori percentuali)

	Variazioni annuali										Variazioni trimestrali				
	1999	2000	2001	2002	2001 4°trim.	2002 1°trim.	2002 2°trim.	2002 3°trim.	2002 4°trim.	2002 4°trim.	2001 1°trim.	2002 2°trim.	2002 3°trim.	2002 4°trim.	
Forze di lavoro	0,9	1,0	0,9	.	0,7	0,8	0,8	0,7	.	0,3	0,2	0,2	0,1	.	
Occupazione	1,8	2,1	1,4	.	0,9	0,7	0,5	0,3	.	0,2	0,1	0,0	-0,1	.	
Agricoltura <sup>1)</sup>	-2,4	-1,6	-0,8	.	-1,6	-2,3	-1,9	-1,9	.	-0,5	-0,4	-0,2	-0,9	.	
Industria <sup>2)</sup>	0,3	0,9	0,3	.	-0,4	-1,0	-1,0	-1,2	.	-0,2	-0,4	-0,2	-0,4	.	
– escl. costruzioni	-0,2	0,6	0,3	.	-0,5	-1,1	-1,1	-1,2	.	-0,2	-0,4	-0,2	-0,4	.	
– costruzioni	2,0	1,7	0,3	.	-0,2	-0,6	-0,7	-1,3	.	-0,2	-0,3	-0,1	-0,7	.	
Servizi <sup>3)</sup>	2,7	2,9	2,0	.	1,6	1,6	1,3	1,0	.	0,4	0,3	0,1	0,2	.	
<b>Tassi di disoccupazione <sup>4)</sup></b>															
Totale	9,4	8,5	8,0	8,3	8,0	8,1	8,2	8,3	8,5	-	-	-	-	-	
Meno di 25 anni	18,5	16,6	15,6	16,1	15,7	15,8	16,1	16,2	16,3	-	-	-	-	-	
25 anni e oltre	8,2	7,4	7,0	7,3	7,0	7,1	7,2	7,3	7,4	-	-	-	-	-	

Fonti: dati nazionali 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 extraterritoriali.

4) In percentuale delle forze di lavoro. I dati sono calcolati in base alla metodologia raccomandata dall'ILO.

larga misura dai prolungati sviluppi negativi registrati in Germania. Altri importanti fattori sono rappresentati dal deterioramento del contesto economico complessivo nell'area dell'euro e dall'elevata incertezza.

Nel 2002 il valore aggiunto nel settore dei servizi ha invece continuato a crescere, anche se a un ritmo inferiore rispetto al 2001. Per i servizi destinati al mercato l'attività è aumentata dell'1,3 per cento (cfr. tavola 7), rimanendo la principale forza trainante della crescita economica complessiva nel 2002. Il tasso di crescita trimestrale del valore aggiunto in questo settore è rimasto sostanzialmente invariato nel corso dell'anno.

#### Nel 2002 è diminuito il grado di dispersione dei tassi di crescita tra i paesi dell'area dell'euro

Nel 2002 si è ridotto il grado di dispersione dei tassi di crescita del PIL in termini reali tra i paesi dell'area. Il differenziale fra i due paesi dell'area con il maggiore e minore tasso di crescita è sceso a 4,1 punti percentuali dai 5,0 del 2001. Il tasso di crescita medio annuo del PIL in termini reali è diminuito in tutti i paesi dell'area dell'euro, ad eccezione della Finlan-

dia. La debolezza ciclica nel 2002 ha comportato modesti tassi di crescita in parecchi paesi, in alcuni dei quali il PIL in termini reali non è affatto aumentato.

#### Ulteriore rallentamento dell'occupazione nel 2002

Nel 2002, il rallentamento dell'economia si è gradualmente trasmesso al mercato del lavoro e, nella seconda metà dell'anno, i tassi di crescita dell'occupazione sul trimestre precedente sono divenuti negativi. Sulla base dei dati nazionali disponibili si stima che la crescita dell'occupazione totale sia stata dello 0,4 per cento nel 2002, a fronte dell'1,4 per cento dell'anno precedente. Rispetto alle fasi di rallentamento economico degli anni novanta, la crescita dell'occupazione nell'area dell'euro è stata piuttosto sostenuta per gran parte del 2002. Questo potrebbe essere parzialmente spiegato dal fatto che, agli inizi del 2002, molte imprese si aspettavano che il rallentamento ciclico sarebbe stato di breve durata. Data la perdurante stagnazione dell'attività produttiva, tuttavia, le condizioni del mercato del lavoro si sono indebolite nella seconda metà dell'anno (cfr. tavola 9).

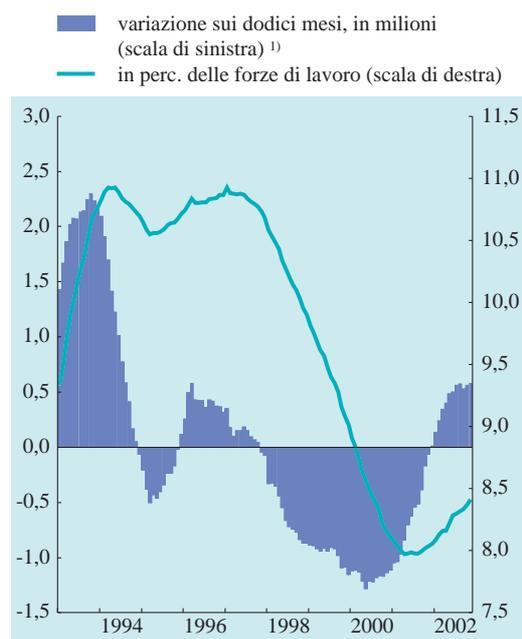
Per quanto riguarda gli andamenti settoriali, nel corso del 2002 la variazione dell'occupazione rispetto all'anno precedente è divenuta negativa nell'industria (sia nelle costruzioni che nell'industria in senso stretto), mentre è continuata la creazione netta di posti di lavoro nel settore dei servizi, seppure a ritmi molto meno sostenuti rispetto al 2001. In particolare, nei servizi finanziari e in quelli alle imprese, che negli ultimi anni hanno trainato la creazione di posti di lavoro nell'intero settore, la crescita dell'occupazione nel 2002 è stata meno della metà di quella del 2001. Anche altri servizi privati (commercio, trasporti e comunicazioni) hanno registrato un sensibile calo della crescita, sebbene meno pronunciato.

### **Incremento graduale della disoccupazione nel 2002**

In linea con il rallentamento dell'occupazione, il tasso di disoccupazione standardizzato nell'area dell'euro è salito gradualmente nel corso dell'anno, collocandosi in media all'8,3 per cento nel 2002, 0,3 punti percentuali in più rispetto al 2001 (cfr. figura 22). Dopo essersi ridotto per quattro anni consecutivi, il numero dei disoccupati nell'area dell'euro è salito raggiungendo 11,4 milioni di persone nella media del 2002.

L'aumento della disoccupazione ha coinvolto tutte le classi di età ed entrambi i sessi. Nel 2002, il tasso di disoccupazione giovanile è salito al 16,1 per cento, 0,5 punti percentuali in più rispetto al 2001, mentre quello dei lavoratori di 25 anni e oltre è passato dal 7,0 per cento nel 2001 al 7,3 nel 2002. Nel 2002 il divario tra il tasso di disoccupazione dei lavoratori più anziani e quello dei più giovani è rimasto sostanzialmente invariato rispetto al 2001. Inoltre, sebbene sia gli uomini che le donne siano stati penalizzati da una disoccupazione crescente, nel corso del 2002 il divario tra il tasso medio di disoccupazione maschile (7,2 per cento) e quello femminile (9,8 per cento) ha continuato a ridursi gradualmente. Ciò suggerisce che i gruppi tradizionalmente più sensibili al deterioramento

**Figura 22**  
**Disoccupazione nell'area dell'euro**  
(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.

del mercato del lavoro (i giovani e le donne) non hanno risentito più degli altri lavoratori di questa congiuntura negativa, soprattutto se si comparano tali andamenti alle fasi di rallentamento economico degli anni novanta. L'aumento della disoccupazione è stato comune alla maggior parte dei paesi dell'area dell'euro, e il grado di dispersione è rimasto sostanzialmente invariato.

Infine, si stima che la crescita delle forze di lavoro (somma di occupati e disoccupati) sia diminuita lievemente nel 2002. Ciò riflette il protrarsi di una crescita debole dell'attività produttiva e l'aumento della disoccupazione, che ha scoraggiato l'ingresso nelle forze di lavoro.

In sintesi, sebbene fino alla seconda metà del 2002 la crescita dell'occupazione nell'area dell'euro abbia mostrato una buona tenuta in termini relativi, la condizione dei mercati del lavoro si è gradualmente deteriorata nel corso dell'anno, riflettendo per lo più l'effetto ritardato del rallentamento dell'attività

economica. Tali andamenti richiamano l'attenzione sulla necessità di proseguire gli sforzi per attuare le riforme del mercato del lavoro e per adeguare l'evoluzione salariale all'obiet-

tivo di sostenere la crescita dell'occupazione, al fine di migliorare il funzionamento del mercato del lavoro e di attenuare gli effetti delle fasi cicliche negative (cfr. il riquadro 5).

## Riquadro 5

### I progressi delle riforme strutturali del mercato del lavoro e dei beni e servizi nell'area dell'euro sono stati limitati

Le riforme strutturali dei mercati del lavoro e dei beni e servizi ampliano il potenziale di crescita dell'economia e facilitano l'adattamento al cambiamento economico. Nel marzo 2000, il Consiglio europeo di Lisbona ha riconosciuto l'importanza di modernizzare l'assetto normativo e ha introdotto un'ambiziosa agenda di riforme che mira a far sì che entro il 2010 l'Unione europea diventi l'economia "basata sulla conoscenza" più competitiva e dinamica del mondo. Da allora, il contesto economico si è sensibilmente indebolito. Un'azione risoluta per attuare l'"agenda di Lisbona" è divenuta ancora più importante per sostenere il clima di fiducia e migliorare le condizioni per la crescita dell'attività economica e dell'occupazione. In tale contesto, questo riquadro esamina i progressi realizzati nell'attuazione dell'agenda di riforme dell'UE negli ultimi anni e in particolare nel 2002. Tale valutazione è sostanzialmente in linea con la posizione della Commissione europea, illustrata nel suo rapporto sull'attuazione degli *Indirizzi di massima per le politiche economiche* (IMPE).

Il funzionamento del mercato dei beni e servizi è controllato e valutato nell'ambito del processo di Cardiff, mentre le riforme del mercato del lavoro sono valutate nell'ambito del processo di Lussemburgo. Entrambi i processi si basano sull'esame delle riforme nei singoli paesi e forniscono indicazioni per gli IMPE, che definiscono le priorità fondamentali per le politiche economiche nei diversi campi. In base a tali priorità si formulano raccomandazioni di politica economica per ciascuno Stato membro (cfr. il capitolo V)<sup>1</sup>.

Per quanto attiene ai mercati del lavoro, gli IMPE del 2002 sottolineano le seguenti necessità: a) riformare i sistemi fiscali e i sussidi di disoccupazione al fine di rendere più remunerativo lavorare e di incoraggiare la ricerca del posto di lavoro; b) migliorare l'efficienza e l'efficacia delle politiche attive del lavoro; c) abbattere gli ostacoli alla mobilità geografica all'interno dei singoli paesi e tra gli Stati membri; d) facilitare la mobilità professionale; e) promuovere un'organizzazione del lavoro più flessibile e rivedere la regolamentazione dei contratti di lavoro; f) rimuovere le barriere alla partecipazione femminile alle forze di lavoro.

Diversi paesi hanno iniziato o proseguito l'attuazione di misure tese a rendere più remunerativo lavorare o a ridurre i contributi previdenziali a carico dei datori di lavoro. Sono inoltre proseguiti gli sforzi per migliorare il processo di ricerca del posto di lavoro, innalzando l'efficienza dei servizi forniti dalle agenzie per l'impiego e introducendo requisiti più rigorosi nell'accertamento dell'attività di ricerca del lavoro da parte dei lavoratori disoccupati. Diversi paesi hanno proseguito gli sforzi per migliorare la flessibilità dell'organizzazione del lavoro; tuttavia, molte riforme del mercato del lavoro non sono state affrontate, o sono state affrontate in maniera inadeguata. Ad esempio, non sono state promosse in misura sufficiente riforme di ampio respiro dei sistemi pensionistici e dei meccanismi istituzionali che favoriscono il pre-pensionamento, finalizzate ad accrescere la partecipazione dei lavoratori più anziani al mercato del lavoro, così come scarsa è stata l'attenzione rivolta alle riforme della legislazione sulla tutela del posto di lavoro, che migliorerebbero la mobilità occupazionale. Nel complesso sembra che, rispetto agli anni precedenti, nel 2002 il ritmo delle riforme nel mercato del lavoro sia rallentato nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro.

L'agenda delle riforme strutturali per i mercati dei beni e servizi copre molti campi d'azione tra cui quelli riportati di seguito, richiamati dagli IMPE per il 2002: a) completare la realizzazione del mercato interno; b) garantire

<sup>1</sup> Raccomandazione del Consiglio, del 21 giugno 2002, sugli Indirizzi di massima per le politiche economiche degli Stati membri e della Comunità.

un'effettiva concorrenza; c) accelerare le riforme dei servizi a rete. Esistono ancora forti barriere al funzionamento del mercato interno, soprattutto nei mercati dei servizi; di queste, molte sembrano essere dovute alle normative nazionali, come ad esempio le procedure amministrative per la costituzione di società controllate in altri paesi dell'area dell'euro, o l'uso di poteri discrezionali da parte degli enti locali. Dopo un decennio di continui miglioramenti, nel 2002 si è interrotta la riduzione della percentuale di atti normativi relativi al mercato interno dell'UE che gli Stati membri non hanno ancora recepito nella legislazione nazionale. Questo "deficit" nel recepimento della normativa nei paesi dell'area è salito dal 2,2 per cento di ottobre 2001 al 2,4 di ottobre 2002.

Per quanto attiene al rafforzamento della concorrenza, alcuni paesi dell'area hanno intrapreso misure per aumentare i poteri delle proprie autorità competenti in materia di concorrenza e regolamentazione. Un altro strumento che potrebbe essere utilizzato per attenuare le distorsioni della concorrenza è la riduzione degli aiuti statali i quali, nonostante la generale tendenza verso un loro calo, svolgono ancora un ruolo significativo in alcuni settori, quali ad esempio il trasporto aereo e su rotaia. Nei settori dei servizi a rete è proseguita l'attuazione delle riforme della regolamentazione, benché in misura diversa a seconda dei paesi e dei settori interessati. Gli effetti delle riforme in alcuni di questi settori precedentemente protetti, soprattutto le telecomunicazioni, si sono tradotti in riduzioni dei prezzi. Tale andamento è proseguito nel 2002, anche se a un ritmo più contenuto.

In sintesi, nel 2002 sono stati realizzati alcuni progressi in termini di riduzione delle rigidità strutturali nei mercati del lavoro e dei beni e servizi. Tuttavia, l'approccio adottato da molti paesi sembra aver assunto la forma di misure parziali, piuttosto che quella di un più intenso impegno riformatore su vasta scala. Essendo necessario del tempo affinché le riforme strutturali producano appieno i loro benefici, affrontarle in maniera lenta e parziale, come è stato fatto dalla maggior parte degli Stati membri, renderà più arduo conseguire gli obiettivi strategici fissati nell'agenda di Lisbona. Inoltre, la mancanza di determinazione nell'attuare riforme di ampio respiro potrebbe anche spiegare il basso livello di fiducia in una rapida ripresa dell'economia, rendendo ancora più importante intensificare gli sforzi nel campo delle riforme strutturali.

## 5 La finanza pubblica

### ***Il peggioramento dei saldi di bilancio nel 2002 è principalmente riconducibile al rallentamento economico***

Nel 2002, per il secondo anno consecutivo, i saldi di bilancio dell'area dell'euro sono peggiorati. I dati più recenti diffusi dall'Eurostat indicano un disavanzo pubblico medio pari al 2,2 per cento del PIL, contro l'1,6 registrato nel 2001 (cfr. tavola 10). Questo pronunciato peggioramento, che porta il disavanzo medio al livello più elevato dal 1998, può essere principalmente ricondotto all'indebolimento dell'attività economica, che ha influito sui risultati di bilancio attraverso il funzionamento degli stabilizzatori automatici, e, in alcuni paesi, all'andamento sfavorevole delle entrate. In vari paesi, inoltre, i saldi di bilancio

nel 2002 hanno risentito anche dell'impatto negativo delle significative revisioni apportate al disavanzo nel 2001, di sconfinamenti di spesa e di modifiche nell'imposizione. Quasi tutti i paesi non hanno raggiunto gli obiettivi di bilancio fissati nei programmi di stabilità presentati alla fine del 2001. In media lo scostamento rispetto agli obiettivi è stato notevole, pari all'1,3 per cento del PIL.

L'andamento dei conti pubblici è stato particolarmente sfavorevole nei paesi che già presentavano significativi squilibri di bilancio nel 2001. Nel 2002 la Germania ha registrato un disavanzo ben al di sopra del valore di riferimento del 3 per cento del PIL; al netto dei proventi delle licenze UMTS, la Francia ha riportato un disavanzo pari al 3,2 per cento

## Tavola 10

### Posizioni di bilancio nell'area dell'euro

(in percentuale del PIL)

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

	1999	2000	2001	2002
<b>Area dell'euro</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,6</b>	<b>-2,2</b>
Belgio	-0,5	0,1	0,3	0,0
Germania	-1,5	-1,4	-2,8	-3,6
Grecia	-1,8	-1,9	-1,9	-1,2
Spagna	-1,2	-0,9	-0,1	-0,1
Francia	-1,8	-1,4	-1,6	-3,2
Irlanda	2,3	4,3	1,1	-0,3
Italia	-1,7	-1,8	-2,6	-2,3
Lussemburgo	3,5	6,1	6,4	2,6
Paesi Bassi	0,7	1,5	0,1	-1,1
Austria	-2,3	-1,9	0,3	-0,6
Portogallo	-2,8	-3,2	-4,2	-2,7
Finlandia	2,0	6,9	5,1	4,7

#### Debito lordo delle amministrazioni pubbliche

	1999	2000	2001	2002
<b>Area dell'euro</b>	<b>72,7</b>	<b>70,2</b>	<b>69,2</b>	<b>69,1</b>
Belgio	114,9	109,6	108,5	105,4
Germania	61,2	60,2	59,5	60,8
Grecia	105,1	106,2	107,0	104,9
Spagna	63,1	60,5	56,9	54,0
Francia	58,5	57,2	56,8	59,1
Irlanda	49,3	39,3	36,8	34,0
Italia	114,9	110,6	109,5	106,7
Lussemburgo	6,0	5,6	5,6	5,7
Paesi Bassi	63,1	55,8	52,8	52,6
Austria	67,5	66,8	67,3	67,9
Portogallo	54,3	53,3	55,6	58,0
Finlandia	47,0	44,5	43,8	42,7

Fonti: Eurostat e BCE per i dati aggregati dell'area dell'euro.

Nota: i dati sono basati sul SEC 95 e includono le informazioni disponibili al 17 marzo 2003. Le posizioni di bilancio escludono gli introiti derivanti dalla vendita delle licenze UMTS.

del PIL, mentre quelli dell'Italia e del Portogallo non sono stati di molto inferiori. Nel novembre 2002 il Consiglio Ecofin ha deliberato sull'esistenza di un disavanzo eccessivo in Portogallo nel 2001, e nel gennaio del 2003 ha adottato la stessa decisione relativamente al disavanzo registrato in Germania nel 2002. Il Consiglio Ecofin ha richiesto l'adozione di misure che pongano fine a tale situazione e, sempre nel gennaio 2003, ha adottato una raccomandazione di allarme preventivo (*early warning*) nei confronti della Francia. Nel complesso i paesi che hanno registrato un disavanzo nel 2002 sono stati nove, mentre erano stati sei nell'anno precedente. Soltanto Bel-

gio, Lussemburgo e Finlandia hanno conseguito bilanci in pareggio o in avanzo.

Nel 2002 il rapporto fra spesa pubblica e PIL nell'area dell'euro ha smesso di diminuire per la prima volta dal 1993, aumentando di quasi 0,5 punti percentuali. Tale variazione riflette, tra l'altro, un aumento delle spese connesse alla disoccupazione riconducibile all'indebolimento del contesto economico. Benché il superamento degli obiettivi di spesa abbia interessato alcune categorie specifiche, quali la spesa sanitaria, non vi è stato uno sconfinamento generalizzato. Nel 2002 La spesa per interessi è diminuita solo lievemente in

percentuale del PIL. La crescita modesta del gettito fiscale nel 2002 appare riconducibile principalmente alla debolezza dell'attività economica, non essendo stata introdotta alcuna importante riforma del sistema tributario. Fra gli altri fattori che hanno limitato la crescita del gettito figurano i consistenti sgravi fiscali attuati negli anni precedenti e gli effetti negativi connessi con l'andamento degli utili e delle quotazioni azionarie.

Il rapporto fra debito pubblico e PIL nell'area dell'euro è diminuito in media di 0,1 punti percentuali, al 69,1 per cento. I raccordi disavanzo-debito, che lasciano invariato il disavanzo ma influiscono sul debito lordo, hanno contribuito a ridurre l'indebitamento pubblico di 0,2 punti percentuali del PIL. In Grecia e in Finlandia tale fattore ha contribuito significativamente a contenere la velocità di riduzione del rapporto fra il debito e il PIL. In Belgio, Grecia e Italia l'incidenza del debito pubblico lordo è rimasta superiore al 100 per cento del prodotto. Il rapporto tra debito pubblico e PIL è aumentato in tre dei quattro paesi con disavanzi elevati. In Italia la riduzione dell'incidenza del debito sul prodotto è principalmente ascrivibile a un'operazione finanziaria con un effetto *una tantum* significativo.

Secondo dati della Commissione, nel 2002, come nel 2001, l'orientamento della politica fiscale nell'insieme dell'area dell'euro è stato lievemente espansivo se misurato dalla variazione dell'avanzo primario corretto per il ciclo economico. L'allentamento è stato evidente nella maggior parte dei paesi ed è in genere riconducibile a riduzioni delle entrate. In alcuni paesi, tuttavia, un ruolo rilevante è stato svolto dalla forte crescita della spesa. Gli unici paesi ad avere inasprito l'orientamento della politica fiscale sono Spagna, Paesi Bassi e Portogallo.

#### **La solidità delle posizioni di bilancio deve rimanere una priorità fondamentale**

Secondo i programmi di stabilità presentati tra la fine del 2002 e l'inizio del 2003, il disavanzo dell'area dell'euro diminuirà di 0,4 punti

percentuali nel 2003, all'1,8 per cento del PIL. Soltanto l'Austria non ha presentato l'aggiornamento al proprio programma di stabilità entro la fine di febbraio del 2003. Gli effetti positivi del contenimento delle erogazioni e del continuo calo della spesa per interessi dovrebbero più che compensare quelli negativi, riconducibili alla modesta crescita economica e ad alcuni sgravi fiscali in programma. In alcuni paesi il miglioramento delle previsioni di bilancio deriva anche dalle ipotesi di vigorosa ripresa dell'economia nel 2003. Secondo le previsioni, nel 2003 i disavanzi di Germania, Francia e Portogallo diminuirebbero, pur restando vicini al 3 per cento del PIL. I conti di Belgio e Spagna risulterebbero sostanzialmente in pareggio, mentre ci si attende che la Finlandia confermi una posizione di bilancio in avanzo. Gli altri paesi dell'area registrerebbero disavanzi minimi o al più contenuti. Nel 2004 l'incidenza media del disavanzo sul PIL nell'area dell'euro diminuirebbe all'1,1 per cento, sostenuta dal protrarsi della ripresa economica e dall'azione di risanamento dei conti pubblici nei paesi con disavanzi elevati.

Sulla base dei calcoli dei programmi di stabilità, nel 2003 il saldo primario dell'area dell'euro corretto per il ciclo dovrebbe migliorare di circa 0,5 punti percentuali del PIL e di una percentuale sostanzialmente analoga nel 2004. L'incidenza media della spesa pubblica sul prodotto nell'area dell'euro dovrebbe ricominciare a diminuire; nel contempo si prevedono ridotti sgravi fiscali per il 2003. I rischi per tali prospettive di bilancio sono connessi a un peggioramento del contesto macroeconomico, a sconfinamenti della spesa e a ulteriori sgravi fiscali.

Il 7 ottobre 2002 l'Eurogruppo ha definito la strategia di politica fiscale per i paesi con squilibri di bilancio residui, concludendo che tali paesi devono perseguire un continuo miglioramento del saldo sottostante (ovvero del saldo di bilancio al netto degli effetti del ciclo economico e, con decisioni caso per caso, delle misure straordinarie) di almeno lo 0,5 per cento del PIL all'anno. I paesi con disavanzi eccessivi dovranno attuare misure di risanamento di entità superiore. Con una sola

eccezione, tutti i ministri hanno convenuto che tale strategia dovrà trovare attuazione già nei bilanci del 2003. Vi è inoltre stato consenso sulla previsione di percorsi di risanamento basati su ipotesi economiche realistiche e su misure ben definite.

Fra i paesi con squilibri di bilancio residui, si prevede che Grecia, Francia e Italia non riusciranno a soddisfare i requisiti minimi di risanamento nel 2003. Per Germania e Portogallo, invece, si prevede che il disavanzo sottostante venga ridotto di una percentuale superiore allo 0,5 per cento del PIL (come necessario in considerazione dell'elevato livello dei disavanzi), grazie a misure volte ad aumentare il gettito e a contenere la spesa. Per l'Austria si registra il riemergere di squilibri di bilancio nel 2002.

I paesi che hanno già raggiunto posizioni di bilancio solide dovranno evitare che si verifichino nuovi squilibri. Il libero operare degli stabilizzatori automatici è appropriato sia durante le recessioni che durante le fasi espansive. In alcuni di questi paesi, tuttavia, il 2002 ha segnato un ritorno a disavanzi non trascurabili; ciò evidenzia l'importanza di mantenere margini di manovra, specialmente in considerazione della sensibilità delle posizioni di bilancio a improvvisi cambiamenti del contesto economico.

Il rispetto delle regole di bilancio contenute nel Patto di stabilità e crescita contribuisce alla stabilità economica e, per questo motivo, costituisce un complemento necessario ad una politica monetaria orientata alla stabilità dei prezzi. Inoltre il conseguimento e il mantenimento di posizioni di bilancio solide garantisce margini di manovra per affrontare i problemi per la gestione del bilancio che si attendono a seguito dell'invecchiamento della popolazione.

### ***Progressi limitati nelle riforme strutturali dei conti pubblici***

Le attuali condizioni economiche evidenziano nuovamente la necessità di una riforma strut-

turale della finanza pubblica. Anche se i benefici delle riforme potranno essere colti pienamente solo nel medio termine, nella fase attuale una riforma dei conti pubblici contribuirebbe a rafforzare il clima di fiducia, sostenendo la crescita economica anche nel breve periodo. Ciò si verificherà soprattutto se tali riforme si inscriveranno in una strategia di ampio respiro che combini la riduzione della spesa con gli sgravi fiscali e il risanamento dei conti pubblici. Oltre a promuovere un clima di fiducia assicurando la sostenibilità della finanza pubblica, la disciplina di bilancio consente agli stabilizzatori automatici di funzionare liberamente (cfr. il riquadro 6).

Procedere a una riforma strutturale dal lato della spesa è particolarmente urgente; fra gli elementi da prendere in considerazione figurano: l'offerta di beni e servizi pubblici necessari ad accrescere il prodotto potenziale e le misure per ridurre i disincentivi al lavoro prodotti dai meccanismi di sostegno al reddito. Le riforme delle imposte contribuiscono in modo rilevante anche a migliorare il funzionamento del mercato del lavoro. Considerati gli effetti sui conti pubblici dell'invecchiamento della popolazione, è cruciale prevedere una riforma ben congegnata sia della spesa che delle imposte al fine di aumentare l'efficienza e promuovere la crescita economica, ridurre gli squilibri di bilancio, assicurare la sostenibilità della finanza pubblica nel lungo termine e alleggerire l'onere fiscale implicito sulle generazioni future.

Attualmente non si sta realizzando nessuna iniziativa rilevante volta alla riduzione o alla ristrutturazione della spesa in direzioni favorevoli alla crescita. Nel 2002 le riforme dei sistemi tributari sono state modeste rispetto agli anni precedenti e, nell'orizzonte a cui si riferiscono i programmi di stabilità, la prevista riduzione delle imposte è graduale. Per quanto riguarda il problema dell'invecchiamento della popolazione, i progressi nell'adozione di misure che contribuiscano alla sostenibilità dei conti pubblici nel lungo termine sono stati limitati. Nel migliore dei casi, le riforme dei sistemi pensionistici sono state parziali. L'introduzione e lo sviluppo di piani

pensionistici a capitalizzazione, quale misura parallela e di sostegno alla riforma dei sistemi di base a ripartizione, procede con molta len-

tezza. Nel complesso, i progressi per quanto riguarda il ruolo di sostegno alla crescita delle finanze pubbliche sono rimasti contenuti.

## **Riquadro 6**

### **La finanza pubblica e la stabilizzazione economica**

La finanza pubblica può sostenere la stabilità economica in diversi modi. In primo luogo la sostenibilità dei conti pubblici è cruciale per assicurare la stabilità nel lungo periodo, poiché livelli insostenibili di debito pubblico e disavanzo danneggiano la crescita e, in ultima analisi, costringono i paesi ad aggiustamenti di ampia scala a effetto dirompente. In secondo luogo la politica di bilancio può contribuire alla stabilità nel breve termine attenuando l'impatto delle fluttuazioni cicliche. In assenza di interventi da parte del governo il bilancio reagisce automaticamente con un'influenza stabilizzatrice sulle fluttuazioni economiche. Il rispetto dell'assetto di politica fiscale dell'UE protegge sia il ruolo di stabilizzazione che la sostenibilità di lungo periodo della finanza pubblica.

#### **La stabilizzazione automatica mediante la spesa pubblica e il gettito fiscale**

La stabilizzazione automatica è dovuta ad alcune caratteristiche della tassazione e dei trasferimenti per prestazioni sociali oltre che alla scarsa influenza sulle principali componenti della spesa delle fluttuazioni economiche. Le entrate fiscali variano più o meno proporzionalmente all'attività economica, aumentando nelle fasi espansive e riducendosi in quelle recessive. Con l'eccezione delle spese connesse alla disoccupazione, la maggior parte della spesa pubblica deriva da impegni già inseriti nei bilanci previsionali annuali e sostanzialmente non viene influenzata dalle fluttuazioni cicliche. La domanda totale, e quindi l'attività economica, riceve un sostegno in fase di rallentamento, poiché con l'indebolimento della crescita economica diminuiscono le imposte sulle famiglie e sulle imprese. La sostenibilità dei conti pubblici costituisce un prerequisito per beneficiare a pieno del funzionamento degli stabilizzatori automatici, poiché in caso contrario gli agenti economici correggono il loro comportamento in previsione di probabili misure di politica fiscale in futuro.

#### **Le misure discrezionali non sono normalmente adatte alla gestione di breve termine della domanda**

In passato i tentativi di gestire la domanda aggregata attraverso misure discrezionali di politica di bilancio sono stati numerosi, ma spesso controproducenti. Le misure discrezionali espletano il proprio effetto con ritardo, e una volta avviate sono più difficilmente arrestabili, risultando dunque spesso in politiche procicliche. Al contrario, gli stabilizzatori automatici sono direttamente collegati alla struttura dell'economia e quindi consentono un'azione di correzione tempestiva, simmetrica e prevedibile. Le misure discrezionali sono necessarie soprattutto per perseguire il risanamento dei conti pubblici e per attuare cambiamenti strutturali della finanza pubblica.

#### **L'assetto della politica di bilancio dell'UE: sostenibilità e stabilizzazione**

I principali obiettivi dell'assetto di politica di bilancio dell'UE sono il raggiungimento e la salvaguardia della sostenibilità dei conti pubblici, e il ruolo di stabilizzazione delle politiche di bilancio. Il Trattato stabilisce che gli Stati membri devono evitare disavanzi eccessivi (articolo 104), ossia un livello di disavanzo superiore al 3 per cento del PIL o un rapporto debito/PIL di oltre il 60 per cento, a meno che non siano applicabili specifiche condizioni. Le regole contenute nel Patto di stabilità e crescita assicurano il ruolo di stabilizzazione della finanza pubblica in tale contesto di disciplina di bilancio. In base al Patto, i paesi si impegnano a rispettare l'obiettivo di una posizione di bilancio prossima al pareggio o in avanzo nel medio termine al fine di consentire ai saldi di bilancio di fluttuare con il ciclo economico senza rischiare disavanzi eccessivi. Per evitare un'inadeguato orientamento prociclico della politica di bilancio, il valore di riferimento può essere superato senza innescare la procedura di disavanzo eccessivo nel caso di una grave recessione o di circostanze eccezionali al di fuori del controllo del governo.

## 6 Il contesto macroeconomico internazionale, i tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti

### *La ripresa dell'economia mondiale è rimasta contenuta*

Dopo il rallentamento osservato nel 2001, agli inizi del 2002 l'economia mondiale ha iniziato a segnare un moderato recupero. La crescita del PIL mondiale in termini reali è stata stimata al 3,1 per cento nel 2002, in aumento rispetto al 2,3 per cento dell'anno precedente.

Gli andamenti economici internazionali sono stati estremamente difforni. La nuova fase di espansione è stata principalmente alimentata dalla tenuta della domanda delle famiglie negli Stati Uniti, dalla ripresa, trainata soprattutto dalle esportazioni, nei paesi asiatici escluso il Giappone e dal relativo vigore della crescita nei paesi candidati all'adesione all'UE. Rispetto alle attese iniziali, tuttavia, nel corso del 2002 la ripresa dell'economia mondiale ha perso slancio e la sua sostenibilità è diventata più incerta. Sulle prospettive dell'economia mondiale ha influito in particolare la volatilità dei mercati finanziari, riconducibile alle ulteriori correzioni al ribasso delle quotazioni azionarie e all'acuirsi delle tensioni geopolitiche.

Negli Stati Uniti, a una ripresa più contenuta del previsto si è accompagnato il persistere di squilibri soprattutto nel settore delle famiglie e nel conto corrente della bilancia dei pagamenti. In Giappone, l'incipiente modesta ripresa è rallentata nella seconda metà dell'anno a fronte di un indebolimento della domanda estera. La tenuta della domanda interna nei paesi asiatici escluso il Giappone ha tuttavia sorretto l'attività mondiale nella seconda parte del 2002, compensando in parte gli effetti della lieve moderazione della dinamica economica negli Stati Uniti e dell'andamento stagnante dell'economia nipponica.

La crescita del PIL statunitense è salita al 2,4 per cento nel 2002, contro un modesto 0,3 per cento nel 2001, i cui primi tre trimestri erano stati contraddistinti da una fase di contrazione. In linea con tale recupero, la pro-

duktività nel settore delle imprese non agricole è aumentata rapidamente nel 2002. La tenuta della spesa delle famiglie, che ha trovato fondamento nella robusta crescita dei consumi privati e degli investimenti in edilizia residenziale, ha contribuito in misura rilevante all'espansione del prodotto nel 2002. Benché in decelerazione nel quarto trimestre, nel complesso dell'anno i consumi privati hanno registrato un significativo incremento, pari al 3,1 per cento. Durante l'estate la crescita del PIL è stata alimentata in misura particolarmente consistente dai consumi di beni durevoli, soprattutto veicoli a motore e componenti, stimolati dagli incentivi per il finanziamento delle vendite al dettaglio. La spesa delle famiglie ha beneficiato in particolare degli sgravi fiscali, che nel 2002 hanno portato al 5,9 per cento l'aumento del reddito disponibile. La robusta dinamica del mercato immobiliare, nel quale gli investimenti in edilizia residenziale hanno beneficiato di tassi ipotecari storicamente bassi, ha costituito un ulteriore fattore di sostegno, compensando in parte gli effetti ricchezza negativi associati al calo complessivo dei corsi azionari. Nonostante la solidità della crescita dei consumi, nel 2002 il tasso di risparmio è salito al 3,9 per cento del reddito disponibile, dal 2,3 nel 2001. Ciò potrebbe riflettere le maggiori incertezze causate dalle turbolenze sui mercati finanziari e dal graduale peggioramento delle prospettive occupazionali.

Gli investimenti delle imprese hanno registrato una contrazione ulteriore, in linea con la redditività relativamente bassa delle stesse e con i timori destati dai casi di cattiva gestione societaria. Per tutto il 2002 la crescita dei consumi collettivi e degli investimenti pubblici è rimasta robusta, mentre il contributo delle scorte è stato leggermente positivo nel complesso dell'anno. Per quanto concerne l'interscambio commerciale, il volume delle importazioni è cresciuto in misura notevolmente superiore a quello delle esportazioni durante la maggior parte del 2002. Il disavanzo di conto corrente per

l'anno è di conseguenza salito a quasi il 5 per cento del PIL. In tale contesto, sono persistiti alcuni degli squilibri interni che erano emersi

negli Stati Uniti alla fine degli anni novanta, mentre hanno continuato ad aggravarsi quelli esterni (cfr. riquadro 7).

## Riquadro 7

### Evoluzione degli squilibri negli Stati Uniti

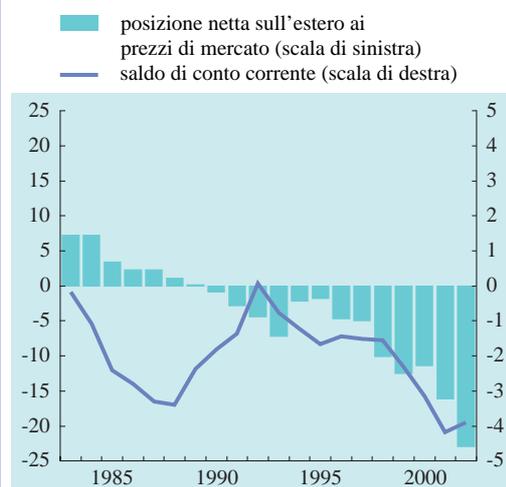
Il lungo periodo di crescita che ha interessato gli Stati Uniti nella seconda metà degli anni novanta è stato contraddistinto dall'accumularsi di squilibri del conto corrente della bilancia dei pagamenti e nel settore delle famiglie. La vigorosa espansione della domanda interna, dalla quale il precedente ciclo economico statunitense aveva tratto il principale impulso, ha avuto come contropartita un maggiore accumulo del debito, a livello sia delle famiglie, sia nazionale. I suddetti squilibri non sono stati corretti durante la recessione del 2001 e potrebbero pertanto gravare sulla ripresa.

Negli ultimi dieci anni, alla straordinaria crescita dell'economia statunitense si è accompagnato l'ampliarsi del disavanzo di conto corrente (dallo 0,8 per cento del PIL nel 1992 al 3,9 nel 2001 e a circa il 5 nel 2002). A differenza di quanto era avvenuto in passato, la decelerazione dell'attività economica nel 2001 non ha avuto effetti positivi di rilievo sul saldo di conto corrente degli Stati Uniti. Esso è anzi peggiorato ancora nel 2002, dopo una breve fase di lieve miglioramento nel corso dell'anno precedente. La composizione dei flussi di finanziamento del disavanzo del conto corrente degli Stati Uniti è mutata significativamente negli ultimi anni. Mentre nel 1999 e nel 2000 gli afflussi si sono concentrati nell'acquisto di attività emesse dal settore privato, in particolare titoli azionari, dal 2001 le preferenze degli investitori si sono in misura crescente spostate sui titoli di Stato. Ne discendono conseguenze per la sostenibilità del disavanzo corrente, dal momento che, a differenza delle azioni, l'emissione di obbligazioni dà origine a impegni di ripagamento. Nel 2001 le passività nette nella posizione patrimoniale verso l'estero sono state pari a circa il 25 per cento del PIL (cfr. figura A).

Il protratto disavanzo del conto corrente ha inoltre notevolmente accresciuto la dipendenza degli Stati Uniti da un afflusso continuo e consistente di capitali. Va rilevato come negli ultimi due anni gli Stati Uniti siano diventati quasi completamente dipendenti dagli afflussi obbligazionari, in quanto gli afflussi netti per investimenti diretti esteri (IDE) e per quelli di portafoglio in titoli azionari sono significativamente diminuiti. Anche la

**Figura A: Conto corrente e posizione netta sull'estero degli Stati Uniti**

(in percentuale del PIL)



Fonte: Bureau of Economic Analysis.

**Figura B: Quota dei consumi finanziati con debito**

(in percentuale)



Fonte: Governo federale degli Stati Uniti.

composizione del finanziamento potrebbe influire sulla dinamica di una possibile correzione del disavanzo corrente. Infatti, mentre il finanziamento mediante emissione di titoli di debito genera un flusso predefinito di rimborsi, i trasferimenti di reddito associati agli IDE dipendono in larga misura dall'andamento dell'economia.

All'aumento del debito estero statunitense si è aggiunto l'aggravarsi della situazione debitoria interna, in connessione soprattutto con il debito delle famiglie. Tra il 1997 e il 2001, negli Stati Uniti, l'indebitamento annuo delle famiglie ha registrato un'espansione superiore a quella del PIL nominale, raddoppiando (da circa 300 a 600 miliardi di dollari statunitensi, rispettivamente pari al 3,6 e 5,7 per cento del PIL) e toccando nuovi massimi anche in termini reali. Benché l'indebitamento delle famiglie

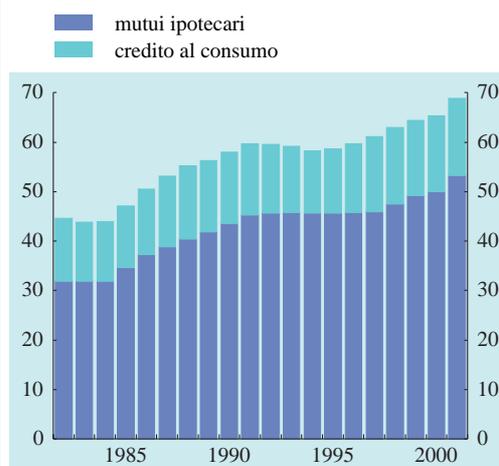
abbia svolto un ruolo importante nella tenuta dei consumi, soprattutto nel corso del 2001, un suo effetto negativo è stato l'aumento del debito di questo settore, a circa il 70 per cento del PIL nel 2001 (cfr. figure B e C). Il livello di indebitamento di una famiglia statunitense "media" è oggi prossimo al rispettivo reddito annuo disponibile ed è composto per circa il 75 per cento da mutui ipotecari e per il restante 25 per cento da credito al consumo.

Di conseguenza, l'onere per il servizio del debito delle famiglie, definito come il rapporto tra i pagamenti dovuti (interessi e rimborso del capitale) e il reddito personale disponibile, è aumentato sensibilmente negli ultimi anni e, nonostante il forte calo dei tassi di interesse, si è portato al 14 per cento circa nel terzo trimestre del 2002, ritornando al precedente massimo ciclico che era stato raggiunto nella metà degli anni ottanta. Il più elevato indebitamento, assieme al calo dei prezzi delle attività finanziarie, ha inoltre concorso alla diminuzione della ricchezza netta delle famiglie (comprensiva sia delle attività finanziarie sia di quelle immobiliari) in rapporto al reddito disponibile, che è passata da un massimo di oltre il 600 per cento alla fine del 1999 al 365 per cento nel terzo trimestre del 2002.

In conclusione, gli squilibri interni ed esterni degli Stati Uniti non sono diminuiti in misura significativa nel corso del recente rallentamento. In particolare, nel 2002 il disavanzo di conto corrente in percentuale del PIL è peggiorato di quasi un punto percentuale rispetto al 2001. Inoltre, il consistente aumento dei prestiti e il calo della ricchezza netta delle famiglie negli Stati Uniti durante gli ultimi due anni hanno destato timori circa la forza e la solidità della ripresa. L'entità dell'indebitamento interno ed esterno ha notevolmente accresciuto la vulnerabilità dell'economia degli Stati Uniti a shock, quali un deterioramento del clima di fiducia degli investitori e un improvviso peggioramento delle prospettive di crescita. Le preoccupazioni riguardanti la sostenibilità di tali squilibri sono state accresciute anche dal riemergere di un disavanzo di bilancio a partire dal 2001.

L'inflazione al consumo negli Stati Uniti è rimasta relativamente contenuta nel 2002, mentre quella relativa ai prezzi alla produzione è stata negativa per gran parte dell'anno. Malgrado il costante aumento delle quotazioni petrolifere, le pressioni inflazionistiche interne sono rimaste di norma moderate nel corso del 2002 a causa del ridotto

**Figura C: Debito delle famiglie**  
(in percentuale del PIL)



Fonte: Governo federale degli Stati Uniti.

tasso di utilizzo della capacità produttiva e della robusta crescita della produttività. Nel 2002 il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi al consumo e di quelli alla produzione è sceso rispettivamente all'1,6 e al -1,3 per cento, dal 2,8 e 2,0 per cento del 2001. Se si escludono i prodotti alimentari e quelli energetici, esso è calato al 2,3 e allo 0,1 per cento,

dal 2,7 e dall'1,4 per cento del 2001. Nel 2002 i tassi di interesse sono rimasti ai minimi storici. In novembre il Federal Open Market Committee (FOMC) del Federal Reserve System ha ridotto di 50 punti base, all'1,25 per cento, l'obiettivo di tasso sui *federal funds*, dopo un calo cumulato di 425 punti base nel 2001. A seguito di tale decisione, il FOMC ha modificato la propria valutazione dei rischi per l'economia, da "orientati verso un indebolimento dell'attività" a "equilibrati". Nel 2002 la politica di bilancio è stata notevolmente espansiva, con il saldo del bilancio federale che è passato da un avanzo pari all'1,3 per cento del PIL nell'esercizio finanziario del 2001 a un disavanzo dell'1,5 per cento nel 2002. Ciò è dovuto principalmente alle misure discrezionali, in particolare una parte degli sgravi fiscali approvati alla metà del 2001 e i pacchetti di stimolo all'economia adottati a marzo 2002, e, in misura minore, alla risposta automatica del bilancio al ciclo economico.

In Giappone l'economia ha registrato una modesta ripresa, stimolata dalla domanda estera nella prima metà del 2002. Una robusta crescita delle esportazioni, soprattutto verso i paesi asiatici emergenti, si è tradotta in un consistente aumento della produzione industriale. L'economia ha tuttavia subito un rallentamento nella seconda metà dell'anno, in presenza di una domanda estera meno vivace e di maggiori incertezze geopolitiche. Di conseguenza, la dinamica delle esportazioni ha perso slancio e il contributo della domanda esterna netta all'espansione del PIL è diventato negativo nel terzo trimestre. In corso d'anno, la spesa per investimenti privati è rimasta relativamente debole, riflettendo in parte il persistere di problemi di bilancio e di capacità in eccesso nel settore delle imprese, nonché i timori per le prospettive dell'economia. Nel complesso, l'economia è cresciuta dello 0,3 per cento nel 2002.

Nel 2002 sono proseguite le spinte deflazionistiche e l'indice dei prezzi al consumo è calato in media dello 0,9 per cento. In tale contesto, la Banca del Giappone ha aumentato di 5 mila miliardi di yen (a 15-20 mila

miliardi) il proprio corridoio obiettivo per il saldo dei conti correnti in essere presso la banca centrale. Ha inoltre portato a 1.200 miliardi di yen l'ammontare degli acquisti definitivi mensili di titoli di Stato a lunga scadenza. Inoltre, per agevolare la soluzione del problema delle sofferenze e assicurare la stabilità del settore finanziario, l'11 ottobre la banca centrale ha reso nota una descrizione concreta di un piano di acquisti azionari nel quale si prevedeva l'acquisto per un controvalore di 2.000 miliardi di yen di azioni a prezzi di mercato dalle banche commerciali con portafoglio azionario in eccesso rispetto al proprio capitale di primo livello. Alla fine di ottobre è stato annunciato un nuovo piano del governo volto ad affrontare il problema delle sofferenze. Il piano mira a dimezzare l'incidenza delle sofferenze sul totale degli impieghi delle principali banche entro la chiusura dell'esercizio finanziario del 2004. Esso prevede anche un maggiore rigore nella valutazione delle attività degli istituti di credito e considera la necessità di un nuovo strumento per iniettare fondi pubblici nelle istituzioni finanziarie; contempla inoltre la creazione di un nuovo ente con il mandato di rivitalizzare i mutuatari solvibili. Per quanto concerne la politica fiscale, all'inizio del 2003 il Parlamento giapponese ha approvato un bilancio supplementare relativo all'esercizio 2002. Con una spesa aggiuntiva di 2.500 miliardi di yen, esso rafforza la rete di sicurezza per i disoccupati e offre sostegno alle piccole e medie imprese.

Nei paesi asiatici escluso il Giappone, la ripresa economica ha superato le attese iniziali. Ciò è dipeso da due fattori fondamentali. Innanzitutto, la domanda estera, inclusa quella di prodotti della tecnologia dell'informazione e delle comunicazioni, ha mostrato una tenuta superiore alle attese. Inoltre, la crescita del prodotto è stata più elevata del previsto in Cina, generando un aumento dell'assorbimento delle esportazioni nella regione. In secondo luogo, la domanda interna ha registrato recuperi di varia entità nei diversi paesi della regione. In generale, condizioni più favorevoli del mercato del lavoro e reddito disponibile in crescita (da ricondurre alle

esternalità positive provenienti dal settore estero), l'andamento della domanda delle famiglie e l'adozione di misure di sostegno hanno concorso ad alimentare la domanda interna.

Nella regione, Cina e Corea del Sud hanno registrato i tassi di crescita del PIL più elevati del 2002 (rispettivamente pari all'8 e a circa il 6 per cento) grazie a una dinamica positiva generalizzata. All'estremo opposto, Hong Kong e Singapore, nonostante il recupero dai tassi di crescita negativi dell'anno precedente, hanno continuato a registrare una crescita modesta nel 2002 (2,3 e 2,2 per cento rispettivamente) per l'effetto negativo del ristagno dei consumi privati. Le pressioni deflazionistiche sono continuate in Cina e a Hong Kong, riflettendo, tra l'altro, fattori strutturali, in Cina, e spinte equalizzatrici dei prezzi dei fattori, a Hong Kong, a causa dell'integrazione con la Cina. La deflazione ha riflesso gli eccessi di capacità produttiva a Singapore e Taiwan, dando segno di ridursi verso la fine del 2002.

Nei paesi candidati a entrare nell'Unione europea, il rallentamento della crescita nel corso del 2002 è stato contenuto. Il rallentamento dell'economia mondiale ha pesato notevolmente sulla domanda estera, ma la domanda interna e in particolare i consumi privati sono rimasti forti nella maggior parte dei paesi. Diversi paesi hanno tuttavia registrato un deterioramento generale della propria posizione di bilancio, solo in parte riconducibile alle condizioni cicliche meno favorevoli. L'effetto congiunto di *output gap* negativi, politiche monetarie prudenti e apprezzamento delle valute di gran parte dei paesi candidati rispetto all'euro ha anche concorso ad attenuare le spinte inflazionistiche (cfr. il capitolo VI).

In Turchia l'attività ha ripreso a espandersi nel 2002, dopo la grave recessione e la crisi finanziaria dell'anno precedente. La ripresa è stata inizialmente trainata dal settore estero, che ha tratto beneficio dal consistente guadagno di competitività connesso con il forte deprezzamento della lira turca, mentre la crescita

dei consumi privati è diventata moderatamente positiva a partire dal secondo trimestre del 2002. L'indebolimento della lira ha tuttavia contribuito in misura rilevante all'aumento dell'indebitamento esterno e al temporaneo accendersi di pressioni inflazionistiche, poi moderatesi nel corso dell'anno. L'inflazione al consumo sui dodici mesi è scesa dal 73 per cento nel gennaio 2002 al 30 per cento in dicembre, un livello inferiore all'obiettivo di fine anno stabilito dalla banca centrale (35 per cento).

L'espansione dell'economia russa è proseguita a un ritmo relativamente sostenuto per il terzo anno consecutivo, con una lieve diminuzione della crescita del PIL, dal 5 per cento nel 2001 al 4,3 nel 2002. La dinamica dei consumi è rimasta vivace e la domanda di investimento, sostenuta dagli elevati corsi petroliferi, è diminuita pur mantenendosi positiva. Nel 2002 le pressioni inflazionistiche sono lievemente diminuite, scendendo al 15 per cento, dal 18,6 nel 2001. L'avanzo di conto corrente ha continuato a calare, in un contesto in cui la forte ripresa delle importazioni ha superato di gran lunga quella delle esportazioni.

In America latina, all'evoluzione positiva dell'attività nei due maggiori paesi (Brasile e Messico) ha fatto riscontro l'acuirsi della crisi argentina, che si è rivelata complessivamente molto peggiore del previsto e che ha reso negativa la crescita del PIL della regione. Il prodotto interno lordo dell'Argentina ha subito una contrazione a due cifre, in presenza di una domanda interna pesantemente gravata da notevoli vincoli imposti ai flussi finanziari. Tali vincoli sono da ricondurre, sul piano interno, al congelamento dei depositi bancari e, su quello esterno, alla perdurante inadempienza del governo nell'onorare i propri obblighi di pagamento sui titoli di Stato detenuti dagli investitori privati, che era stata annunciata alla fine di dicembre 2001. In Brasile l'economia è stata affetta da notevoli turbolenze finanziarie, in risposta al crescente debito pubblico e ai timori per la transizione politica in atto. Ha tuttavia mostrato notevole tenuta rispetto agli episodi di instabilità

finanziaria. Dopo la sensibile decelerazione dell'anno precedente, l'economia del Messico ha registrato un lieve recupero per effetto degli andamenti generalmente positivi negli Stati Uniti, di prezzi petroliferi persistentemente elevati e della flessione della moneta nazionale. Grazie alla ripresa, le condizioni del mercato del lavoro si sono stabilizzate e a fine anno il tasso di disoccupazione era inferiore al 3 per cento.

Il prezzo medio della qualità Brent del petrolio è aumentato leggermente, dai 24,4 dollari per barile nel 2001 ai 25,0 nel 2002. Rincari consistenti sono stati registrati tra dicembre 2002 e febbraio 2003, portando, il 28 febbraio 2003, il prezzo a circa 33,7 dollari. Il recente rialzo è da ricondurre a vari fattori, fra i quali una domanda mondiale leggermente più robusta, la scarsità delle scorte di greggio e di prodotti della raffinazione e le maggiori tensioni geopolitiche. Anche i prezzi delle materie prime non petrolifere sono aumentati, soprattutto per i tagli alla produzione alimentare messi in atto in risposta al calo delle quotazioni registrato nell'anno precedente.

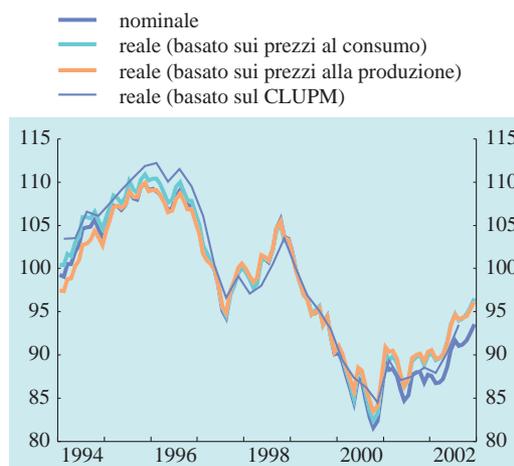
### **L'euro si è apprezzato rispetto alle principali valute nel 2002**

Dopo la relativa stabilità del primo trimestre del 2002, l'euro ha registrato un consistente apprezzamento in termini effettivi nominali raggiungendo livelli sensibilmente superiori a quelli della media del 2001 (cfr. figura 23). Tale evoluzione ha avuto luogo in un contesto contraddistinto da maggiori incertezze riguardo alle prospettive di crescita delle principali aree economiche del mondo e da una netta flessione dei mercati azionari mondiali. Nel complesso, alla fine del 2002, il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro era superiore di quasi il 6,5 per cento ai livelli di inizio anno e di poco meno del 9 per cento alla media del 2001. Il 28 febbraio 2003, giorno al quale risale l'ultimo aggiornamento dei dati utilizzati per questo Rapporto annuale, esso risultava apprezzato dell'8,3 per cento rispetto alla media del 2002. I tassi di cambio effettivi reali dell'euro, che tengono

**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.

<sup>1)</sup> 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 3° trimestre 2002; quest'ultimo dato è parzialmente basato su stime.

conto dei differenziali in termini di dinamica dei prezzi e del costo del lavoro tra l'area dell'euro e i suoi partner commerciali, hanno seguito abbastanza da vicino l'indice nominale (cfr. figura 23). L'andamento lievemente diverso è riconducibile soprattutto alle tendenze contrastanti dei prezzi e dei costi del lavoro tra l'area dell'euro e alcuni dei suoi principali partner commerciali, in particolare il Giappone.

Dopo essere rimasto sostanzialmente stabile rispetto all'euro alla fine del 2001 e agli inizi del 2002, il dollaro statunitense si è sensibilmente deprezzato rispetto alla moneta comune europea nel periodo compreso fra aprile e la fine di luglio 2002. Il deterioramento delle prospettive di crescita dell'economia statunitense può spiegare la flessione abbastanza generalizzata delle quotazioni del dollaro. A intensificare le pressioni sul dollaro sono intervenuti i timori degli operatori circa il rispetto dei principi contabili societari negli Stati Uniti. Dopo un successivo periodo di relativa stabilità a livelli piuttosto elevati, il dollaro statunitense si è indebolito ulteriormente rispetto all'euro verso la fine dell'anno. Quest'ultimo andamento è riconducibile

all'effetto congiunto di vari fattori: l'ampliarsi dei differenziali negativi di tasso di interesse con l'area dell'euro, i timori per lo squilibrio di conto corrente statunitense, l'emergere di un disavanzo fiscale negli Stati Uniti e le incertezze riguardo alle prospettive di crescita economica del paese. L'acuirsi delle tensioni geopolitiche è stato indicato dagli analisti come una fonte di pressioni al ribasso sulla valuta americana. Alla fine del 2002, l'euro valeva 1,05 dollari statunitensi, un livello superiore del 16 per cento a quello dell'inizio dell'anno e di poco più del 17 per cento alla media del 2001. Il 28 febbraio 2003, la moneta europea è stata scambiata a 1,08 dollari, un livello superiore del 14 per cento rispetto alla media del 2002.

Dopo essersi deprezzato sull'euro negli ultimi mesi del 2001, lo yen giapponese è rimasto relativamente stabile durante gran parte del 2002. Si è deprezzato nel quarto trimestre dell'anno, riflettendo in parte le incertezze circa le prospettive di crescita di alcuni dei principali mercati di esportazione del paese e le preoccupazioni dei mercati circa la soluzione dei problemi del settore finanziario nipponico. Ciò ha concorso a sua volta alla revisione al ribasso, da parte delle autorità giapponesi, delle valutazioni sulle prospettive economiche del paese. Il 31 dicembre l'euro valeva 124,39 yen, un livello superiore del 4,1 per cento a quello dell'inizio dell'anno e del 14,5 per cento circa a quello medio del 2001. Il 28 febbraio 2003 è stato scambiato a 127,32 yen, con un apprezzamento del 7,8 per cento rispetto alla media del 2002.

In seguito agli attentati terroristici perpetrati negli Stati Uniti l'11 settembre, alla fine del 2001 il franco svizzero si era apprezzato su tutte le principali valute, compreso l'euro. Durante i primi tre trimestri del 2002, la moneta elvetica è rimasta sostanzialmente stabile rispetto all'euro, mentre si è consistentemente rafforzata nei confronti del dollaro statunitense. Il franco svizzero si è ulteriormente apprezzato rispetto a tutte le principali valute nell'ultima parte dell'anno, a fronte di una rinnovata avversione al rischio a livello internazionale. Alla fine del 2002, l'euro

era quotato a 1,45 franchi svizzeri, un livello inferiore del 2,1 per cento a quello dell'inizio dell'anno e del 3,9 per cento alla media del 2001. Il 28 febbraio 2003, l'euro valeva 1,46 franchi svizzeri, un livello pressochè invariato rispetto alla media del 2002.

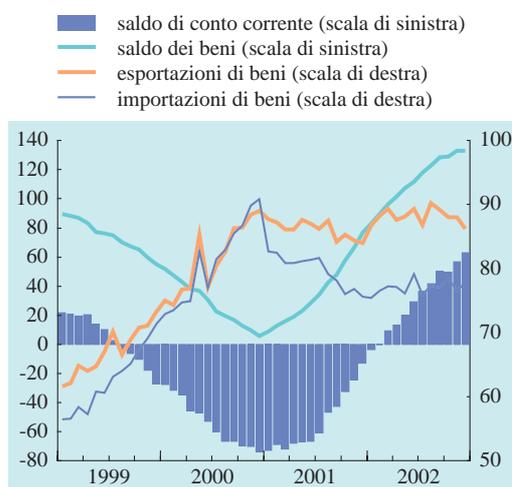
### **Il saldo di conto corrente passa in avanzo nel 2002**

Il conto corrente dell'area dell'euro ha registrato un avanzo di 62,1 miliardi di euro nel 2002, contro un disavanzo di 13,8 nell'anno precedente (tutti i dati si riferiscono agli Euro 12). Tale dinamica è imputabile soprattutto al considerevole aumento dell'avanzo commerciale, da 75,8 a 132,7 miliardi di euro (cfr. figura 24). I disavanzi dei redditi e dei trasferimenti correnti sono rimasti sostanzialmente invariati. La crescita dell'avanzo commerciale deriva in larga misura dall'effetto congiunto di una significativa diminuzione del valore delle importazioni e di un lieve incremento di quello delle esportazioni.

Il calo del valore delle importazioni di beni nel 2002 rispetto all'anno precedente riflette

**Figura 24**  
**Saldo di conto corrente e commercio in beni dell'area dell'euro**

(miliardi di euro; dati destagionalizzati)



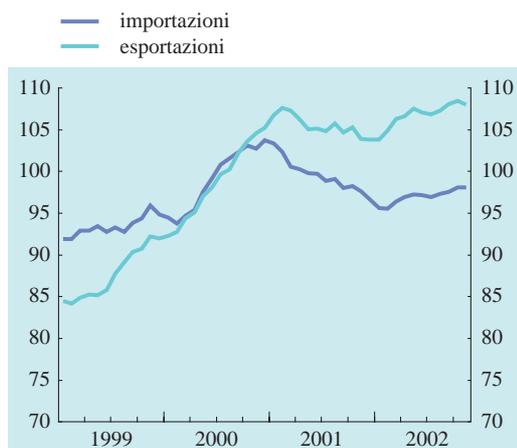
Fonte: BCE.

Nota: i dati si riferiscono agli Euro 12. Per i saldi: somma dei valori registrati negli ultimi 12 mesi; per le esportazioni e importazioni di beni: valori mensili.

**Figura 25**

**Commercio dei paesi dell'area dell'euro con il resto del mondo, in volume <sup>1)</sup>**

(indice: 2000 = 100; dati destagionalizzati; medie mobili di tre mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE su dati Eurostat.

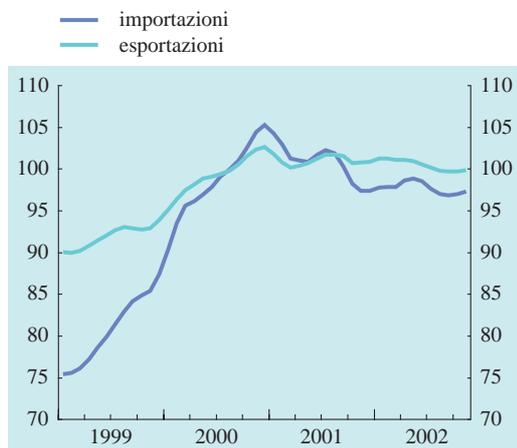
1) Le ultime osservazioni si riferiscono a novembre 2002 e sono parzialmente basate su stime.

l'andamento sia dei prezzi sia dei volumi (cfr. figure 25 e 26). In primo luogo, i prezzi all'importazione sono calati nel 2002, principalmente a causa del sensibile apprezzamento dell'euro in corso d'anno. In secondo luogo, i volumi importati sono rimasti sostanzial-

**Figura 26**

**Commercio dei paesi dell'area dell'euro con il resto del mondo, indici di valore unitario <sup>1)</sup>**

(indice: 2000 = 100; dati destagionalizzati; medie mobili di tre mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE su dati Eurostat.

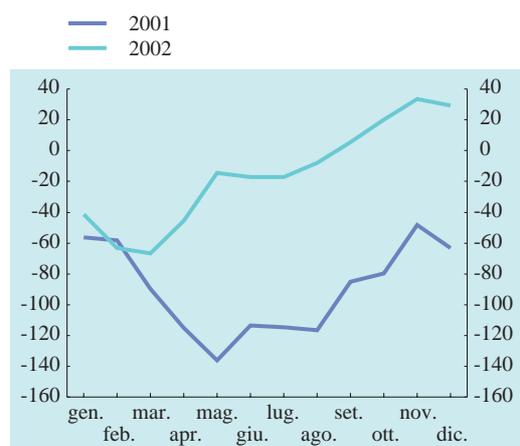
1) Le ultime osservazioni si riferiscono a novembre 2002 e sono parzialmente basate su stime.

mente invariati, su livelli inferiori a quelli del 2001, durante tutto il 2002, per la debolezza della domanda nell'area dell'euro. Questo andamento sarebbe da ricondurre soprattutto alla minore spesa in determinate categorie di prodotti a elevata intensità di beni d'importazione, in particolar modo in beni di investimento.

Il lieve aumento nel valore delle esportazioni di beni tra il 2001 e il 2002 si è associato alla crescita dei volumi esportati, in linea con la ripresa della domanda estera nel 2002. La crescita dei volumi non si è tuttavia interamente tradotta in termini di valore, a causa della caduta dei prezzi delle esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro (misurati dagli indici di valore unitario). Non si può escludere che gli esportatori dell'area abbiano ridotto i propri margini di profitto nell'intento di contrastare la perdita di competitività originata dall'apprezzamento della moneta unica.

**Afflussi netti per il complesso degli investimenti diretti e di portafoglio nel 2002**

Il saldo complessivo netto degli investimenti diretti e di portafoglio ha registrato un'inversione di segno, da deflussi netti per 63,4 miliardi di euro nel 2001 ad afflussi netti pari a 29,4 miliardi nel 2002 (cfr. figura 27). Ciò è stato in parte determinato dalla forte contrazione dei deflussi netti per investimenti diretti osservata fra il 2001 (101,5 miliardi di euro) e il 2002 (21,0 miliardi), che riflette in larga misura il sensibile calo dell'attività di fusione e acquisizione (per una disamina dettagliata dell'andamento di tale attività negli ultimi anni, si veda il riquadro 8). Inoltre, nel 2002 gli afflussi netti per investimenti di portafoglio nell'area dell'euro sono saliti a 50,4 miliardi di euro, in presenza di una consistente caduta delle quotazioni azionarie a livello mondiale e della connessa sostanziale contrazione degli investimenti azionari, sia da parte di residenti dell'area all'estero, sia da parte dei non residenti nell'area. I residenti dell'area hanno ridotto anche i propri investimenti in strumenti non azionari esteri, mentre sono notevolmente cresciuti i flussi di

**Figura 27****Flussi totali netti di investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro***(miliardi di euro, dati cumulati)*

Fonte: BCE.

Nota: il segno positivo (negativo) indica un afflusso (deflusso) netto.

investimento in titoli non azionari dell'area dovuti ad acquisti da parte di non residenti.

Una delle caratteristiche distintive del conto finanziario dell'area dell'euro nel 2002 è che, a differenza di quanto era avvenuto per gran parte del 2001 e all'inizio del 2002, le variazioni complessive dei flussi per investimenti di portafoglio non sono state più determinate in misura preponderante dalla componente azionaria, ma hanno riflesso in misura crescente quella obbligazionaria. Nella categoria dei titoli

di debito, nel 2002 l'area dell'euro ha registrato afflussi netti per obbligazioni e notes (21,0 miliardi di euro) e contenuti deflussi netti per strumenti del mercato monetario (9,7 miliardi). Il rallentamento economico mondiale e il deciso calo delle quotazioni azionarie hanno probabilmente concorso a determinare tali andamenti. È opportuno rilevare che sono aumentati considerevolmente gli investimenti internazionali in strumenti del mercato monetario, probabilmente a causa della maggiore incertezza nel settore delle imprese a livello mondiale. In particolare, i residenti dell'area hanno investito 55,6 miliardi di euro in strumenti esteri del mercato monetario (da 20,7 nel 2001), mentre gli stranieri hanno acquistato strumenti dell'area per un controvalore di 45,9 miliardi di euro (4,5 miliardi nell'anno precedente).

Nel suo insieme, nel 2002, la bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro ha combinato un avanzo di conto corrente e consistenti afflussi netti per l'insieme degli investimenti diretti e di portafoglio. A fronte di tali afflussi, le operazioni a breve termine delle IFM dell'area dell'euro (escluso l'Eurosistema) hanno registrato flussi netti in uscita per 159,4 miliardi di euro. Di conseguenza, tra la fine del 2001 e la fine del 2002, la posizione netta sull'estero delle suddette IFM (escluso l'Eurosistema) ha subito un'inversione di segno, passando da una posizione di passività netta a una di attività netta.

**Riquadro 8****Evoluzione delle attività di fusione e acquisizione internazionali fra il 1990 e il 2002**

Alla fine degli anni novanta e nella prima parte di questo decennio le attività di fusione e acquisizione (*mergers and acquisitions*, M&A), soprattutto fra imprese europee e statunitensi, sono notevolmente aumentate. Benché in sostanziale calo dal massimo del 2000-01, le operazioni di M&A sono diventate una caratteristica estremamente importante delle economie statunitense ed europea e hanno riguardato in buona parte il settore dell'alta tecnologia e quello delle telecomunicazioni. Scopo del presente riquadro è delineare alcuni tratti fondamentali dei recenti andamenti e, in particolare, analizzare l'attività di M&A bilaterale tra l'area dell'euro e gli Stati Uniti.

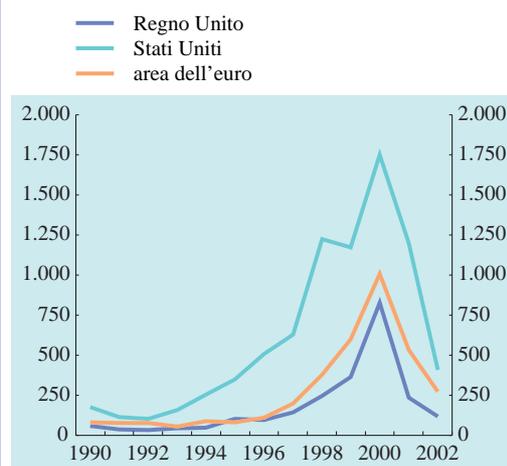
**Dimensioni e direzione delle operazioni di fusione e acquisizione**

In termini lordi, le attività di fusione e acquisizione<sup>1</sup> nell'area dell'euro e negli Stati Uniti sono salite da 281 miliardi di euro nel 1990 a un massimo superiore ai 2.900 miliardi nel 2000, per poi scendere a 673 miliardi

<sup>1</sup> Le attività di M&A in termini lordi comprendono le operazioni in cui le imprese di un dato paese figurano come società incorporanti/acquirenti o assorbite/acquisite. I dati relativi alle operazioni di M&A sono forniti da Thomson Financial.

**Figura A: Valore totale delle operazioni di fusione e acquisizione**

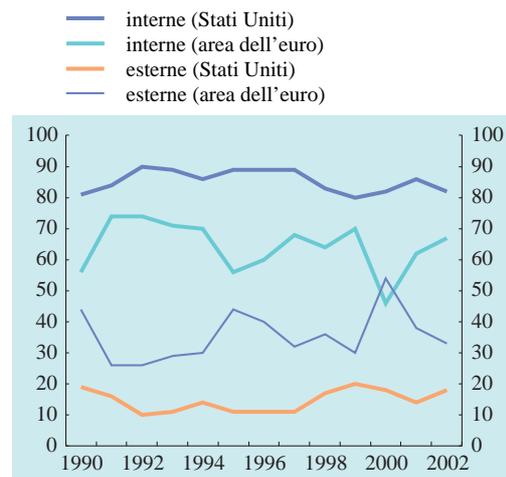
(miliardi di euro)



Fonti: Thomson Financial ed elaborazioni della BCE.

**Figura B: Collocazione geografica delle operazioni di fusione e acquisizione dell'area dell'euro e degli Stati Uniti**

(in percentuale del totale)



Fonti: Thomson Financial ed elaborazioni della BCE.

nel 2002. Le imprese di gran lunga più attive in questo campo sono state quelle statunitensi, che nel solo 2000 hanno partecipato a operazioni per un controvalore lordo di circa 1.800 miliardi di euro (cfr. figura A). Durante gli anni novanta l'attività di M&A è stata vivace anche nell'area dell'euro, seppur inferiore rispetto a Stati Uniti e Regno Unito. Nel periodo di massima espansione del settore, tra il 1997 e il 2002, le imprese dell'area hanno partecipato a operazioni di M&A per un valore superiore a 3 mila miliardi di euro (pari al 6,9 per cento del PIL dell'area), contro i circa 6.400 miliardi delle controparti statunitensi (11 per cento del PIL degli Stati Uniti) e i circa 2 mila di quelle britanniche (22,5 per cento del PIL del Regno Unito).

Da un raffronto fra l'aumento del numero e quello del valore delle operazioni di M&A emerge come negli ultimi anni quest'ultimo abbia registrato un'accelerazione maggiore, a indicare che la dimensione media delle suddette operazioni è cresciuta notevolmente. Di fatto, tra il 1990-96 e il 1997-2002, il valore medio delle operazioni di M&A aventi come una delle controparti imprese dell'area è salito da 20 a 90 milioni di euro. Benché anche il valore medio delle operazioni condotte da imprese statunitensi e britanniche sia aumentato e sia rimasto notevolmente superiore a quello delle imprese dell'area dell'euro, la crescita percentuale del valore medio delle operazioni di M&A nell'area ha superato quella di Stati Uniti e Regno Unito.

Un'analisi della direzione dei flussi di M&A mostra come, nel corso degli anni novanta, la quota delle operazioni di M&A con l'estero sul valore totale delle transazioni, sia generalmente cresciuta nell'area dell'euro e sia rimasta stabile negli Stati Uniti. Una differenza fondamentale fra le due aree consiste nel fatto che negli Stati Uniti le operazioni di M&A interne hanno rappresentato una quota molto più elevata del totale dell'attività. Per contro, rispetto agli Stati Uniti, le operazioni di M&A condotte da imprese dell'area e aventi come controparti imprese esterne all'area sono state superiori in termini sia assoluti sia relativi (cfr. figura B).

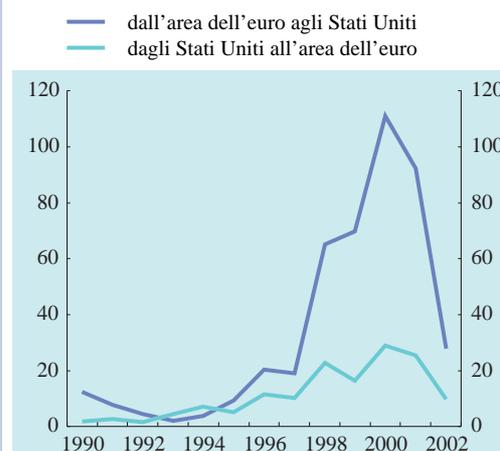
Benché l'aumento dell'attività di M&A nell'area dell'euro sembri in qualche modo coincidere con l'avvio della Terza fase dell'UEM, è difficile separare l'effetto di questo fattore da quello di altri quali l'armonizzazione della normativa legale, i progressi nel campo delle tecnologie dell'informazione e il processo di deregolamentazione e di liberalizzazione di determinati settori e mercati.

## Operazioni bilaterali di fusione e acquisizione fra l'area dell'euro e gli Stati Uniti

Negli ultimi anni i flussi bilaterali per M&A tra l'area dell'euro e gli Stati Uniti hanno evidenziato alcune differenze pronunciate. Durante la prima metà degli anni novanta gli investimenti effettuati da imprese dell'area per operazioni di M&A negli Stati Uniti si collocavano a livelli analoghi a quelli degli investimenti di imprese statunitensi nell'area. A partire dal 1996, i primi sono aumentati in misura molto sensibile (di oltre cinque volte fra il 1996 e il 2000) mentre i secondi hanno registrato incrementi solo modesti (cfr. figura C). Ciò rileva una chiara asimmetria nei flussi per M&A tra l'area dell'euro e gli Stati Uniti. La rapida crescita dell'economia e della produttività osservata negli Stati Uniti nella seconda metà degli anni novanta e la notevole espansione del mercato azionario statunitense (in particolare nel comparto tecnologico) hanno probabilmente contribuito a rendere attrattive le imprese di quel paese.

**Figura C: Operazioni di fusione e acquisizione bilaterali tra Stati Uniti e area dell'euro**

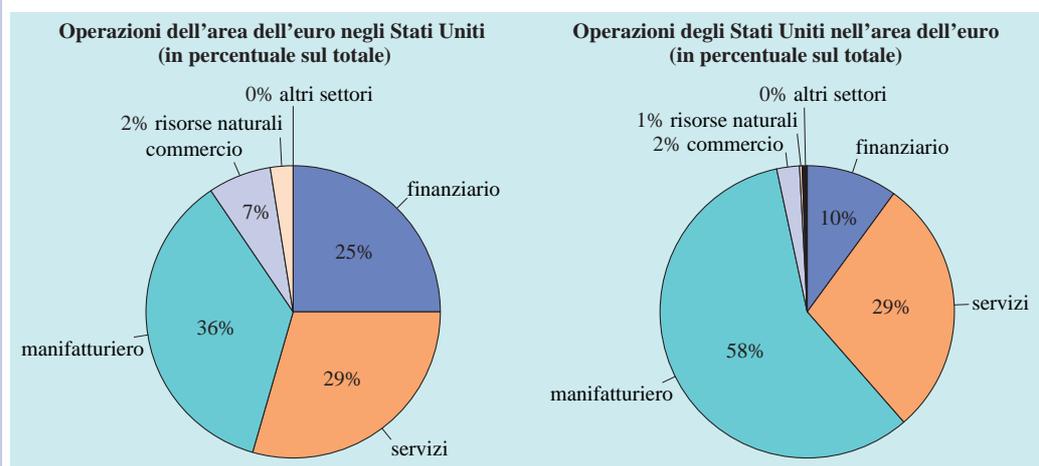
(miliardi di euro)



Fonti: Thomson Financial ed elaborazioni della BCE.

Dalla scomposizione per settore emerge come le imprese manifatturiere dell'area dell'euro abbiano attratto il 58 per cento degli investimenti statunitensi per M&A, una quota molto superiore a quella rappresentata dal comparto manifatturiero statunitense sul totale degli investimenti per M&A dell'area dell'euro (36 per cento, cfr. figura D). Per contro, la percentuale investita dalle imprese dell'area nel settore finanziario statunitense (25 per cento) è stata notevolmente maggiore rispetto a quella investita dalle controparti americane nel settore finanziario dell'area (10 per cento). Alla fine degli anni novanta e nel corso del 2000 l'attività di fusione e acquisizione nel settore dell'alta tecnologia<sup>2</sup> ha registrato un eccezionale incremento, principalmente a causa della rapida espansione del settore. Tra il 1995 e il 2000, le operazioni di M&A riguardanti il comparto dell'alta tecnologia sono aumentate in misura esponenziale sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro. La loro quota sul totale dell'attività di M&A dell'area è salita da circa il 10 per cento nella prima metà degli anni

**Figura D: Operazioni di fusione e acquisizione per settore, 1997-2002**



Fonti: Thomson Financial ed elaborazioni della BCE.

<sup>2</sup> Nella definizione della banca dati sulle operazioni di M&A gestita da Thomson Financial, il settore dell'alta tecnologia (o tecnologico) è composto principalmente da vari comparti dei settori manifatturiero e dei servizi.

novanta al 50 per cento nel 2000, per poi scendere drasticamente sotto il 10 per cento nei primi nove mesi del 2002 a seguito della flessione degli indici tecnologici registrata a partire dal 2000. Rispetto alle imprese dell'area dell'euro, quelle statunitensi hanno evidenziato livelli di attività per M&A notevolmente superiori non soltanto nel loro insieme ma anche, per gran parte del periodo, nella componente rappresentata dal settore tecnologico.

Le imprese dell'area dell'euro hanno investito in misura ingente nel settore tecnologico statunitense al fine di acquisire competenze e accesso ai mercati. Come illustra la figura E, fino al 2000 gli investimenti per M&A da parte di imprese dell'area in società statunitensi del settore tecnologico sono aumentati notevolmente a fronte di una crescita solo modesta degli investimenti nella direzione opposta. Il segmento delle telecomunicazioni<sup>3</sup>, che coincide in parte con il settore tecnologico, ha registrato una crescita particolarmente sensibile dell'attività di M&A alla fine degli anni novanta. Di fatto, il valore delle operazioni aventi come controparte imprese dell'area dell'euro è passato da meno di 50 miliardi di euro all'anno prima del 1998 a oltre 300 miliardi nel 1999<sup>4</sup>. Va sottolineato come l'attività di M&A nel segmento delle telecomunicazioni sia stata trainata soprattutto da imprese dell'area. Inoltre, la quota delle operazioni aventi per oggetto società di telecomunicazioni sul totale degli investimenti di M&A dell'area dell'euro è salita da meno del 10 per cento prima del 1998 a oltre il 50 per cento nel 1999. Per contro, negli Stati Uniti l'incidenza di questo segmento è cresciuta in misura molto meno consistente avvicinandosi ad appena il 20 per cento sul totale delle operazioni di M&A nel 1999.

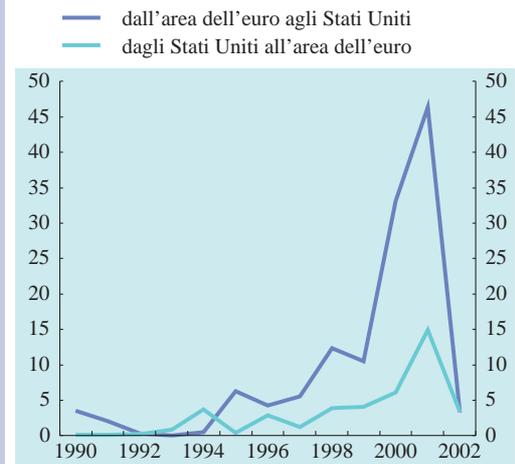
Nel complesso, l'analisi della composizione per settore e dei flussi bilaterali dimostra come la notevole espansione dell'attività di M&A alla fine degli anni novanta e in epoche più recenti sia stata trainata soprattutto dall'acquisizione di imprese del settore tecnologico e delle telecomunicazioni da parte di imprese sia statunitensi sia europee. Dopo i massimi del 2000, tale attività è diminuita sensibilmente tornando a livelli analoghi a quelli osservati alla metà degli anni novanta. Il calo è stato particolarmente pronunciato nel settore dell'alta tecnologia sia dell'area dell'euro sia degli Stati Uniti.

<sup>3</sup> Nella definizione della banca dati sulle operazioni di M&A gestita da Thomson Financial, parte del segmento delle telecomunicazioni rientra nel settore tecnologico.

<sup>4</sup> L'acquisizione di Mannesmann da parte di Vodafone rappresenta una quota consistente del valore totale delle operazioni di M&A in questo settore nel 1999. Anche escludendo questa importante operazione, tuttavia, l'attività di M&A risulta notevolmente aumentata.

**Figura E: Fusioni e acquisizioni bilaterali tra Stati Uniti e area dell'euro nel settore tecnologico**

(miliardi di euro)



Fonti: Thomson Financial ed elaborazioni della BCE.





*Conferenza stampa successiva alla riunione esterna del Consiglio direttivo tenutasi il 7 febbraio 2002 a Maastricht per segnare il decimo anniversario della firma del Trattato di Maastricht. Il Presidente Duisenberg dichiara che si dimetterà dall'incarico nel 2003*



*L'edificio del Limburg Government di Maastricht dove si è tenuta la riunione*

## **Capitolo II**

### **Le operazioni dell'Eurosistema come banca centrale**

## I L'attuazione della politica monetaria

### I.1 Sintesi

L'assetto operativo per l'attuazione della politica monetaria unica ha funzionato in maniera efficiente nel 2002. I principali elementi che lo compongono, ossia le operazioni di mercato aperto, le operazioni attivabili su iniziativa delle controparti e il regime di riserva obbligatoria, nonché le modalità relative all'esecuzione e all'amministrazione decentrata delle operazioni da parte delle BCN<sup>1</sup>, sono rimasti invariati.

Le operazioni di rifinanziamento principali (ORP) settimanali, con scadenza generalmente di due settimane, forniscono la maggior parte del rifinanziamento necessario al settore bancario e svolgono un ruolo centrale nel regolare le condizioni di liquidità e nel segnalare l'orientamento della politica monetaria. Una volta al mese, inoltre, l'Eurosistema effettua operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) con scadenza di tre mesi; queste tuttavia non sono utilizzate per segnalare l'orientamento di politica monetaria. Oltre alle operazioni regolari di mercato aperto, nel 2002 l'Eurosistema ha condotto tre operazioni di regolazione puntuale (*fine tuning*) per far fronte a impreviste variazioni delle condizioni di liquidità.

Le due operazioni attivabili su iniziativa delle controparti offerte dall'Eurosistema, ossia le operazioni di rifinanziamento marginale e quelle di deposito presso la banca centrale, che immettono e assorbono liquidità *overnight*, forniscono indicazioni sull'orientamento della politica monetaria e fissano i limiti superiore e inferiore dei tassi di interesse del mercato *overnight*.

Oltre a eseguire operazioni di mercato aperto e a offrire operazioni su iniziativa delle controparti, l'Eurosistema vigila sull'applicazione del regime di riserva obbligatoria, in base al quale le istituzioni creditizie sono tenute a detenere riserve per un ammontare pari al 2 per cento di determinate passività a breve termine. Lo scopo della riserva obbliga-

toria, che è interamente remunerata, è di stabilizzare i tassi di interesse del mercato monetario e di ampliare il fabbisogno strutturale di liquidità del settore bancario nei confronti dell'Eurosistema. La stabilizzazione dei tassi a breve è favorita dalla mobilitazione della riserva obbligatoria che, consentendo alle controparti di ottemperare all'obbligo di riserva in media nell'arco del mese del periodo di mantenimento, limita gli effetti degli shock temporanei di liquidità sui tassi stessi. Pertanto, l'Eurosistema può di norma limitare la propria attività sul mercato aperto alle ORP e alle ORLT.

L'assetto operativo della politica monetaria dell'Eurosistema consente a un'ampia gamma di controparti di partecipare alle operazioni di politica monetaria. Tutte le istituzioni creditizie soggette all'obbligo di riserva hanno accesso, in linea di principio, alle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti e alle operazioni di mercato aperto mediante aste standard. A tale riguardo, la direttiva sulla moneta elettronica<sup>2</sup>, cui gli Stati membri dovevano dare attuazione entro il 27 aprile 2002, ha ampliato la definizione delle istituzioni creditizie soggette all'obbligo di riserva per includervi anche gli istituti di moneta elettronica.

Oltre a soddisfare i requisiti generali di eleggibilità, le controparti devono anche rispettare tutti i criteri operativi indicati nelle disposizioni contrattuali o regolamentari applicate dalle BCN dell'area dell'euro al fine di assicurare l'efficiente svolgimento delle operazioni di politica monetaria. Alla fine del 2002, su 6.926 istituzioni creditizie dell'area dell'euro soggette all'obbligo di riserva, 3.245 hanno avuto accesso alle operazioni di deposito presso la banca centrale e 2.867 alle

<sup>1</sup> Una descrizione dettagliata dell'assetto operativo è fornita nel documento della BCE La politica monetaria unica nell'area dell'euro: caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema, aprile 2002.

<sup>2</sup> Direttiva 2000/46/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 18 settembre 2000, riguardante l'avvio, l'esercizio e la vigilanza prudenziale dell'attività degli istituti di moneta elettronica.

operazioni di rifinanziamento marginale. Le istituzioni creditizie ammesse a partecipare alle operazioni di mercato aperto mediante aste standard erano 2.320, ma solo 763 hanno effettivamente partecipato ad almeno una ORP, e soltanto 400 ad almeno una ORLT. Un gruppo ristretto di 141 controparti è stato selezionato per partecipare alle operazioni di regolazione puntuale. Rispetto al quadro prevalente a fine 2001, il numero totale delle istituzioni creditizie soggette all'obbligo di riserva è diminuito di 293 unità, per effetto

della crescente concentrazione del settore bancario.

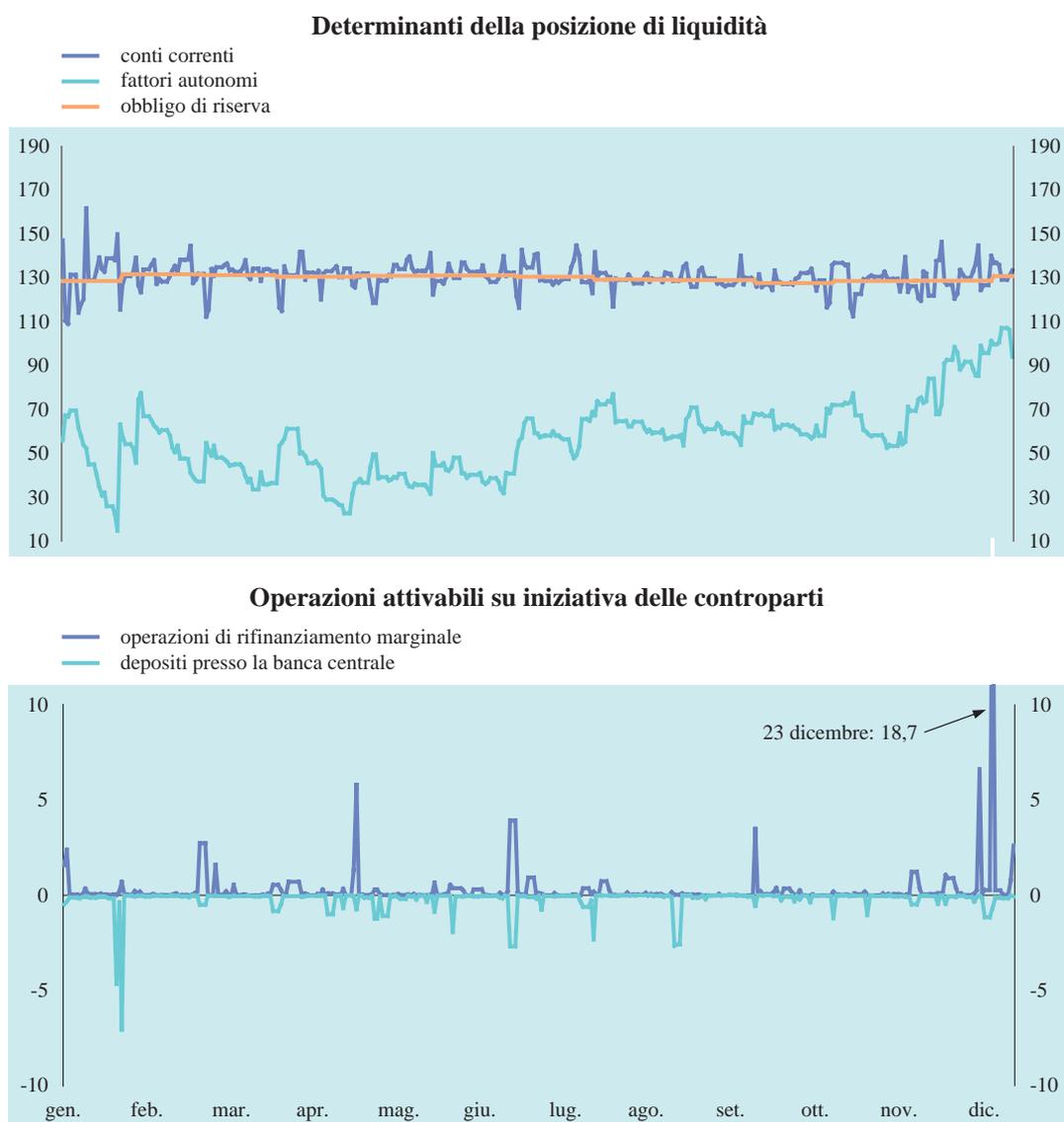
## 1.2 La gestione della liquidità

Un ruolo importante nell'attuazione della politica monetaria unica dell'Eurosistema è svolto dalla gestione della liquidità. Questa si basa sulla valutazione del fabbisogno di liquidità del sistema bancario che deriva dalla riserva obbligatoria, dalle riserve in eccesso

**Figura 28**

### Determinanti della posizione di liquidità e ricorso alle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti nell'area dell'euro nel 2002

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

(definite come la differenza fra i saldi medi dei depositi di conto corrente presso l'Eurosistema nel periodo di mantenimento e la riserva obbligatoria) e dai fattori autonomi. Questi ultimi rappresentano le voci di bilancio delle banche centrali su cui esse non hanno un controllo diretto, ad esempio le banconote in circolazione, i depositi delle

amministrazioni pubbliche e le attività nette sull'estero.

Normalmente l'entità dell'obbligo di riserva e delle riserve in eccesso è conosciuta con un grado di precisione relativamente elevato, mentre è più difficile per le controparti effettuare una stima dei fattori autonomi, data la

## Riquadro 9

### La procedura di consultazione sulle misure atte ad accrescere l'efficienza dell'assetto operativo per la conduzione della politica monetaria

Il 7 ottobre 2002 l'Eurosistema ha avviato una procedura per la consultazione della comunità bancaria dell'area dell'euro riguardo a talune misure di natura tecnica volte ad accrescere l'efficienza dell'assetto operativo della politica monetaria.

Nel documento di consultazione venivano proposte tre modifiche al quadro attuale:

- (1) la ridefinizione del calendario dei periodi di mantenimento della riserva, in modo da far coincidere l'inizio di ciascun periodo con il giorno di regolamento dell'operazione di rifinanziamento principale successiva alla riunione del Consiglio direttivo in cui è programmato l'esame della politica monetaria. Inoltre, l'eventuale modifica del tasso di interesse applicato alle operazioni su iniziativa delle controparti avrebbe effetto, di norma, in concomitanza con l'inizio del nuovo periodo di mantenimento;
- (2) la riduzione della durata delle ORP da due a una settimana;
- (3) la sospensione delle ORLT.

La ridefinizione del calendario dei periodi di mantenimento della riserva ha due finalità: da un lato, ridurre gli effetti delle aspettative di variazione dei tassi di interesse sul comportamento in asta delle controparti nelle ORP; dall'altro, diminuire le probabilità che i periodi di mantenimento inizino o si concludano in una data di chiusura di Target, generando inutili costi per le banche che dovrebbero ricorrere a operazioni su iniziativa delle controparti per regolare in modo puntuale la propria liquidità.

Come misura complementare alla prima è stato proposto di ridurre la durata delle ORP per evitare che queste, estendendosi oltre la fine del periodo di mantenimento in cui sono regolate, vengano influenzate dalle attese sui tassi per il periodo successivo.

La sospensione delle ORLT era stata prospettata al fine di promuovere una più efficiente attuazione della politica monetaria. Il progressivo calo di interesse mostrato per queste operazioni sollevava dubbi sul fatto che esse svolgano ancora il ruolo per il quale erano state originariamente concepite.

La partecipazione alla procedura di consultazione è stata ampiamente rappresentativa del settore bancario dell'area dell'euro, in termini sia di ubicazione geografica che di dimensioni delle istituzioni creditizie. In generale, le risposte pervenute hanno appoggiato le prime due proposte, mentre, per la maggior parte, sono state contrarie alla terza, mettendo in rilievo che le ORLT continuano a soddisfare le esigenze relative alla gestione della liquidità di molte controparti dell'Eurosistema.

Nel gennaio 2003, il Consiglio direttivo ha deciso di modificare il calendario dei periodi di mantenimento e di ridurre la durata delle ORP a partire dal primo trimestre del 2004; tuttavia, ha deciso di non sospendere le ORLT.

loro maggiore variabilità. La BCE pertanto pubblica settimanalmente una previsione sul volume medio dei fattori autonomi, al fine di agevolare le controparti nella preparazione delle offerte nelle operazioni di mercato aperto. In valore assoluto, l'errore medio delle previsioni rispetto ai valori effettivi è stato di 1,8 miliardi di euro nel 2002, contro 1,9 miliardi nel 2001.

Complessivamente nel 2002, i fattori autonomi caratterizzati da maggiore variabilità, e quindi più difficili da prevedere, sono stati nuovamente i depositi delle amministrazioni pubbliche presso le BCN. Tuttavia, anche le previsioni relative alle banconote in circolazione hanno presentato alcune difficoltà dopo l'introduzione a gennaio del contante in euro. In effetti, la domanda di nuove banconote in euro è stata superiore alle previsioni formulate dall'Eurosistema, mentre nel contempo il ritiro dei vecchi biglietti nazionali è proceduto a un ritmo leggermente più lento delle attese. Conseguentemente, nel gennaio 2002 gli errori di previsione dell'Eurosistema riguardo al volume totale di banconote in circolazione sono stati circa quattro volte superiori alla media. Al fine di soddisfare il fabbisogno imprevisto di liquidità generato dall'aumento temporaneo della domanda di banconote, l'Eurosistema ha effettuato due operazioni di regolazione puntuale. In via eccezionale, inoltre, la BCE ha aggiornato con maggiore frequenza le previsioni pubblicate sui fattori autonomi, in modo da informare gli operatori di mercato dell'andamento inusuale delle condizioni di liquidità. Nel marzo 2002 gli errori di previsione sulle banconote in circolazione si sono riportati su valori normali.

Sebbene la valutazione del funzionamento del proprio assetto operativo dall'introduzione dell'euro nel 1999 sia complessivamente positiva, nell'ottobre 2002 l'Eurosistema ha promosso una procedura di consultazione su talune misure atte ad accrescerne l'efficienza (cfr. il riquadro 9).

### 1.3 Le operazioni di mercato aperto

Nel 2002 l'Eurosistema ha regolato 53 ORP, con le quali ha fornito il 71 per cento del rifinanziamento totale; l'importo medio assegnato è stato di 67 miliardi di euro. Le operazioni sono state condotte mediante aste a tasso variabile, applicando la procedura d'asta a tasso multiplo (di tipo americano), con un tasso minimo di offerta. Secondo questa procedura le richieste al di sopra del tasso di aggiudicazione marginale (la richiesta più bassa accettata) sono soddisfatte per intero e al tasso di interesse offerto, mentre quelle presentate al tasso marginale sono ripartite in misura proporzionale. Per effetto delle procedure d'asta a tasso variabile e a tasso multiplo, i tassi di aggiudicazione (ossia quello marginale e quello medio ponderato) sono di norma superiori al tasso minimo di offerta. Nel 2002 in assenza di forti aspettative al rialzo dei tassi di interesse, il differenziale tra il tasso marginale e il tasso minimo di offerta è rimasto in media relativamente modesto, a 4,8 punti base, mentre quello fra il tasso medio ponderato e il tasso marginale è stato di 1,4 punti base, invariato rispetto al 2001; quest'ultimo andamento conferma l'elevato grado di fiducia e precisione delle controparti nel prevedere gli importi e i tassi di aggiudicazione.

Nel 2002 il numero medio di controparti partecipanti alle ORP è diminuito del 25 per cento, portandosi a 307, anche se in media il volume totale delle richieste è stato doppio rispetto agli importi aggiudicati. Sulla base delle indicazioni disponibili, questa flessione non avrebbe causato problemi al sistema bancario dell'area dell'euro per quanto concerne la distribuzione della liquidità creata dalla banca centrale. Di fatto, la concorrenza per l'ottenimento di liquidità sia mediante le ORP, sia nel mercato *overnight* continua a essere sostenuta. Il calo delle partecipazioni alle ORP è probabilmente imputabile al processo di concentrazione in atto nel settore bancario dell'area dell'euro, al più forte accentramento delle attività di gestione della tesoreria all'interno di gruppi bancari e alla maggiore efficienza del mercato monetario,

che potrebbe aver diminuito la propensione delle controparti a finanziarsi direttamente presso l'Eurosistema.

Oltre alle ORP, l'Eurosistema conduce a intervalli regolari anche operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT); effettuate con cadenza mensile e scadenza di tre mesi, queste operazioni temporanee hanno lo scopo di immettere liquidità aggiuntiva nel sistema. Nell'arco dell'anno le ORLT hanno provveduto, in media, a circa il 29 per cento del rifinanziamento totale. Diversamente dalle ORP, le ORLT non sono condotte, di regola, con l'intento di manovrare le condizioni di liquidità o di inviare segnali sull'orientamento della politica monetaria. Conseguentemente, le ORLT sono state effettuate esclusivamente sotto forma di aste a tasso variabile, preannunciando l'ammontare di finanziamento offerto e applicando la procedura d'asta a tasso multiplo (di tipo americano). Per le operazioni eseguite nella prima metà del 2002, il volume di aggiudicazione preannunciato è stato di 20 miliardi di euro; successivamente, il 10 luglio 2002, il Consiglio direttivo ha deciso di ridurlo a 15 miliardi per la seconda metà dell'anno. Il numero medio di banche partecipanti alle ORLT è sceso a 186 nel 2002, con un calo del 17 per cento rispetto al 2001, in linea di massima per le stesse ragioni segnalate in precedenza per le ORP.

Nelle ORLT la dispersione delle richieste è stata in generale maggiore che non nelle ORP, principalmente per effetto dell'assenza di un tasso minimo di offerta e della scadenza a più lungo termine. Nel corso dell'anno, il tasso medio ponderato ha superato il tasso marginale in media di 1,9 punti base, contro i 2,7 nel 2001. Il rapporto richieste/aggiudicazioni è stato in media pari a 2,1, malgrado la diminuzione del numero di partecipanti.

Come anticipato, nel 2002 l'Eurosistema ha effettuato due operazioni di regolazione puntuale, il 4 e il 10 gennaio, per soddisfare la domanda di liquidità superiore al previsto causata dall'introduzione del contante in

euro. Queste operazioni temporanee a scadenza *overnight* sono state condotte sotto forma di aste a tasso variabile e con un tasso minimo di offerta del 3,25 per cento, pari a quello applicato alle precedenti ORP. Le controparti partecipanti sono state 61 nella prima operazione e 63 nella seconda, mentre gli importi aggiudicati sono stati pari rispettivamente a 25 e a 40 miliardi di euro. Nella prima asta veloce il tasso marginale e quello medio ponderato sono stati pari rispettivamente al 3,30 e al 3,32 per cento, per poi scendere al 3,28 e al 3,30 per cento nella seconda.

Inoltre, un'operazione di regolazione puntuale con scadenza a sei giorni, volta alla creazione di liquidità, è stata condotta l'8 dicembre sotto forma di asta a tasso variabile con un tasso minimo di offerta del 2,75 per cento. Hanno partecipato 50 controparti e sono stati assegnati 10 miliardi di euro a un tasso marginale del 2,80 per cento e a un tasso medio ponderato del 2,82 per cento. L'operazione era finalizzata a ridurre il fabbisogno di liquidità creatosi in seguito all'ultima ORP del periodo di mantenimento, aggiudicata il giorno precedente, in cui le richieste delle controparti erano state inferiori al livello necessario per assicurare l'adempimento dell'obbligo di riserva. Tuttavia, per tenere conto anche dell'obiettivo della BCE di mantenere gli incentivi per le controparti a presentare richieste sufficienti nelle ORP, l'ammontare aggiudicato non ha interamente compensato il fabbisogno di liquidità.

#### **I.4 Le operazioni attivabili su iniziativa delle controparti**

Generalmente le istituzioni creditizie ricorrono alle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti per due ordini di motivi. Il primo riguarda gli squilibri aggregati di liquidità, che si verificano quando il sistema bancario nel suo complesso presenta un disavanzo ovvero un eccesso di liquidità rispetto al livello della riserva obbligatoria aggregata. Se tali disavanzi o eccessi emergono dopo l'aggiudicazione dell'ultima ORP del periodo

di mantenimento, essi devono essere compensati a livello aggregato mediante il ricorso rispettivamente a operazioni di rifinanziamento marginale ovvero di deposito presso la banca centrale. Si noti che questi squilibri coincidono con i massimi e i minimi raffigurati nella parte inferiore della figura 28. Il secondo ordine di motivi è rappresentato dai flussi di pagamento imprevisti fra singoli istituti a fine giornata, quando il mercato monetario non è più liquido, che possono spingere le banche a ricorrere a titolo individuale alle operazioni su iniziativa delle controparti. Ciò può avvenire in ogni momento del periodo di mantenimento della riserva se questi flussi imprevisti di liquidità non possono, per qualche motivo, essere regolati automaticamente tramite il sistema della mobilitazione della riserva previsto dal regime di riserva obbligatoria dell'Eurosistema.

Nel 2002 il ricorso alle operazioni su iniziativa delle controparti ha fatto registrare un calo a livello sia aggregato che di singole istituzioni, con una diminuzione delle operazioni di rifinanziamento marginale e di quelle di deposito rispettivamente del 32 e del 64 per cento rispetto al 2001. A livello aggregato, questa flessione è principalmente riconducibile al fatto che nel 2002 si è verificato un solo caso di carenza di richieste in asta (*underbidding*), peraltro di portata limitata, ma anche al miglioramento delle previsioni relative al fabbisogno di liquidità formulate dall'Eurosistema. Per quanto concerne le singole istituzioni, il ricorso a queste operazioni a titolo individuale è calato in modo costante dagli inizi del 1999, collocandosi nel 2002 su una media giornaliera di 0,1 miliardi di euro. Questa evoluzione riflette probabilmente una maggiore efficienza delle controparti nel gestire le proprie liquidità.

### **1.5 Il regime della riserva obbligatoria**

Nel 2002 il livello medio della riserva obbligatoria aggregata delle istituzioni creditizie nell'area dell'euro è stato di 129,9 miliardi di euro; nonostante l'aumento di 5,9 miliardi rispetto al 2001, la tendenza complessiva

evidenziata durante l'anno è stata flettente. Il livello massimo, registrato nel periodo di mantenimento terminato il 23 febbraio, è stato di 131,7 miliardi di euro, mentre quello minimo, pari a 127,7 miliardi, si è verificato nel periodo di mantenimento terminato il 23 ottobre. La base di riserva media mensile, soggetta a un'aliquota di riserva del 2 per cento, è aumentata del 3,5 per cento rispetto al 2001, facendo osservare un tasso di crescita significativamente inferiore agli anni precedenti.

Delle 6.926 istituzioni creditizie soggette all'obbligo di riserva a fine 2002, 4.432 hanno ottemperato a tale obbligo direttamente, mentre le altre lo hanno fatto indirettamente attraverso un intermediario. Nel corso dell'anno le riserve effettivamente detenute dalle banche sui conti correnti hanno oscillato tra 109,1 e 161,7 miliardi di euro, segno che si poteva contare su un ampio margine per far fronte a un assorbimento imprevisto di liquidità (cfr. la parte superiore della figura 28). Grazie soprattutto al sistema della mobilitazione della riserva, la volatilità mostrata dall'Eonia (*euro overnight index average*) si è mantenuta su livelli modesti nel 2002. La deviazione standard delle sue variazioni giornaliere è stata di soli 12 punti base, un valore piuttosto contenuto rispetto agli standard internazionali e tenuto conto della frequenza molto bassa delle operazioni di regolazione puntuale. Il valore corrispondente nel 2001 era stato di 15 punti base. Nell'anno in esame sono state, di conseguenza, assolte con successo le due principali funzioni del sistema di riserva obbligatoria, vale a dire la stabilizzazione dei tassi di interesse del mercato monetario e l'ampliamento del fabbisogno strutturale di liquidità del settore bancario.

Durante il 2002 sono stati rilevati in media 28 casi di inottemperanza dell'obbligo di riserva per ciascun periodo di mantenimento, a cui ha corrisposto una differenza media giornaliera di 10,5 milioni di euro tra le riserve dovute e quelle effettive. La metà dei casi ha riguardato solo importi modesti, implicando sanzioni pecuniarie inferiori a 500 euro. Nel corso dell'anno vi sono state,

tuttavia, anche violazioni piuttosto elevate, di cui 13 hanno portato a sanzioni pecuniarie superiori a 10.000 euro. La maggior parte delle istituzioni creditizie inadempienti ha riconosciuto gli errori, mentre 10 istituzioni hanno presentato ricorsi che hanno richiesto una decisione da parte del Comitato esecutivo della BCE.

### 1.6 Le attività stanziabili

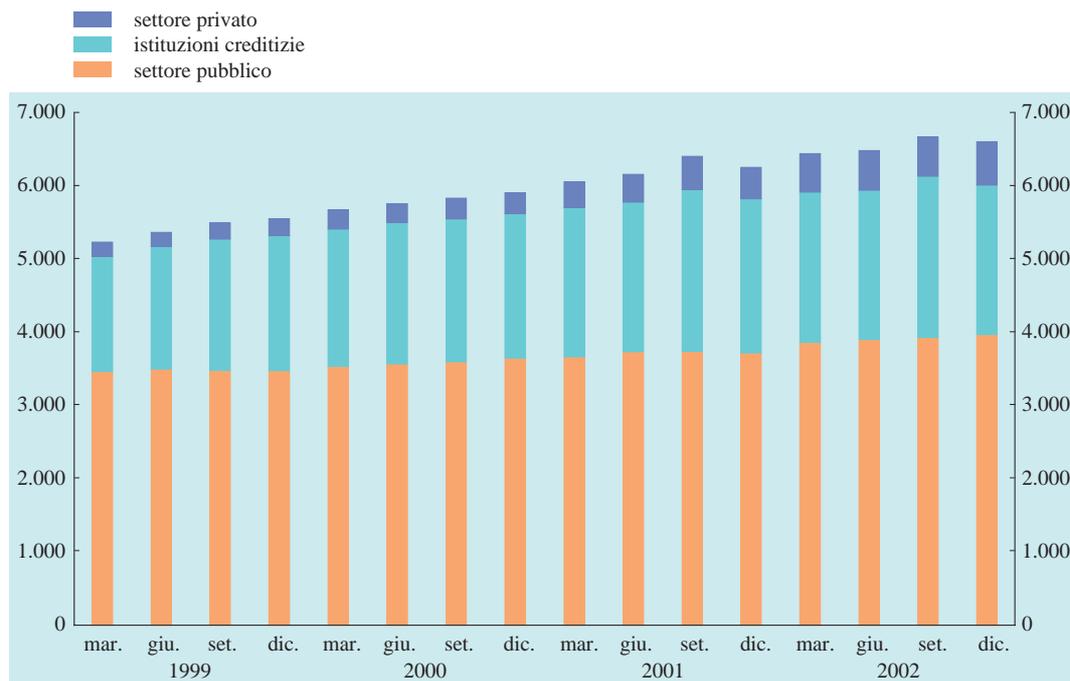
Lo Statuto del SEBC stabilisce che tutte le operazioni di finanziamento dell'Eurosistema devono essere coperte da adeguate garanzie. Il sistema di garanzie dell'Eurosistema è strutturato in modo tale da salvaguardare quest'ultimo contro il rischio di perdite in relazione alle proprie operazioni di politica monetaria e a quelle connesse ai sistemi di pagamento (cfr. il capitolo III sulle misure di controllo dei rischi), assicurare un uguale trattamento delle controparti e promuovere l'efficienza operativa. Per le garanzie accettate nelle operazioni di finanziamento condotte dall'Eurosistema si applicano criteri di idoneità comuni. Allo stesso tempo si tengono nella dovuta considerazione le differenze esistenti tra i paesi dell'area dell'euro per quanto riguarda la prassi delle banche centrali e le strutture finanziarie, così come la necessità di assicurare una sufficiente disponibilità di adeguate garanzie per lo svolgimento delle operazioni di finanziamento dell'Eurosistema. L'articolo 102 del Trattato che istituisce la Comunità europea vieta che alle istituzioni pubbliche sia concesso un accesso privilegiato alle istituzioni finanziarie; di conseguenza, nel sistema di garanzie non può essere fatta alcuna discriminazione sulla base della natura pubblica o privata degli emittenti.

Al fine di tener conto delle differenze nella struttura finanziaria dei paesi dell'area dell'euro, la gamma degli strumenti compresi nelle attività stanziabili per le operazioni di finanziamento dell'Eurosistema è ampia e differenziata; tali attività sono distinte in due categorie, quelle di "primo livello" e quelle 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 e sottoposti ad approvazione da parte della BCE. Le attività di secondo livello possono essere strumenti di debito negoziabili e non negoziabili oppure titoli di capitale.

Una quota considerevole di attività di primo livello (che comprendono solo strumenti di debito) è formata da titoli emessi dalle amministrazioni pubbliche – amministrazioni centrali, statali (nei paesi a struttura federale) e locali, ed enti previdenziali – 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. Considerate congiuntamente queste due classi di attività costituiscono la fonte più abbondante di garanzie stanziabili (cfr. figura 29). Altri tipi di attività comprese nella lista di primo livello sono i titoli emessi da istituzioni internazionali e sovranazionali e 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*). In particolare, le emissioni obbligazionarie di società hanno registrato una notevole crescita dal 1999. Le attività di secondo livello, oltre che da titoli negoziabili, sono formate anche da strumenti di debito non negoziabili quali i prestiti bancari, le cambiali commerciali e le cambiali garantite da ipoteca.

Alla fine del 2002 l'ammontare complessivo delle attività di primo livello utilizzabili come garanzia nelle operazioni di finanziamento dell'Eurosistema era pari a 6.900

**Figura 29****Attività di primo livello stanziabili nelle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema***(dati di fine mese; miliardi di euro)*

Fonte: BCE.

miliardi di euro, a fronte di 6.600 miliardi di euro a fine 2001, mentre l'ammontare relativo alle attività negoziabili di secondo livello è diminuito da 340 a 265 milioni di euro nello stesso periodo, principalmente a causa dell'andamento dei mercati azionari<sup>3</sup>. Nel complesso le attività di primo livello hanno contribuito a una quota crescente delle attività idonee (96 per cento alla fine del 2002).

Le attività depositate in garanzia dalle controparti presso l'Eurosistema ammontavano complessivamente a 700 miliardi di euro alla fine del 2002, contro 720 miliardi di euro a fine 2001. La quota relativa agli strumenti di debito emessi da istituzioni creditizie è rimasta stabile al 52 per cento come nel 2001. Un andamento analogo, seppure di livello più modesto, è stato registrato dalla quota delle obbligazioni societarie, mentre la componente relativa alle emissioni pubbliche è diminuita. I prestiti bancari non negoziabili hanno rappresentato una quota sostanzialmente stabile pari a circa il 4 per cento delle attività stanziate negli ultimi quattro anni.

Le controparti dell'Eurosistema possono fare un uso transfrontaliero delle attività stanziabili, ossia ottenere fondi dalle BCN del paese in cui risiedono, trasferendo attività localizzate in un altro paese dell'area dell'euro. Per consentire l'uso transfrontaliero di garanzie stanziabili in tutti i tipi di operazioni dell'Eurosistema volte a immettere liquidità, è possibile utilizzare il modello di banche centrali corrispondenti (*correspondent central banking model, CCBM*), così come i collegamenti tra sistemi di regolamento delle transazioni titoli (SRT) che soddisfano gli standard fissati dall'Eurosistema. Il CCBM può essere utilizzato per tutte le attività stanziabili, compresi gli strumenti non negoziabili e le attività di secondo livello con liquidità limitata e caratteristiche particolari che non consentono il loro trasferimento attraverso un SRT (cfr. il capitolo VIII). La quota delle garanzie usate su base transfrontaliera sul totale delle attività depositate per le operazioni di

<sup>3</sup> Le consistenze degli strumenti di debito sono espresse al valore nominale, mentre i titoli di capitale sono valutati ai prezzi di mercato.

**Figura 30****Utilizzo delle attività come garanzia nelle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema***(dati di fine mese; miliardi di euro)*

Fonte: BCE.

finanziamento dell'Eurosistema è notevolmente cresciuta, portandosi dal 9 per cento nell'aprile 1999 al 33 per cento a fine 2002 (cfr. figura 30). L'incremento ha interessato tutte le classi di attività, ma in particolare i titoli emessi da istituzioni creditizie e da società. 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; solo le attività che verranno inserite nell'elenco pubblicato dalla BCE saranno ritenute idonee per lo svolgimento delle operazioni di finanziamento dell'Eurosistema. A partire dal giugno 2002, la BCE raccoglie i dati e li pubblica su base giornaliera nella sezione *MFIs and Eligible assets* del proprio sito Internet. Gli interessati possono altresì richiedere gli aggiornamenti o l'elenco completo delle attività idonee in formato elettronico. La nuova procedura di aggiornamento ha accresciuto la qualità, l'effi-

cienza e l'affidabilità del servizio offerto alle controparti dell'Eurosistema.

**1.7 L'attività nel mercato monetario**

L'introduzione della moneta unica ha portato alla creazione di un mercato monetario ampio, liquido e integrato in tutta l'area dell'euro, in particolare nel comparto delle operazioni non garantite (ad esempio i prestiti non garantiti e gli *swap* in valuta). Nel 2002 sono stati compiuti progressi anche nel comparto delle attività garantite (come le operazioni pronti contro termine e i titoli a breve termine), che finora aveva presentato il maggiore ritardo.

Il mercato dei pronti contro termine (p.c.t.) in euro si è sviluppato sia per dimensioni che per struttura, diventando una valida alternativa alle operazioni di prestito non garantite o alle emissioni di titoli a breve termine. L'uso dei p.c.t. come strumento di finanziamento si è diffuso fra un ampio ventaglio di

operatori dei mercati finanziari. La maggior parte delle operazioni è condotta a fronte di titoli di emittenti sovrani, anche se vi è stata una diversificazione delle tipologie di attività ammesse in garanzia. Nel comparto dei p.c.t. su *general collateral* si è altresì delineata una generale tendenza ad accettare un paniere più ampio di titoli di emittenti sovrani; questa tendenza è stata rafforzata dall'introduzione, nel marzo 2002 dell'indice Eurepo, che rappresenta il *benchmark* per questo segmento di mercato. Tuttavia, malgrado i notevoli progressi compiuti in questo campo, il processo di integrazione dei diversi mercati nazionali dei p.c.t. in un unico mercato unificato resta tuttora lento e complesso.

Nel segmento dei titoli a breve termine, che è caratterizzato da un minore grado di sviluppo e integrazione, la ACI-STEP (la *Short Term European Paper Task Force* costituita dalla ACI, *The Financial Markets Association*) ha lanciato un'iniziativa tesa a migliorare il quadro attuale; il gruppo di lavoro ha formulato sinora una serie di raccomandazioni. Per conto dell'ACI, la BCE ha ospitato nel proprio sito Internet una procedura di consultazione

su come conseguire una maggiore integrazione dei mercati europei degli strumenti a breve termine; i risultati della consultazione saranno pubblicati nel corso del 2003.

Il terzo rapporto del SEBC sulla struttura e il funzionamento del mercato monetario dell'euro<sup>4</sup>, elaborato in base ai dati raccolti presso le banche nel 2001, ha messo in evidenza che l'espansione dell'attività in questo mercato è proseguita, pur se a un ritmo inferiore rispetto agli anni precedenti. I dati relativi al segmento delle operazioni non garantite non hanno evidenziato una chiara tendenza del *turnover*, ma hanno confermato che l'attività si concentra nel segmento *overnight* e nelle scadenze fino a un mese. Nel comparto delle operazioni assistite da garanzie, la crescita del *turnover* è proseguita nel 2001, mentre in quello degli strumenti derivati scambiati sul mercato fuori borsa, il ritmo di crescita più elevato è stato registrato dagli *swap* sui tassi di interesse e in valuta. Infine, si è notevolmente intensificata l'attività relativa ai *future* sui tassi di interesse, alle opzioni e ai titoli a breve termine denominati in euro.

## 2 L'attività sul mercato dei cambi e la gestione delle riserve valutarie e dei fondi propri della BCE

### 2.1 Le operazioni sul mercato dei cambi

Nel 2002 la BCE non ha effettuato interventi per conto proprio sul mercato dei cambi. Tuttavia, il 28 giugno essa ha eseguito operazioni sul mercato dei cambi per conto della Banca del Giappone, in base al contratto di agenzia stipulato con quest'ultima e intervenendo in veste di agente del Ministero delle finanze giapponese.

L'accordo permanente tra la BCE e il Fondo monetario internazionale (FMI) 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 2002.

### 2.2 La gestione delle riserve valutarie

L'obiettivo della gestione delle riserve valutarie 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 ritenga 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.

Alla fine del 2002, le riserve nette in valuta e in oro della BCE ammontavano a 43,2 miliardi di euro, contro 46,8 a fine 2001. Tale

<sup>4</sup> The Euro Money Market Study 2001, dicembre 2002.

variazione riflette principalmente l'apprezzamento dell'euro osservato nel 2002. 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 (Regolamento del Consiglio (CE) n. 1010/00, dell'8 maggio 2000, relativo a ulteriori richieste di attività di riserva da parte della Banca centrale europea).

Le riserve valutarie della BCE sono gestite in maniera decentrata dalle BCN dell'area dell'euro sulla base delle direttive di investimento e del *benchmark* strategico stabiliti dal Consiglio direttivo, nonché del *benchmark* tattico fissato dal Comitato esecutivo. Oltre alla composizione per valuta, la BCE definisce quattro parametri fondamentali per l'investimento delle sue riserve: in primo luogo, un *benchmark* di investimento a due livelli (ossia un *benchmark* "strategico" e uno "tattico") per ciascuna valuta; in secondo luogo, le deviazioni consentite rispetto a tali obiettivi, in termini di rischio di tasso di interesse; in terzo luogo, un elenco di strumenti di investimento e operazioni effettuabili; da ultimo, i limiti per l'esposizione al rischio di credito (cfr. il capitolo III). Le BCN utilizzano il margine discrezionale consentito loro dalle fasce di deviazione e dai limiti di rischio al fine di massimizzare il rendimento dei portafogli rispetto al *benchmark* tattico, sotto il monitoraggio della BCE. Nel condurre l'attività di investimento della BCE, le BCN agiscono per conto di quest'ultima sulla base di un esplicito rapporto di agenzia, in modo tale che le controparti della BCE possano distinguere le operazioni effettuate dalle BCN per conto della BCE da quelle che esse effettuano per proprio conto.

Il Consiglio direttivo ha definito la composizione per valuta delle riserve della BCE, che consistono principalmente di dollari statunitensi ma includono altresì yen giapponesi, oro e DSP. La composizione, stabilita in base a studi sull'allocazione ottimale delle valute e alle esigenze operative prevedibili, può essere modificata dal Consiglio direttivo se e quando lo ritiene opportuno. La BCE continua a non

effettuare una gestione attiva delle proprie riserve auree, conformemente con l'accordo sull'oro fra le banche centrali (*Central Bank Gold Agreement*) concluso il 26 settembre 1999. In virtù di questo accordo, i firmatari si impegnano fra l'altro, a non accrescere la loro operatività nei mercati del prestito, dei *future* e delle opzioni sull'oro.

Le BCN gestiscono le riserve in valuta e oro della BCE secondo le direttive e le istruzioni di quest'ultima; per contro, esse amministrano le proprie riserve secondo criteri da esse individuati. Tuttavia, al di sopra di un certo limite, le loro operazioni in valuta sono soggette all'obbligo di segnalazione alla BCE o all'approvazione di quest'ultima, al fine di assicurarne la coerenza con la politica monetaria unica.

Tale assetto ha funzionato in maniera soddisfacente sin dall'inizio e nuove iniziative sono incessantemente intraprese per migliorare le tecniche di gestione dei portafogli e dei rischi. Al fine di accrescere l'efficienza con cui vengono assunte le posizioni, e in linea con il graduale ampliamento della gamma di strumenti di investimento utilizzati, nel primo trimestre del 2002 è stata completata l'introduzione di *future* su attività del mercato monetario e su obbligazioni nella gestione delle riserve valutarie.

I dati sulle riserve internazionali e la liquidità in valuta estera vengono pubblicati sul sito Internet della BCE ogni mese, sia per la BCE che per l'Eurosistema, con riferimento al mese precedente, in linea con quanto previsto dagli *Special Data Dissemination Standards* dell'FMI. Tale pubblicazione integra le informazioni fornite dal bilancio consolidato dell'Eurosistema, pubblicato settimanalmente sul sito Internet della BCE.

### 2.3 La gestione dei fondi propri

Lo scopo principale della dotazione di capitale della BCE è quella di fornire a quest'ultima un fondo con cui far fronte a eventuali perdite. Inoltre, nella gestione di tali

fondi si mira a ottenere nel lungo periodo un rendimento superiore alla media ponderata del tasso applicato alle operazioni di rifinanziamento principali della BCE.

Alla fine del 2002 il portafoglio di fondi propri della BCE ammontava a 5,6 miliardi di euro, a fronte di 4,8 miliardi a fine 2001. Tale variazione riflette in parte il trasferimento di una quota degli utili operativi totali della BCE del 2001 al fondo di riserva generale, che forma parte dei fondi propri. La variazione di questi ultimi nell'anno in esame rispecchia altresì gli interessi attivi generati e la rivalutazione ai prezzi di mercato delle attività comprese nel portafoglio.

Gli organi decisionali della BCE fissano quattro parametri fondamentali per l'investimento dei fondi propri sui mercati obbligazionari europei: un *benchmark* di investimento strategico, deviazioni consentite rispetto a tale *benchmark* in termini di rischio di tasso di interesse, un elenco di strumenti di investimento e operazioni effettuabili e, da ultimo, i limiti per l'esposizione al rischio di credito. La BCE utilizza i margini di flessibilità consentiti dalle fasce di deviazione e dai limiti al rischio per massimizzare il rendimento del portafoglio di fondi propri.

Alla luce della finalità che li caratterizzano e dei parametri fondamentali riferiti in precedenza, i fondi propri sono principalmente investiti in titoli di Stato dell'area e in altre obbligazioni garantite che godono di un *rating* elevato. A partire dal 1999 sono stati inclusi fra gli strumenti idonei anche alcuni *future* su obbligazioni dell'area dell'euro e operazioni dirette di prestito titoli, e nel 2001 è stata adottata una procedura automatica per i prestiti in titoli per l'investimento dei fondi propri. Inoltre, al fine di migliorare il profilo di rischio/rendimento del portafoglio, nel 2002

la BCE ha ulteriormente diversificato gli investimenti a reddito fisso privilegiando emittenti non sovrani di prim'ordine.

#### **2.4 L'organizzazione della gestione delle riserve valutarie e dei fondi propri della BCE**

Nel dicembre del 2001 il Comitato esecutivo ha proceduto a una parziale riorganizzazione delle attività di gestione di portafoglio della BCE, con effetto dal 1° gennaio 2002. Le funzioni connesse alla gestione delle riserve valutarie e a quella dei fondi propri sono state riunite in un'unica divisione, nell'intento di massimizzare le sinergie fra le due aree e di rinsaldare ulteriormente la cosiddetta "mura-glia cinese", ossia la netta separazione fra operazioni di politica monetaria e di investimento.

A integrazione di questa rinforzata separazione, sono stati posti in essere taluni vincoli per garantire che l'attività di investimento non interferisca con la conduzione della politica monetaria. Da un lato, la BCE non conduce attivamente operazioni in valuta; dall'altro, essa gestisce i fondi propri in maniera semi-passiva per evitare di trasmettere segnali che potrebbero essere erroneamente intesi come indicazioni di politica monetaria, in particolare nel contesto di transazioni del mercato monetario.

In aggiunta a questa ridefinizione della struttura organizzativa, si sta operando al fine di accrescere l'efficienza delle attività di gestione di portafoglio, ad esempio mediante l'adozione di strumenti aggiuntivi come le piattaforme di negoziazione elettronica. Anche le modalità operative del sistema informatico che supporta la gestione di portafoglio sono state migliorate, soprattutto per quanto attiene alla gestione delle garanzie.



Aachen, 9 maggio 2002



*Il Presidente della BCE, Willem F. Duisenberg, riceve il Premio Internazionale Charlemagne Aachen 2002 conferito all'euro durante la cerimonia di premiazione presso lo storico municipio di Aachen*

## **Capitolo III**

### **La gestione dei rischi**

## I Sintesi

La BCE dispone di un quadro di riferimento per la gestione dei rischi sulla base del quale rilevare, monitorare e segnalare i rischi associati alle operazioni di investimento e di politica monetaria effettuate direttamente dalla BCE o dalle dodici BCN dell'Eurosistema, in nome e per conto della BCE. La funzione di gestione dei rischi della BCE è responsabile dell'integrazione dell'intero processo di strategie, procedure e sistemi posti in essere in materia di controllo dei rischi.

Tale quadro è strutturato in due aree principali: da un lato, le operazioni di politica monetaria e, dall'altro, l'attività di investimento. La prima si incentra sui rischi associati alle operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema e alle operazioni di finanziamento effettuate tramite i sistemi di pagamento (principalmente per l'offerta di liquidità infragiornaliera attraverso il sistema Target). La seconda

riguarda invece la gestione delle riserve valutarie e dei fondi propri della BCE.

Per evitare l'insorgere di conflitti di interesse e in linea con le prassi migliori, le funzioni competenti per la rilevazione, il monitoraggio e la segnalazione dei rischi rispondono direttamente al Comitato esecutivo e sono separate dalle funzioni che, nell'ambito della loro attività, assumono i rischi.

Nel 2002 il sistema di gestione dei rischi della BCE si è dimostrato efficace, confermando i risultati complessivamente positivi prodotti sin dall'inizio dell'Unione monetaria. Alla base di questi risultati vi è l'impegno della BCE a costruire e a mantenere saldamente una cultura della gestione dei rischi proattiva, essenziale per la sua reputazione e credibilità nel lungo periodo.

## 2 Le operazioni di politica monetaria

Nelle 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 di garanzie adeguate a copertura del credito erogato. Ciò tuttavia, pur riducendo fortemente il rischio di perdite finanziarie in caso di inadempienza della controparte, non lo elimina completamente. Nel contesto delle operazioni assistite da garanzia, il rischio di credito è sostituito dai rischi di mercato e di liquidità o, in altri termini, dal rischio di perdita finanziaria connesso al realizzo delle attività stanziare in condizioni di mercato o di liquidità sfavorevoli. La struttura di controllo dei rischi predisposta si prefigge di gestire efficacemente i rischi di mercato e di liquidità cui l'Eurosistema è potenzialmente esposto quando deve liquidare le attività depositate in garanzia da una controparte che si rende in-

dempiente in un'operazione di politica monetaria.

La gestione del rischio della BCE attribuisce grande rilevanza alla valutazione della qualità creditizia delle attività ammesse nelle operazioni di politica monetaria, poiché questa rappresenta un fattore fondamentale di attenuazione del rischio. Le garanzie utilizzate nelle operazioni di finanziamento dell'Eurosistema devono soddisfare determinati criteri comuni, definiti dal sistema delle garanzie. Un importante criterio di idoneità è il rispetto di un elevato merito di credito. La funzione di controllo dei rischi della BCE ha il compito di valutare e monitorare le diverse fonti di informazione sul rischio di credito utilizzate dall'Eurosistema per verificare gli standard di credito applicati per valutare l'idoneità delle attività finanziarie. Essa deve inoltre stabilire i livelli minimi di merito creditizio richiesti per le nuove classi di attività di volta in volta proposte per l'inclusione nell'elenco degli strumenti idonei dell'Eurosistema.

A causa delle differenze nella struttura finanziaria dei vari Stati membri e per scopi interni all'Eurosistema, si opera una distinzione tra

due categorie di attività idonee, indicate rispettivamente come di "primo livello" e di "secondo livello" (cfr. il capitolo II).

### **3 Il quadro di riferimento per la gestione dei rischi connessi con le operazioni di politica monetaria**

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.

#### ***Le misure di controllo dei rischi connessi con le garanzie***

Tutte le attività, sia di primo che di secondo livello, sono soggette a misure di controllo dei rischi. Queste misure si applicano alle garanzie utilizzate nelle operazioni di credito per tutelare l'Eurosistema dal rischio di perdite finanziarie nel caso in cui, a seguito dell'inadempienza di una controparte, esso debba vendere le attività stanziate per recuperare la liquidità fornita. In questo caso, l'Eurosistema si espone ai rischi di mercato e di liquidità associati alle garanzie. Per attenuare tali rischi, nel 2002 l'Eurosistema ha continuato a disporre di diverse misure di controllo, che comprendono i margini iniziali, gli scarti di garanzia, i margini di variazione, i limiti in relazione agli emittenti/debitori o garanti e le garanzie aggiuntive; nel periodo considerato si è avvalso delle prime tre di queste misure.

Per ottenere un livello adeguato di controllo dei rischi, viene effettuata, in linea con le migliori prassi di mercato, una valutazione di parametri quali l'andamento corrente e potenziale dei prezzi e la loro volatilità. Per la stima degli scarti di garanzia necessari a riflettere la perdita massima di valore di mercato che, ipotizzando condizioni storiche, potrebbe essere generata dalla garanzia entro un dato intervallo di confidenza in un determinato periodo di tempo, si utilizzano misure del valore a rischio (VaR). Altre misure usate

per calibrare gli scarti di garanzia includono il *back testing* e le prove di stress.

L'Eurosistema applica scarti di garanzia differenziati a seconda del tipo di attività, della scadenza residua e della tipologia della cedola. Gli scarti sono applicati diminuendo il valore di mercato dell'attività di una certa percentuale. I margini iniziali si applicano all'ammontare totale del credito. Qualora il valore delle attività stanziate differisca da quello delle garanzie richieste, vengono effettuate delle integrazioni simmetriche di margini, o margini di variazione, che possono essere forniti tramite il deposito di attività aggiuntive o pagamenti in contanti.

Per le attività di primo livello, nel 2002 sono stati utilizzati ancora una volta tre gruppi di scarti di garanzia: strumenti a tasso fisso, a tasso variabile e a tasso variabile inverso. 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 margini iniziali e le richieste di margini aggiuntivi sono applicati alle attività di secondo livello in maniera analoga a quelle di primo. Quattro diversi gruppi di scarti di garanzia sono utilizzati per le attività di secondo livello, riflettendo le loro diverse caratteristiche intrinseche e di liquidità. Nel 2002 si è analizzato come incorporare il rischio di liquidità negli scarti di garanzia applicati alle attività di primo livello.

#### ***I principi di valutazione***

Le attività fornite in garanzia sono sottoposte a valutazione giornaliera e il valore richiesto degli strumenti sottostanti è calcolato dalle BCN ogni giorno, tenendo conto dei principi di valutazione indicati dall'Eurosistema.

Per le attività negoziabili sia di primo che di secondo livello, viene individuato un unico mercato di riferimento da utilizzare per la determinazione del prezzo; per ogni mercato di riferimento viene pertanto definito il prezzo più rappresentativo, che è utilizzato per il calcolo del valore delle garanzie ai prezzi di mercato (approccio di tipo *mark-to-market*). Se viene quotato più di un prezzo, si considera il più basso tra essi. Per le attività di secondo livello non negoziabili o per le attività negoziabili non scambiate normalmente, per le quali il metodo *mark-to-market* non è applicabile, è stata adottata una strategia *mark-to-model*, basata sul valore attuale dei flussi di cassa futuri. L'attualizzazione si basa su una adeguata curva *zero coupon*; la metodologia, inoltre, tiene conto esplicitamente, tramite differenziali di credito, delle differenze in termini di rischio di credito tra emittenti. Nel 2002 è stata intrapresa una riflessione volta a migliorare le metodologie impiegate per valutare le garanzie su base giornaliera utilizzando valutazioni rappresentative. Nelle future valutazioni un'attenzione particolare verrà rivolta al miglioramento dei metodi teorici di valutazione, nonché all'effettuazione di verifiche per garantire risultati significativi quando si utilizzano prezzi di mercato.

### **La valutazione del rischio di credito**

Le attività utilizzate come garanzia nelle operazioni di finanziamento dell'Eurosistema devono rispettare elevati criteri di qualità creditizia in modo da poter attenuare il rischio di credito della controparte che ottiene il finanziamento. Ove l'attività considerata sia esente dal rischio di insolvenza (come nel caso dei titoli di Stato), la costituzione di garanzie è un modo per convertire il rischio di credito in rischio di mercato, il quale verrà gestito mediante le misure di con-

trollo sopra descritte. Anche qualora l'attività fornita in garanzia non sia completamente esente dal rischio di insolvenza (come per le obbligazioni societarie), il rischio di credito risulta fortemente ridotto se la qualità creditizia dello strumento è sufficientemente elevata.

Nel valutare la qualità dei titoli di debito, la BCE tiene conto, tra l'altro, dei *rating* forniti dalle agenzie specializzate e dei sistemi di valutazione messi a punto dalle BCN, ma anche di alcuni criteri istituzionali che assicurano ai detentori di tali titoli una protezione particolarmente elevata, tra cui le garanzie. L'Eurosistema non accetta strumenti di debito emessi o garantiti dalla controparte o da altre entità con le quali la controparte ha stretti legami. Lo standard qualitativo delle attività idonee è sottoposto a costante monitoraggio, per controllare che sia almeno pari al livello minimo di solidità finanziaria specificato dall'Eurosistema.

La BCE svolge per conto dell'Eurosistema un ruolo di valutatore nell'esame dell'idoneità delle società specializzate che forniscono il *rating* delle attività stanziabili. Ai fini di questo esame la BCE tiene conto di diversi criteri, fra i quali, il grado di indipendenza e di credibilità sono considerati fondamentali. La BCE inoltre tiene sotto osservazione le valutazioni fornite dai sistemi di valutazione delle BCN e i *rating* talora forniti dalle agenzie nazionali che effettuano valutazioni delle attività nazionali di secondo livello. Nel 2002 la BCE ha continuato ad adoperarsi per migliorare, da un lato, la confrontabilità delle diverse fonti di valutazione del merito di credito usate per determinare il *rating* delle garanzie e, dall'altro, l'esame delle nuove fonti di informazione sulla qualità creditizia, con riferimento agli effetti attesi delle proposte contenute nel Nuovo Accordo sui requisiti patrimoniali del Comitato di Basilea.

## 4 L'attività di investimento

La BCE detiene due tipi di portafogli: il primo si compone delle riserve in valuta e in oro e dei diritti speciali di prelievo (DSP); il secondo include le attività in euro (i "fondi propri" della BCE). Nell'ambito della sua attività di investimento la BCE è esposta a una serie di rischi; in primo luogo, i rischi di mercato generati dagli andamenti sfavorevoli dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi di altre attività, come l'oro. A questi si aggiunge il rischio di liquidità, che rappresenta un fattore determinante di cui tener conto nella gestione del portafoglio in valuta, poiché uno degli obiettivi principali di quest'ultimo è la disponibilità di attività altamente liquide per un loro eventuale utilizzo in un intervento sui mercati dei cambi. Infine, le operazioni di investimento della BCE sono esposte al rischio di credito. La BCE ha predisposto un quadro di riferimento per le politiche, i sistemi e gli strumenti finalizzati alla gestione di questi rischi.

Le riserve valutarie, denominate in dollari statunitensi e in yen giapponesi, sono gestite

attivamente dalle BCN per conto della BCE. Le riserve auree, invece, non sono soggette a una gestione attiva, conformemente ai termini dell'accordo sull'oro fra le banche centrali (*Central Bank Gold Agreement*) concluso il 26 settembre 1999.

I fondi propri della BCE (ossia il portafoglio in euro) sono amministrati da un'unità di gestione di portafoglio, presso la BCE. Tali investimenti hanno la funzione di fornire alla BCE un margine di riserva a fronte di eventuali perdite e di generare nel lungo periodo un rendimento superiore al tasso medio applicato alle operazioni di rifinanziamento principali della BCE.

Lo stato di salute finanziario e la reputazione della BCE dipendono da una gestione appropriata del portafoglio di investimenti. La struttura per la gestione dei rischi è indipendente dai settori che, nell'ambito della loro attività, assumono i rischi stessi e tale indipendenza è garantita dalla struttura organizzativa della BCE.

## 5 Il quadro di riferimento per la gestione dei rischi connessi con l'attività di investimento

Il quadro di riferimento per la gestione dei rischi associati all'attività di investimento della BCE è costituito da tre componenti fra esse interconnesse: le misure per la gestione dei rischi, l'analisi dei rendimenti degli investimenti e il quadro analitico di riferimento per l'allocazione delle attività.

### **Le misure di gestione dei rischi e la conformità**

L'esposizione della BCE ai rischi di mercato, di credito e di liquidità, nonché la conformità ai parametri di rischio sono sottoposti a verifiche giornaliere. Questa funzione di controllo indipendente forma parte integrante del processo di investimento. Le principali misure del rischio di mercato tenute sotto

osservazione sono la *duration* e il valore a rischio. Per quanto concerne la gestione del rischio di credito della BCE, questa poggia sul rispetto di una serie di limiti relativi alle controparti e alle classi di attività. Le controparti ammesse devono rispondere a criteri di *rating* minimi e soddisfare specifici requisiti operativi. Il livello di liquidità degli investimenti è, anch'esso, verificato giornalmente. Infine, vigono chiare procedure per la segnalazione e la gestione di eventuali violazioni del sistema.

Nel 2002 sono continuati i preparativi per la messa a punto di una piattaforma informatica unica, che riunisca le diverse applicazioni di gestione dei rischi integrando al contempo l'attuale sistema di gestione della tesoreria. Infine, alla luce dell'ampliamento della gamma di investimenti della BCE e in linea con

l'evoluzione del settore della gestione finanziaria, è iniziato il lavoro di definizione ed allocazione dei limiti di valore a rischio per i gestori di portafogli. L'applicazione di questo concetto sul piano operativo porrà nuove sfide ai responsabili della gestione dei rischi e dei portafogli.

### **L'analisi dei rendimenti degli investimenti**

La misurazione e l'analisi della *performance* assorbono ampia parte dell'attività di gestione del rischio. Per ogni portafoglio viene calcolato il rendimento mensile. Inoltre, a cadenza semestrale e annuale, rapporti analitici più dettagliati sui risultati sono elaborati e trasmessi al Consiglio direttivo.

Le componenti della *performance* relative ai *benchmark* di investimento vengono identificate, fornendo un utile riscontro *ex post* ai gestori di portafoglio; inoltre, da un'aggregazione di queste informazioni su intervalli temporali più lunghi è possibile trarre conclusioni più esaustive. Questa analisi può altresì essere di ausilio agli organi competenti per decidere eventuali modifiche della strategia di investimento. Per giungere a una più approfondita comprensione della *performance*, vengono anche analizzati l'utilizzo di diverse classi di attività e di differenti esposizioni creditizie all'interno dei portafogli. Sono allo studio ulteriori miglioramenti e un affinamento del sistema di attribuzione della *performance*. Ciò arricchirà l'analisi *ex post* dei rendimenti e consentirà alle funzioni competenti

di basare le proprie decisioni su tendenze e profili evolutivi chiari.

### **Il quadro analitico per l'allocazione delle attività**

Il punto focale della strategia di investimento della BCE è costituito dal quadro analitico di riferimento per la definizione della ripartizione delle attività, i cui obiettivi principali sono la composizione ottimale per divisa delle riserve valutarie e l'allocazione ottimale delle attività per ciascun portafoglio. Questi obiettivi sono riflessi dai *benchmark* strategici, definiti in modo da rispettare le preferenze di lungo periodo della BCE in termini di rischio e di rendimento; essi rivestono un'importanza fondamentale per la *performance* degli investimenti di quest'ultima, poiché sono le principali determinanti dei rendimenti ottenuti.

L'allocazione delle attività è finalizzata a massimizzare il rendimento, tenuto conto dei limiti prestabiliti. Considerevoli risorse sono state destinate allo sviluppo delle metodologie impiegate nel processo di allocazione delle attività. Per il 2002, uno specifico modello econometrico è stato adottato per calcolare i rendimenti attesi di alcune classi di attività utilizzati negli esercizi di ottimizzazione. Data l'importanza che il processo di ripartizione delle attività riveste per la BCE, la metodologia viene rivista a intervalli regolari e sono ricercati continui miglioramenti.





*13 maggio 2002*



*Ragazzi visitano la BCE*

## **Capitolo IV**

### **L'evoluzione economica negli altri paesi dell'Unione europea**

L'Eurosistema e le BCN dei paesi dell'UE non aderenti all'area dell'euro intrattengono una stretta collaborazione nell'ambito del Consiglio generale della BCE, allo scopo di contribuire al mantenimento della stabilità dei prezzi nell'UE nel suo complesso. In questo contesto, l'esame delle condizioni macroeconomiche e delle politiche monetarie e del cambio costituisce parte integrante dell'esercizio di coordinamento tra l'Eurosistema e le tre BCN che attualmente non partecipano alla politica monetaria unica. Benché queste BCN conducano le proprie politiche monetarie sulla base di assetti istituzionali e operativi differenti, lo scopo ultimo della politica monetaria in ciascuno di essi è il mantenimento della stabilità dei prezzi.

## Danimarca

Nel 2002 l'economia danese ha registrato un modesto miglioramento, con un aumento del PIL in termini reali dell'1,6 per cento, dall'1,4 del 2001 (cfr. tavola 11). La crescita del PIL è stata sospinta in primo luogo dalla domanda interna, soprattutto dai consumi privati, che sono cresciuti in linea con l'incremento in termini reali del reddito disponibile. Il pacchetto Whitsun del 1998, che consisteva in riforme fiscali volte principalmente a incrementare il risparmio privato, è divenuto pienamente operativo nel 2002. Gli andamenti dei prezzi degli immobili in termini reali non hanno inciso in misura significativa sui consumi privati, mentre il calo dei corsi azionari ha causato lievi effetti ricchezza negativi. Anche gli investimenti fissi, in particolare nei trasporti e nei macchinari, e i consumi pubblici

### Tavola 11

#### Indicatori macroeconomici per la Danimarca

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2002 1°trim.	2002 2°trim.	2002 3°trim.	2002 4°trim.
PIL in termini reali	3,0	2,5	2,6	2,8	1,4	1,6	1,2	3,0	1,1	0,9
<i>Contributi alla crescita del PIL in termini reali:<sup>1)</sup></i>										
Domanda interna incluse le scorte	4,6	3,9	0,1	1,9	0,7	1,0	0,8	1,5	1,1	0,8
Esportazioni nette	-1,7	-1,4	2,6	0,9	0,7	0,5	0,5	1,6	-0,0	0,1
IAPC	1,9	1,3	2,1	2,7	2,3	2,4	2,5	2,1	2,4	2,7
Redditi per addetto	3,2	3,3	3,6	3,5	5,0	3,4	4,5	3,4	2,8	3,1
CLUP per l'intera economia	1,8	2,5	2,4	1,7	3,4	1,1	2,3	0,5	0,9	0,8
Deflatore delle importazioni (beni e servizi)	2,2	-2,5	-2,4	9,6	2,5	-0,6	1,4	-1,7	-1,3	-0,9
Saldo di conto corrente + nuovo conto capitale (in perc. del PIL) <sup>2)</sup>	0,5	-0,9	2,4	1,5	3,1	2,9	2,7	3,3	3,8	1,8
Occupazione totale	1,3	1,6	1,2	0,9	-0,3	-0,7	-0,9	0,1	-0,8	-1,4
Tasso di disoccupazione (in perc. delle forze di lavoro)	5,3	4,9	4,8	4,4	4,3	4,5	4,3	4,4	4,6	4,7
Posizione di bilancio (in perc. del PIL) <sup>3),4)</sup>	0,4	1,1	3,3	2,6	2,8	1,9	.	.	.	.
Debito lordo consolidato (in perc. del PIL) <sup>3)</sup>	61,2	56,2	53,0	47,4	45,4	45,2	.	.	.	.
Tasso di interesse a tre mesi (valori perc. in ragione d'anno) <sup>5)</sup>	3,7	4,1	3,3	4,9	4,6	3,5	3,6	3,7	3,5	3,2
Rendimento dei titoli di Stato a dieci anni (valori perc. in ragione d'anno) <sup>5)</sup>	6,3	4,9	4,9	5,6	5,1	5,1	5,2	5,4	4,9	4,7
Tasso di cambio nei confronti dell'ECU o dell'euro <sup>5),6)</sup>	7,48	7,50	7,44	7,45	7,45	7,43	7,43	7,43	7,43	7,43

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

1) Punti percentuali.

2) I dati trimestrali non sono stagionalizzati né corretti per il numero di giornate lavorative.

3) Secondo la definizione del Trattato di Maastricht.

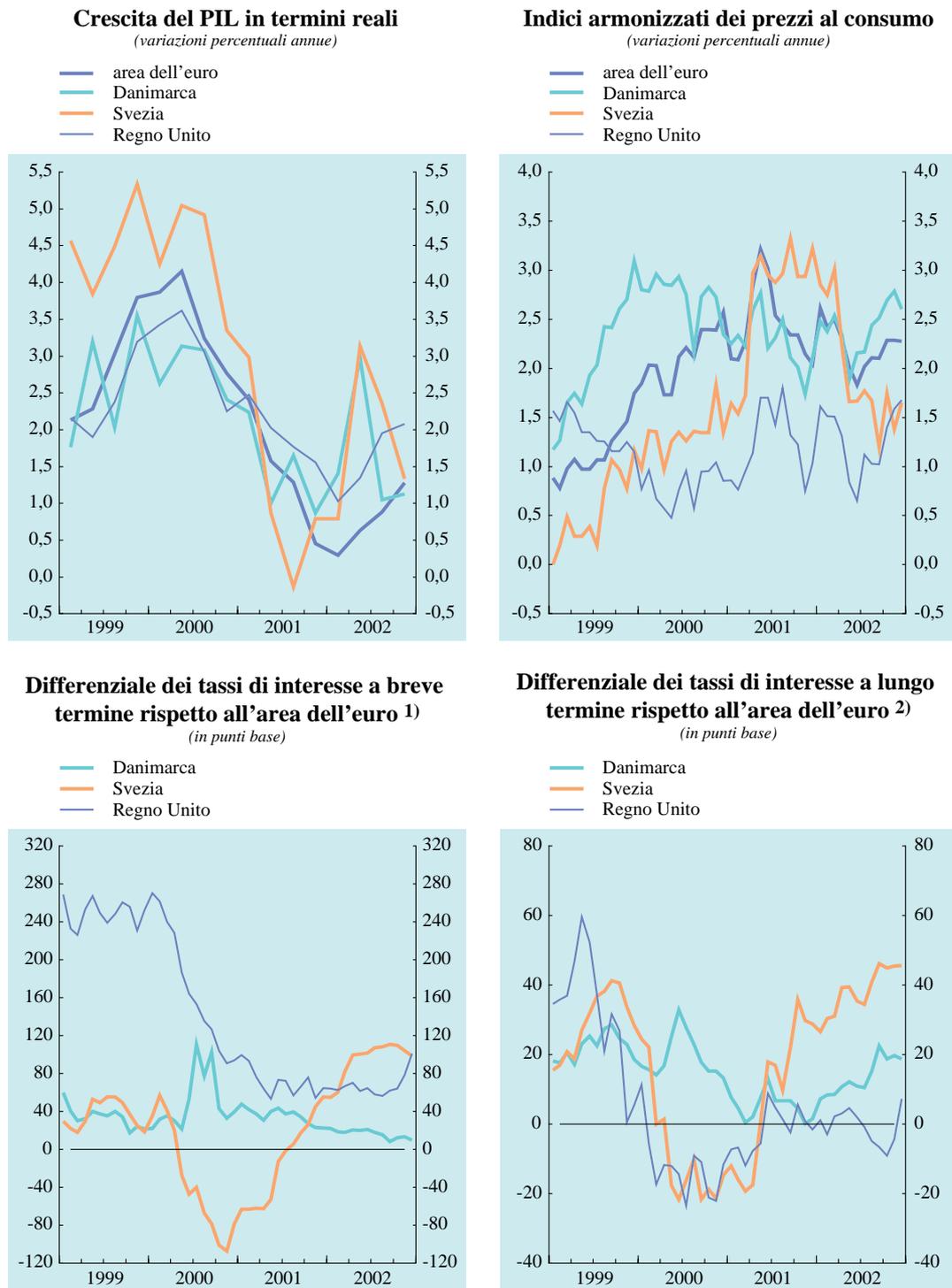
4) Avanzo (+) o disavanzo (-) delle amministrazioni pubbliche.

5) Media del periodo considerato.

6) Espresso in unità di valuta nazionale per ECU fino alla fine del 1998, in unità di valuta nazionale per euro successivamente.

**Figura 3 I**

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



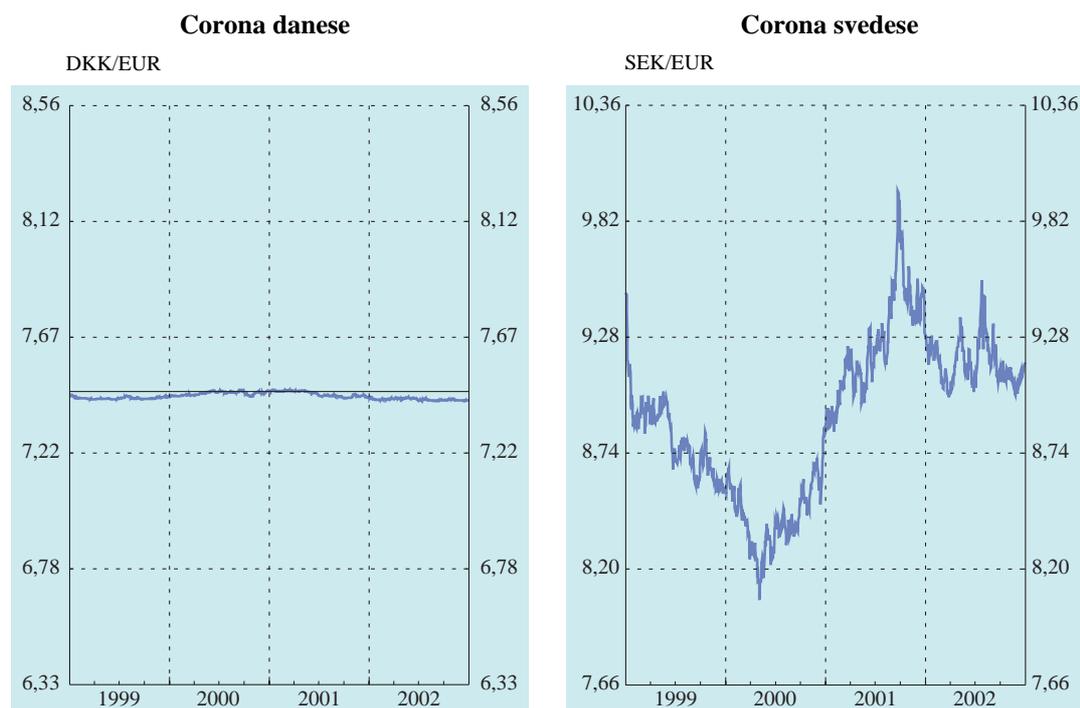
Fonti: BCE ed Eurostat.

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

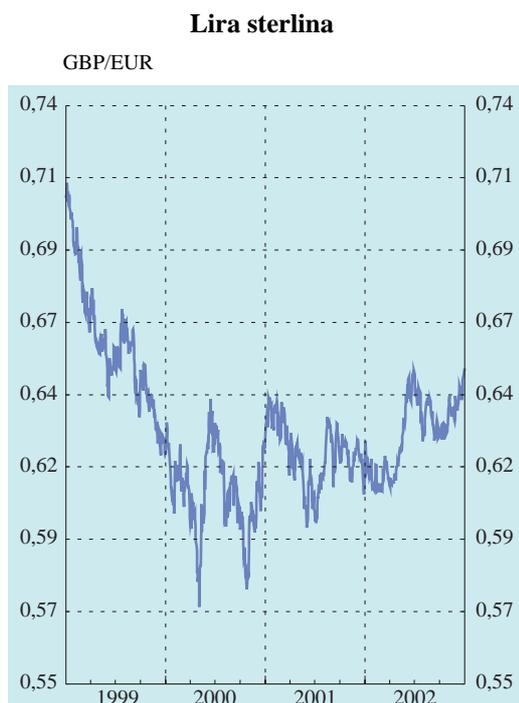
2) Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine con riferimento ai titoli a 10 anni o alle scadenze più vicine tra quelle disponibili.

**Figura 32**

**Tassi di cambio bilaterali rispetto all'euro delle valute dei paesi UE non aderenti all'euro**



Parità centrale rispetto all'euro annunciata il 31 dicembre 1998: 7,46038.



hanno concorso alla crescita osservata nel corso dell'anno. Sebbene il contributo delle esportazioni nette all'aumento del PIL si sia attenuato, il protratto vigore delle esportazioni è stato rilevante, tenuto conto del contesto di debolezza della domanda mondiale. Il tasso di disoccupazione si è mantenuto basso, al 4,5 per cento.

In presenza di condizioni tese nel mercato del lavoro e di prezzi dell'energia più elevati, l'inflazione misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è rimasta attorno al 2,4 per cento per la maggior parte dell'anno, ad eccezione di un picco in novembre quando ha raggiunto il 2,8 per cento. L'inflazione media annua misurata sullo stesso indice si è collocata al di sopra di quella dell'area dell'euro, per lo più a causa di un incremento dei prezzi dell'istruzione e di altri servizi (cfr. figura 31). L'aumento dell'offerta di lavoro continua a essere un fattore che contribuisce in misura significativa ad allentare le pressioni salariali, nonostante la dinamica del costo del lavoro per unità di prodotto abbia rallentato rispetto al 2001, principalmente per effetto della ripresa della produttività del lavoro. Gli andamenti dei tassi di cambio effettivi reali indicano che nel 2002 la competitività danese nei confronti dell'area dell'euro è rimasta pressoché invariata.

Nel 2002 la situazione dei conti pubblici si è mantenuta solida. L'avanzo delle amministrazioni pubbliche è stato pari all'1,9 per cento del PIL, in ribasso di un punto percentuale rispetto all'anno precedente. Circa la metà di tale calo riflette un effetto contabile della riforma del sistema previdenziale. Inoltre, le entrate derivanti dalle imposte sui redditi d'impresa sono leggermente diminuite. Il debito pubblico ha registrato un'ulteriore lieve riduzione, dal 45,4 del PIL nel 2001 al 45,2 per cento nel 2002. Il supplemento dell'aggiornamento del programma di convergenza danese si pone l'obiettivo di conseguire un avanzo di bilancio pari all'1,9 e al 2,4 per cento del PIL, rispettivamente, nel 2003 e nel 2004. Il valore per il 2003 è inferiore di 0,2 punti percentuali a quello indicato nel precedente aggiornamento, in gran parte per

effetto di revisioni statistiche e della maggiore disoccupazione. Il rapporto fra debito lordo e PIL dovrebbe scendere al 42,1 per cento nel 2003 e al 39,2 nel 2004.

Attualmente la Danimarca è l'unico paese che partecipa agli AEC II. Essa continua a perseguire una politica di cambio fisso rispetto all'euro, nell'ambito di una banda di oscillazione stretta, pari al  $\pm 2,25$  per cento intorno alla parità centrale (7,46038 corone danesi per euro). Gli andamenti dei principali tassi di interesse ufficiali e di mercato a breve termine devono essere considerati soprattutto in relazione alle decisioni della BCE sui tassi di interesse e all'evoluzione del tasso di cambio della corona danese rispetto all'euro. Nel 2002 la corona danese si è mantenuta vicina alla parità centrale prevista dagli AEC II, a un livello lievemente superiore rispetto a quest'ultima (cfr. figura 32). Il 29 agosto la corona ha toccato il valore massimo dell'anno nei confronti dell'euro (7,424 corone). Le riserve in valuta estera hanno raggiunto il livello più elevato nel terzo trimestre del 2002, per poi diminuire leggermente verso la fine dell'anno. Una delle cause del recente vigore della corona è la vendita di titoli esteri da parte dei fondi pensione danesi nell'intento di ridurre il rischio complessivo dei propri portafogli a fronte dei cali delle quotazioni azionarie internazionali.

Nel 2002 la Danmarks Nationalbank ha abbassato per quattro volte il tasso di interesse sulle anticipazioni, determinando una flessione, a 20 punti base, del differenziale rispetto al tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali della BCE. Nel contesto di un cospicuo afflusso di capitale estero la Danmarks Nationalbank ha diminuito il suo tasso sulle anticipazioni di 0,05 punti percentuali il 1° febbraio, il 9 agosto e il 30 agosto, portandolo dal 3,60 al 3,45 per cento. Il 5 dicembre il tasso sulle anticipazioni è stato abbassato di 0,5 punti percentuali, al 2,95 per cento, in seguito alla riduzione della stessa entità del proprio tasso di riferimento attuata dalla BCE. Nel 2002 i tassi di interesse a breve termine sono diminuiti in misura leggermente più accentuata in Danimarca rispetto all'area

dell'euro, restringendo il differenziale fra i tassi di mercato a breve termine danesi e quelli dell'area a circa 10 punti base in dicembre (cfr. figura 31). I rendimenti obbligazionari a lungo termine hanno oscillato attorno a una media del 5,1 per cento, mentre il differenziale rispetto all'area dell'euro è cresciuto a quasi 20 punti base verso la fine dell'anno.

## Svezia

Nel 2002, in un contesto di rallentamento mondiale e di debolezza dei mercati finanziari, in Svezia la crescita del PIL in termini reali è aumentata (cfr. figura 31). Il PIL è salito dell'1,9 per cento, contro l'1,1 del 2001 (cfr. tavola 12). Nella prima metà del 2002 tale espansione è stata sostenuta principalmente dalle esportazioni nette. La crescita delle esportazioni, che

si era rafforzata alla fine del 2001 e agli inizi del 2002, è rallentata nel corso dell'anno riflettendo la debole ripresa mondiale. Tuttavia, il contributo delle esportazioni nette alla crescita si è accresciuto nell'anno, per la minore espansione delle importazioni. Nella seconda metà del 2002 i consumi privati hanno segnato una ripresa apprezzabile, malgrado l'ingente calo dei mercati azionari osservato durante l'estate. Ciò è principalmente ascrivibile all'aumento del reddito disponibile in termini reali indotto da alcuni sgravi fiscali, dai bassi tassi di interesse, dalla crescita dei prezzi degli immobili e dalla bassa disoccupazione. Anche i consumi e gli investimenti pubblici sono aumentati considerevolmente nella seconda metà dell'anno. Gli investimenti privati e l'attività industriale, invece, hanno registrato dinamiche moderate per tutto l'anno. Nel 2002 le variazioni delle scorte hanno fornito un contributo

**Tavola 12**

### Indicatori macroeconomici per la Svezia

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2002 1°trim.	2002 2°trim.	2002 3°trim.	2002 4°trim.
PIL in termini reali	2,4	3,6	4,6	4,4	1,1	1,9	0,8	3,1	2,4	1,3
<i>Contributi alla crescita del PIL in termini reali: <sup>1)</sup></i>										
Domanda interna incluse le scorte	1,0	3,9	3,0	3,4	0,0	0,6	-1,9	0,5	1,8	2,0
Esportazioni nette	1,4	-0,3	1,5	0,9	1,1	1,3	2,7	2,7	0,5	-0,6
IAPC	1,8	1,0	0,6	1,3	2,7	2,0	2,9	1,9	1,5	1,6
Redditi per addetto	4,7	2,6	1,2	7,0	5,0	3,9	5,1	3,6	3,7	3,1
CLUP per l'intera economia	0,9	0,5	-1,1	5,0	5,8	2,1	4,7	0,8	1,4	1,7
Deflatore delle importazioni (beni e servizi)	0,7	-0,5	1,1	4,5	4,7	0,4	2,0	0,4	-0,1	-0,7
Saldo di conto corrente + nuovo conto capitale (in perc. del PIL) <sup>2)</sup>	.	3,6	2,6	3,8	3,8	4,2	5,5	5,3	4,1	1,8
Occupazione totale	-1,1	1,5	2,2	2,2	2,0	0,1	0,2	0,1	-0,0	0,0
Tasso di disoccupazione (in perc. delle forze di lavoro)	9,9	8,2	6,7	5,6	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	5,1
Posizione di bilancio (in perc. del PIL) <sup>3), 4)</sup>	-1,5	1,9	1,5	3,4	4,5	1,2	.	.	.	.
Debito lordo consolidato (in perc. del PIL) <sup>4)</sup>	73,1	70,5	62,7	52,8	54,4	52,4	.	.	.	.
Tasso di interesse a tre mesi (valori perc. in ragione d'anno) <sup>5)</sup>	4,4	4,4	3,3	4,1	4,1	4,3	4,0	4,5	4,4	4,1
Rendimento dei titoli di Stato a dieci anni (valori perc. in ragione d'anno) <sup>5)</sup>	6,6	5,0	5,0	5,4	5,1	5,3	5,4	5,6	5,2	5,0
Tasso di cambio nei confronti dell'ECU o dell'euro <sup>5), 6)</sup>	8,65	8,91	8,81	8,45	9,25	9,16	9,16	9,16	9,23	9,10

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

1) Punti percentuali.

2) I dati trimestrali non sono stagionalizzati né corretti 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.

6) Espresso in unità di valuta nazionale per ECU fino alla fine del 1998, in unità di valuta nazionale per euro successivamente.

leggermente negativo alla crescita del PIL. La crescita dell'occupazione si è significativamente attenuata, benché sia rimasta relativamente elevata nel settore dell'edilizia e in quello pubblico. Il numero totale delle ore lavorate è calato, riflettendo in parte un rapido aumento delle assenze dal lavoro per malattia. Nel corso dell'anno il tasso di disoccupazione è rimasto prossimo al 5 per cento.

L'inflazione al consumo, misurata in termini dello IAPC, dell'IPC e dell'UNDIX<sup>1</sup>, ha continuato a scendere nel 2002 (cfr. figura 31). Ciò ha riflesso sia effetti base associati con gli aumenti dei prezzi del 2001, sia una diminuzione delle pressioni dal lato dei costi. L'inflazione media misurata sullo IAPC è calata al 2,0 per cento, dal 2,7 del 2001, mentre quella misurata sull'IPC si è portata al 2,4 per cento, dal 2,6 del 2001<sup>2</sup>. La crescita del costo del lavoro per unità di prodotto è diminuita al 2,1 per cento, rispetto al 5,8 del 2001, principalmente per effetto della ripresa della produttività del lavoro.

L'avanzo di bilancio delle amministrazioni pubbliche svedesi è diminuito nettamente nel 2002, all'1,2 per cento del PIL, contro il 4,5 del 2001. Al calo hanno contribuito sgravi fiscali pari a circa l'1 per cento del PIL, alcuni aumenti della spesa e gli effetti sul bilancio pubblico di una crescita del PIL al di sotto del trend, nonché l'assenza di effetti di trascinarsi positivi dagli anni precedenti, che avevano inciso notevolmente sul risultato di bilancio nel 2001. Il rapporto tra debito pubblico e PIL è sceso dal 54,4 per cento del 2001 al 52,4 del 2002. L'aggiornamento del programma di convergenza svedese si pone come obiettivo per il 2003 e 2004 avanzi di bilancio rispettivamente pari all'1,5 e all'1,6 per cento del PIL. Questo obiettivo è ancora in linea con la regola fiscale svedese di mantenere un bilancio pubblico in avanzo di circa il 2 per cento durante il ciclo economico, grazie ai più elevati avanzi conseguiti negli anni scorsi. Tuttavia, l'ultimo stadio della riforma della tassazione sui redditi è stato rimandato per evitare di ridurre gli avanzi. Si prevede che il rapporto tra debito pubblico e PIL scenderà al 50,9 per cento nel 2003 e al 49,3 nel 2004.

La Sveriges Riksbank opera in un regime di tassi di cambio flessibili. La politica monetaria è condotta con un esplicito obiettivo in termini di tasso di inflazione, definito come un aumento del 2 per cento dell'IPC, con un margine di tolleranza di  $\pm 1$  punti percentuali. La banca centrale ha innalzato il tasso sulle operazioni pronti contro termine di 0,25 punti percentuali per due volte, il 19 marzo e il 26 aprile, portandolo al 4,25 per cento, in presenza di un grado di utilizzo delle risorse relativamente elevato e di prospettive favorevoli per la ripresa mondiale, che avevano aumentato il rischio di superamento dell'obiettivo del 2 per cento per il tasso di inflazione. Tuttavia nell'autunno, in seguito ai forti cali dei mercati azionari, all'accresciuta incertezza sulla ripresa mondiale e a un'attività industriale depressa, la Sveriges Riksbank ha abbassato il tasso sulle operazioni pronti contro termine di 0,25 punti percentuali il 15 novembre e di nuovo il 5 dicembre, essendo aumentato il rischio che l'inflazione futura scendesse al di sotto dell'obiettivo. Riflettendo queste variazioni del tasso di interesse ufficiale, il differenziale tra i tassi di mercato a breve termine in Svezia e nell'area dell'euro ha continuato ad ampliarsi nella prima metà del 2002, raggiungendo circa 100 punti base, mentre è rimasto generalmente stabile nella seconda metà dell'anno (cfr. figura 31). L'andamento dei tassi di interesse a lungo termine è stato in linea con quello dei mercati obbligazionari mondiali durante l'anno e, alla fine del 2002, il differenziale rispetto ai corrispondenti tassi dell'area dell'euro è aumentato leggermente, a circa 50 punti base. La corona svedese, che ha oscillato tra 9 e 9,5 corone per euro nel 2002, è stata influenzata in diverse occasioni dagli andamenti dei mercati finanziari e dalle aspettative circa l'adozione dell'euro da parte della Svezia (cfr. figura 32).

<sup>1</sup> L'UNDIX viene definito come l'IPC al netto della spesa per interessi e degli effetti diretti della variazione delle imposte indirette e dei sussidi. In Svezia l'IPC complessivo è la variabile in termini della quale è definito l'obiettivo. Dato che negli ultimi anni si è tenuto conto dei fattori transitori, le decisioni di politica monetaria si sono di fatto basate sull'UNDIX.

<sup>2</sup> Il motivo dell'aumento del differenziale fra l'IPC e lo IAPC in Svezia è l'introduzione di un prezzo massimo per l'assistenza all'infanzia, incluso nello IAPC ma non nell'IPC, a partire dal 1° gennaio 2002, che riduce l'inflazione misurata dallo IAPC di circa 0,4 punti percentuali.

La corona ha terminato l'anno con un apprezzamento sull'euro dell'1,5 per cento rispetto all'inizio del 2002.

## Regno Unito

Sulla scia di un netto rallentamento dell'economia mondiale, nel Regno Unito la crescita media del PIL in termini reali è rallentata all'1,6 per cento nel 2002, dal 2,0 del 2001 (cfr. tavola 13). Tuttavia, dopo aver registrato un debole tasso di espansione agli inizi del 2002, l'economia è cresciuta a ritmi più elevati nel resto dell'anno, sospinta principalmente dai consumi privati e dalla spesa pubblica.

Rispetto all'anno precedente, nel 2002 la crescita della spesa per consumi delle famiglie è rimasta sostanzialmente stabile, al 3,9 per cento, nonostante il rallentamento della dinamica del reddito disponibile in termini reali e il calo delle quotazioni azionarie. La crescita dei consumi privati è rimasta sostenuta, grazie all'accelerazione dei prezzi degli immobili, ai continui aumenti dell'occupazione e alla vigorosa espansione del credito. Alla crescita del prodotto ha altresì contribuito l'accelerazione dei consumi pubblici, dal 2,3 per cento del 2001 al 4,2 del 2002, sostanzialmente in linea con gli obiettivi di spesa del governo. Gli investimenti fissi lordi, che erano aumentati dello 0,8 per cento nel 2001, sono diminuiti del 4,5. La fragile fiducia nelle prospettive per la domanda estera e l'aumento del costo del capitale associato ai cali dei mercati azionari internazionali hanno verosimilmente ridotto gli incentivi delle imprese ad accrescere la spesa per investimenti. La riduzione degli investimenti privati è stata parzialmente compensata da un'accelerazione degli investimenti pubblici, che ha riflesso piani di miglioramento delle infrastrutture pubbliche. Per il settimo anno consecutivo, nel 2002 le esportazioni nette hanno fornito un contributo negativo (1,0 punti percentuali) alla crescita del PIL. Le esportazioni sono calate dell'1,4 per cento, dopo un aumento dello 0,9 nel 2001. Tuttavia, la composizione della crescita della domanda aggregata ha continuato a fre-

nare la crescita delle importazioni, che è diminuita all'1,2 per cento nel 2002.

Il quadro complessivo del mercato del lavoro è rimasto sostanzialmente stabile, con un incremento del tasso di disoccupazione al 5,2 per cento nel 2002. L'occupazione totale ha continuato a crescere a un ritmo simile a quello del 2001, grazie al forte aumento del numero dei posti di lavoro nel settore pubblico. Il rallentamento ciclico del 2001 e degli inizi del 2002 sembra aver influito sul mercato del lavoro: il numero di ore lavorate si è ridotto e la crescita dei redditi per occupato è diminuita.

L'inflazione misurata sull'RPIX si è mantenuta al di sotto dell'obiettivo del 2,5 per cento per quasi tutto l'anno, a un tasso medio del 2,2, sostanzialmente analogo a quello registrato l'anno precedente<sup>3</sup>. Tuttavia, in novembre e in dicembre l'inflazione misurata sull'RPIX è cresciuta al di sopra dell'obiettivo, per i rincari del petrolio e dei costi delle abitazioni. L'inflazione misurata sullo IAPC, pari in media all'1,3 per cento nell'anno, è stata significativamente più bassa di quella misurata dall'RPIX, in parte poiché la componente dell'RPIX relativa ai costi delle abitazioni, che ha segnato forti aumenti, non è inclusa nello IAPC. La divergenza tra gli andamenti dei prezzi dei servizi e dei beni si è ampliata ulteriormente nel 2002. La crescita dei prezzi dei servizi ha accelerato, mentre la debolezza della domanda e la forte concorrenza sui mercati internazionali hanno continuato a esercitare pressioni al ribasso sui prezzi nei più esposti settori dei beni. Nel contempo, la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto per l'intera economia si è mantenuta sostanzialmente stabile, in media, rispetto all'anno precedente. Nel complesso, le pressioni sui costi sembrano essere rimaste abbastanza contenute.

Dopo il notevole miglioramento del saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche degli

<sup>3</sup> L'RPIX viene definito come l'indice dei prezzi al dettaglio al netto degli interessi sui mutui ipotecari.

### Tavola 13

#### Indicatori macroeconomici per il Regno Unito

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2002 1°trim.	2002 2°trim.	2002 3°trim.	2002 4°trim.
PIL in termini reali	3,4	2,9	2,4	3,1	2,0	1,6	1,0	1,3	2,0	2,1
<i>Contributi alla crescita del PIL in termini reali:<sup>1)</sup></i>										
Domanda interna incluse le scorte	4,0	5,1	3,8	4,1	2,6	2,6	2,6	1,9	2,6	3,1
Esportazioni nette	-0,5	-2,2	-1,4	-1,1	-0,6	-1,0	-1,6	-0,6	-0,7	-1,0
IAPC	1,8	1,6	1,3	0,8	1,2	1,3	1,5	0,9	1,1	1,6
Redditi per addetto	4,3	5,3	4,0	4,7	5,2	.	2,8	3,2	.	.
CLUP per l'intera economia	2,8	3,5	3,1	2,9	4,0	.	2,4	2,6	.	.
Deflatore delle importazioni (beni e servizi)	-7,1	-6,2	-2,5	0,7	-0,1	.	-3,6	-2,8	-1,3	.
Saldo di conto corrente + nuovo conto capitale (in perc. del PIL) <sup>2)</sup>	-0,1	-0,5	-2,1	-1,8	-1,5	.	-0,5	-1,9	-0,2	.
Occupazione totale	2,0	1,2	1,5	1,3	0,8	.	0,6	0,8	.	.
Tasso di disoccupazione (in perc. delle forze di lavoro)	6,9	6,2	5,9	5,4	5,0	.	5,1	5,1	5,2	.
Posizione di bilancio (in perc. del PIL) <sup>3), 4)</sup>	-2,2	0,2	1,1	1,6	0,8	-1,4	.	.	.	.
Debito lordo consolidato (in perc. del PIL) <sup>3)</sup>	50,8	47,7	45,1	42,1	39,0	38,6	.	.	.	.
Tasso di interesse a tre mesi (valori perc. in ragione d'anno) <sup>5)</sup>	6,8	7,3	5,4	6,1	5,0	4,0	4,0	4,1	3,9	3,9
Rendimento dei titoli di Stato a dieci anni (valori perc. in ragione d'anno) <sup>6)</sup>	7,1	5,6	5,0	5,3	5,0	4,9	5,1	5,3	4,7	4,5
Tasso di cambio nei confronti dell'ECU o dell'euro <sup>7)</sup>	0,69	0,67	0,66	0,61	0,62	0,63	0,61	0,63	0,64	0,64

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

1) Puntualità percentuali.

2) I dati trimestrali non sono stagionalizzati né corretti 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. Espresso in unità di valuta nazionale per ECU fino alla fine del 1998, in unità di valuta nazionale per euro successivamente.

anni precedenti, nel 2001 l'avanzo ha cominciato a ridursi, ragguagliandosi allo 0,8 per cento del PIL, ed è poi sceso ulteriormente nel 2002, trasformandosi in un disavanzo dell'1,4 per cento. Tale diminuzione è ascrivibile a un significativo aumento della spesa pubblica, che ha contribuito a un indirizzo espansivo della politica di bilancio, e a un forte calo del gettito delle imposte dirette. In particolare, le entrate derivanti dalle imposte sui redditi d'impresa sono state inferiori alle attese, specie nel settore dei servizi finanziari. Il rapporto tra debito pubblico e PIL è sceso leggermente, dal 39 per cento del 2001 al 38,6 nel 2002. L'aggiornamento del programma di convergenza si pone come obiettivo per il 2002-03 e il 2003-04 disavanzi di bilancio pari, rispettivamente, all'1,8 e al 2,2 per cento del PIL. Il rapporto tra debito lordo

e PIL è previsto in lieve aumento, dal 37,9 per cento nel 2002-03 al 38,8 nel 2003-04.

La Bank of England conduce la propria politica monetaria nel quadro di un regime di cambio flessibile con un obiettivo di inflazione esplicito, fissato dal governo nella misura di un incremento sui dodici mesi dell'RPIX del 2,5 per cento. Il tasso di interesse ufficiale sulle operazioni pronti contro termine è rimasto invariato al 4,0 per cento nel 2002. Nel febbraio 2003 esso è stato ridotto al 3,75 per cento. Il differenziale tra i tassi di interesse a breve termine britannici e quelli dell'area dell'euro ha oscillato attorno a 60 punti base per tutto il 2002, ampliandosi leggermente in dicembre dopo la riduzione dei tassi di interesse di riferimento da parte della BCE (cfr. figura 31). I rendimenti dei titoli di

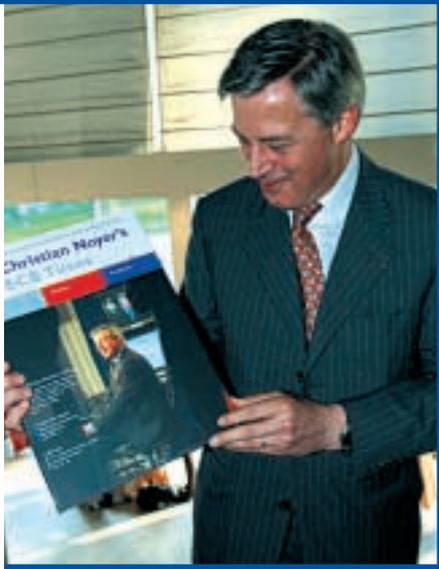
Stato a dieci anni hanno fluttuato attorno al loro livello del 2001 e, alla fine dell'anno, si collocavano lievemente al di sopra del livello dell'area dell'euro. Durante l'anno il tasso di cambio della sterlina rispetto all'euro si è lievemente deprezzato (cfr. figura 32). L'iniziale deprezzamento della sterlina rispetto all'euro in maggio e giugno, probabilmente associato

alle aspettative circa l'adozione dell'euro da parte del Regno Unito e a un netto apprezzamento dell'euro sul dollaro statunitense in tale periodo, è stato in parte riassorbito nel terzo trimestre, ma la moneta britannica si è nuovamente deprezzata nell'ultimo trimestre dell'anno.





*Christian Noyer (a sinistra) e Lucas Papademos, l'ex e l'attuale Vicepresidente della BCE*



*Cerimonia di commiato del 28 maggio 2002 per il Vicepresidente Christian Noyer*

## **Capitolo V**

### **Le tematiche europee e la cooperazione internazionale**

## I Le tematiche europee

Nel 2002 la BCE ha continuato a mantenere contatti regolari con le istituzioni comunitarie e i relativi organismi<sup>1</sup>. Rappresentanti della BCE hanno partecipato alle riunioni del Consiglio Ecofin dedicate a materie attinenti ai compiti e agli obiettivi del SEBC. Tali materie hanno riguardato la stabilità finanziaria, la regolamentazione e la vigilanza nonché l'attuazione del Patto di stabilità e crescita. Nel contempo, il Presidente del Consiglio Ecofin si è avvalso in diverse occasioni del diritto di partecipare agli incontri del Consiglio direttivo. A tale riguardo va rilevato che durante la seconda metà del 2002, quando la Presidenza del Consiglio UE faceva capo a uno Stato membro con deroga, la Danimarca, il Presidente dell'Eurogruppo ha presenziato agli incontri del Consiglio direttivo per conto del Presidente del Consiglio Ecofin. Anche un membro della Commissione europea ha preso parte in più occasioni alle riunioni del Consiglio direttivo.

Il Presidente della BCE e i governatori delle BCN dell'UE sono stati invitati alle due riunioni informali del Consiglio Ecofin tenutesi a Oviedo (Spagna) e Copenaghen (Danimarca), rispettivamente ad aprile e a settembre 2002. In entrambe le riunioni si è discusso di integrazione dei mercati finanziari europei, di stabilità, di regolamentazione e di vigilanza. Inoltre, l'incontro di Oviedo ha consentito ai partecipanti di avere uno scambio di opinioni su questioni relative al governo societario e su aspetti finanziari internazionali. La riunione di Copenaghen si è concentrata, tra l'altro, su questioni inerenti l'allargamento dell'UE e l'architettura finanziaria internazionale.

In linea con quanto fatto in passato, la BCE ha continuato a partecipare regolarmente alle riunioni dell'Eurogruppo. La partecipazione a tali incontri offre alla BCE l'opportunità di instaurare un dialogo aperto e informale sulla politica economica con i ministri delle finanze dei paesi dell'area dell'euro e con il Commissario per le questioni economiche e monetarie. Le discussioni in seno all'Eurogruppo hanno riguardato in particolare le prospettive

economiche generali dell'area dell'euro e l'evoluzione dei bilanci pubblici nei singoli paesi dell'area. L'Eurogruppo si è inoltre concentrato – soprattutto nella prima metà del 2002 – sul monitoraggio dei progressi dell'introduzione delle banconote e delle monete in euro in sostituzione dei segni monetari nazionali e ha continuato a discutere sullo stato di avanzamento delle necessarie riforme strutturali.

Oltre a mantenere i suddetti rapporti a livello politico, la BCE ha continuato a partecipare alle riunioni del Comitato economico e finanziario (CEF) e del Comitato di politica economica (CPE), alle quali hanno preso parte anche le BCN. Partecipando a entrambi i comitati, che forniscono al Consiglio Ecofin e all'Eurogruppo un supporto di analisi e di consulenza, la BCE ha contribuito con le proprie competenze specialistiche alle varie procedure di politica economica e ai diversi esercizi di sorveglianza multilaterale. In tale contesto la BCE ha, tra l'altro, partecipato alla preparazione degli Indirizzi di massima per le politiche economiche (IMPE) e alla valutazione dei programmi di stabilità e di convergenza degli Stati membri. La BCE è stata, inoltre, coinvolta nelle altre molteplici attività di entrambi i comitati, contribuendo in particolare all'affinamento degli strumenti e dei metodi analitici e alla rassegna globale dei paesi effettuata dal CPE. Poiché quest'ultima attività si incentra sulle riforme strutturali e sfocia nel rapporto annuale del CPE sulle riforme strutturali, il contributo a questo lavoro offre alla BCE non solo un'utile conoscenza del processo di riforma strutturale, ma anche l'opportunità di condividere le proprie opinioni con gli Stati membri.

La BCE ha inoltre continuato a partecipare agli incontri semestrali del Dialogo macroeconomico a livello sia tecnico sia politico. In linea con il mandato del Consiglio europeo di Colonia, i rappresentanti degli Stati membri,

<sup>1</sup> Le relazioni tra la BCE e il Parlamento europeo sono trattate separatamente nel capitolo XII.

della Commissione europea, della BCE, delle banche centrali che non fanno parte dell'Eurosistema, nonché quelli delle organizzazioni dei datori di lavoro e dei sindacati europei hanno discusso le prospettive economiche e le connesse sfide strategiche. Il Dialogo macroeconomico ha permesso uno scambio di opinioni confidenziale, rafforzando il clima di fiducia tra i partecipanti.

Tra le numerose tematiche trattate dalle istituzioni e dagli organismi europei con cui la BCE intrattiene stretti rapporti, si presentano di seguito quelle più importanti dal punto di vista economico e istituzionale.

### **I.1 L'attuazione del Patto di stabilità e crescita**

In un clima di peggioramento dell'andamento e delle prospettive dei conti pubblici, il 2002 ha messo alla prova l'attuazione del Patto di stabilità e crescita.

Nel 2001 la Germania e il Portogallo hanno mancato di un ampio margine gli obiettivi di bilancio delle amministrazioni pubbliche fissati nei rispettivi programmi di stabilità. Percependo il rischio di disavanzi eccessivi in questi paesi, il 30 gennaio 2002 la Commissione, con propria raccomandazione, ha ufficialmente chiesto al Consiglio l'adozione della procedura di allarme preventivo (*early warning*) sia per la Germania sia per il Portogallo. Nel fare ciò, la Commissione ha per la prima volta avviato la procedura di allarme preventivo prevista dal Regolamento (CE) n. 1466/97 del Consiglio sul rafforzamento della sorveglianza delle posizioni di bilancio nonché della sorveglianza e del coordinamento delle politiche economiche. In risposta, Germania e Portogallo hanno espresso il fermo impegno politico ad attuare le misure necessarie per evitare una violazione del valore di riferimento del 3 per cento del PIL e a conseguire nel 2004 posizioni di bilancio prossime al pareggio. Alla luce di tali impegni, nella riunione del successivo 12 febbraio il Consiglio Ecofin ha ritenuto che sia il governo tedesco sia quello portoghese avessero risposto

con efficacia alle preoccupazioni espresse dalla Commissione nelle sue raccomandazioni e ha deciso di chiudere entrambe le procedure.

Il 21 giugno 2002 il Consiglio ha adottato la raccomandazione relativa agli Indirizzi di massima per le politiche economiche degli Stati membri e della Comunità. Con riferimento alle politiche di bilancio, tali Indirizzi richiedevano agli Stati membri non ancora in linea con l'obbligo di conseguire posizioni di bilancio prossime al pareggio o in avanzo di realizzare questo traguardo al più tardi entro il 2004. Secondo la prassi consueta, le raccomandazioni contenute negli IMPE sono basate sulle ipotesi relative agli andamenti futuri delle principali variabili economiche, formulate nelle previsioni economiche di primavera della Commissione. Nei mesi successivi, tuttavia, lo scenario economico ha avuto sviluppi peggiori del previsto. Di conseguenza, per gli Stati membri che ancora presentavano disavanzi di bilancio il conseguimento dell'obiettivo del saldo prossimo al pareggio o in avanzo entro il 2004 non era più realistico, dati l'orientamento prevalente della politica economica e le previsioni macroeconomiche. Le implicazioni di tale situazione sono state discusse il 7 ottobre nella riunione dell'Eurogruppo dai ministri delle finanze dell'area dell'euro, dal Presidente della BCE, dal Presidente della Commissione e dal Commissario per le questioni economiche e monetarie che, dopo questo incontro, hanno rilasciato a nome dell'Eurogruppo una dichiarazione sugli andamenti dei conti pubblici nell'area dell'euro. In tale dichiarazione, i ministri delle finanze dell'area dell'euro hanno ribadito il proprio impegno nei confronti dell'obbligo di evitare disavanzi eccessivi previsto dal Trattato nonché dell'obiettivo del Patto di stabilità e crescita di conseguire e mantenere, nell'arco del ciclo economico, posizioni di bilancio prossime al pareggio o in avanzo. Inoltre, l'Eurogruppo ha approvato l'iniziativa della Commissione che richiedeva ai paesi non ancora in linea con tale obiettivo, di effettuare ogni anno un aggiustamento del saldo di bilancio sottostante (*underlying budget balance*) pari ad almeno lo 0,5 per cento del

PIL. Con l'eccezione di un ministro, tutti sono stati d'accordo che tale correzione dovesse essere attuata a partire dal 2003.

Il peggioramento delle prospettive dei conti pubblici durante l'estate e l'inizio dell'autunno ha suscitato un vivace dibattito pubblico sulle regole e sull'attuazione del Patto di stabilità e crescita. In tale contesto, il 24 ottobre 2002 il Consiglio direttivo ha rilasciato un comunicato sul Patto in cui ha sottolineato che le difficoltà di bilancio di alcuni Stati membri non erano dovute alla rigidità delle regole, bensì a una mancanza di volontà di tali Stati di tenere fede all'impegno a rispettarle e alla loro incapacità di sfruttare il vantaggio derivante dalle precedenti condizioni di maggiore crescita per migliorare sostanzialmente i propri conti pubblici. Inoltre, il Consiglio direttivo ha ribadito il proprio sostegno all'iniziativa con cui la Commissione ha richiesto a tutti i paesi che ancora presentano disavanzi residui di impegnarsi a favore di una strategia chiara e credibile di risanamento dei conti pubblici da realizzarsi attraverso una riduzione annuale del saldo di bilancio sottostante di almeno lo 0,5 per cento del PIL.

Nel corso dell'estate è emerso anche che lo stato dei conti pubblici portoghesi era di gran lunga peggiore di quanto non fosse noto al Consiglio al momento della discussione sulla procedura di allarme preventivo al Portogallo e, successivamente, durante la preparazione degli IMPE. Al momento della segnalazione del disavanzo e dei livelli di debito, il 1° settembre, il governo portoghese ha riportato per il 2001 un disavanzo dei conti pubblici pari al 4,1 per cento del PIL, di gran lunga superiore al valore di riferimento del 3 per cento. La Commissione ha, pertanto, avviato una procedura di disavanzo eccessivo secondo quanto previsto all'articolo 104 del Trattato e ulteriormente specificato nel Regolamento (CE) n. 1467/97 del Consiglio. In base a tale procedura, il Consiglio Ecofin ha adottato una decisione sull'esistenza di un disavanzo eccessivo in Portogallo e ha indirizzato al governo di tale paese una raccomandazione nella quale, oltre a sollecitare l'eliminazione dello squilibrio in tempi rapidi, veniva fissata al 31 dicem-

bre 2002 la data entro cui adottare tutte le misure correttive necessarie. Il Consiglio ha, inoltre, raccomandato al governo portoghese di adottare e attuare misure di bilancio idonee ad assicurare che il disavanzo dei conti pubblici nel 2003 sia ulteriormente ridotto a un livello ben inferiore al 3 per cento del PIL e che il rapporto debito pubblico/PIL sia tenuto al di sotto del valore di riferimento, pari al 60 per cento del PIL.

Il 13 novembre la Commissione ha pubblicato le previsioni economiche autunnali per il 2002 che indicavano nel 3,8 per cento del PIL il disavanzo di bilancio della Germania e nel 2,7 quello della Francia, che avrebbe raggiunto il 2,9 nel 2003. In tale contesto, il 19 novembre la Commissione ha avviato nei confronti della Germania la procedura di disavanzo eccessivo secondo quanto previsto all'articolo 104 del Trattato, pubblicando un rapporto sulla situazione dei conti pubblici di quel paese. Nello stesso giorno, inoltre, la Commissione, con propria raccomandazione, ha ufficialmente chiesto al Consiglio l'adozione della procedura di allarme preventivo per la Francia, misura preordinata a impedire il determinarsi di un disavanzo eccessivo.

Il 21 gennaio 2003 il Consiglio Ecofin ha adottato una decisione sull'esistenza di un disavanzo eccessivo in Germania e ha indirizzato una raccomandazione al governo di quel paese invitandolo a porre fine a tale squilibrio il più rapidamente possibile. A questo fine le autorità tedesche dovrebbero attuare le misure correttive previste nei loro piani di bilancio per il 2003. Il Consiglio ha fissato nel 21 maggio 2003 la data entro cui tali misure dovranno essere adottate. Il 21 gennaio, inoltre, esso ha emesso una raccomandazione contenente un richiamo alla Francia affinché eviti l'insorgenza di un disavanzo eccessivo.

## **1.2 Proposte per rafforzare e snellire i processi di coordinamento delle politiche economiche**

Nella riunione di Barcellona del 15 e 16 maggio 2002, il Consiglio europeo ha auspicato

ulteriori progressi nel coordinamento delle politiche economiche. A tal fine, i capi di Stato o di governo hanno invitato la Commissione a presentare proposte per rafforzare il coordinamento delle politiche economiche in tempo utile per la discussione del Consiglio europeo che si terrà nella primavera del 2003. Il Consiglio e la Commissione sono stati inoltre esortati a snellire il processo di coordinamento delle politiche economiche, ponendo enfasi sulle misure di attuazione piuttosto che sull'elaborazione annuale degli indirizzi.

Il 3 settembre la Commissione ha adottato una comunicazione che recava alcune proposte volte a semplificare i cicli annuali di coordinamento delle politiche economiche e di occupazione. Il 3 dicembre il Consiglio ha adottato un rapporto che ha sostanzialmente approvato le proposte della Commissione. Le raccomandazioni della Commissione e del Consiglio in questo ambito prevedono quanto segue. In primo luogo, una maggiore attenzione al medio termine, con revisioni complete degli IMPE, degli Orientamenti per l'occupazione e delle raccomandazioni su base triennale e non ogni anno come accade attualmente. In secondo luogo, una maggiore priorità al monitoraggio annuale dell'applicazione degli indirizzi. In terzo luogo, la realizzazione di un unico ciclo di coordinamento delle politiche economiche secondo cui il Consiglio europeo di primavera riesaminerà le modalità di attuazione di dette politiche e impartirà un orientamento politico generale, in base al quale potrà essere redatto un "pacchetto di indirizzi" che comprenderà sia gli IMPE sia gli Orientamenti per l'occupazione e le raccomandazioni. Inoltre, in futuro, i diversi rapporti presentati dagli Stati membri nell'ambito dei processi di riforma di Lussemburgo e di Cardiff dovrebbero essere sincronizzati nell'ottica di semplificare gli obblighi di rendiconto degli Stati membri e di evitare sovrapposizioni e duplicazioni. A tal fine, i rapporti nazionali sullo stato di attuazione delle riforme saranno presentati nell'autunno di ogni anno sotto forma di pacchetto. Tuttavia, i programmi di stabilità e convergenza degli Stati membri devono essere tenuti distinti

dato il loro collegamento ai cicli dei bilanci nazionali.

Il 27 novembre, in risposta alla richiesta formulata dal Consiglio europeo di Barcellona di rafforzare il coordinamento delle politiche economiche, la Commissione ha adottato una comunicazione indirizzata al Consiglio e al Parlamento europeo sul rafforzamento del coordinamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro. In tale comunicazione, la Commissione ha presentato le seguenti cinque proposte di miglioramento dell'interpretazione del Patto di stabilità e crescita che, secondo le valutazioni della stessa Commissione, sarebbero tutte compatibili con l'attuale assetto giuridico. Primo, gli obiettivi di bilancio dovrebbero essere formulati in modo da prestare maggiore attenzione al ciclo economico. A tal fine, l'obbligo di essere "prossimi al pareggio o in avanzo" previsto dal Patto dovrebbe essere valutato in termini del saldo sottostante, definito dalla Commissione come il saldo del bilancio pubblico al netto degli effetti transitori e, in particolare, di quelli delle fluttuazioni cicliche. Il rispetto del valore di riferimento del 3 per cento del PIL, tuttavia, continuerà a essere monitorato in termini nominali. Secondo, gli Stati membri con bilanci in forte disavanzo dovrebbero migliorare ogni anno il saldo sottostante di almeno lo 0,5 per cento del PIL. Tale proposta è in linea con la dichiarazione rilasciata dall'Eurogruppo il 7 ottobre scorso, menzionata in precedenza. Terzo, durante le fasi di ripresa economica dovrebbero essere evitate politiche di bilancio procicliche. Quarto, in condizioni particolari e sempre che non si metta in pericolo il conseguimento del valore di riferimento del 3 per cento del PIL, potrebbe essere consentita una piccola deroga all'obbligo di bilanci prossimi al pareggio o in avanzo, all'unico scopo di permettere allo Stato membro in questione di finanziare le riforme strutturali, che aumenterebbero il potenziale di occupazione e di crescita e rafforzerebbero quindi, nel medio termine, la posizione di bilancio sottostante. Infine, la quinta proposta prevede che nel processo di sorveglianza delle posizioni di bilancio si attribuisca un peso maggiore alla valutazione del

rapporto debito pubblico/PIL. Oltre a queste proposte, la Commissione ha anche elaborato un programma in quattro punti contenente misure tese a garantire un'efficace attuazione delle proposte. Innanzi tutto, nel prossimo Consiglio europeo di primavera gli Stati membri dovrebbero ribadire il proprio impegno politico nei confronti del Patto di stabilità e crescita mediante una risoluzione per il rafforzamento del coordinamento delle politiche di bilancio. In secondo luogo, al fine di migliorare la qualità e la tempestività delle statistiche sulla finanza pubblica, il Consiglio Ecofin dovrebbe adottare un codice delle pratiche migliori in materia di trasmissione dei dati di bilancio. In terzo luogo, le procedure di attuazione del Patto dovrebbero essere rese più efficaci, in particolare indicando con maggiore precisione le circostanze in cui saranno avviate. Infine, apertura e trasparenza dovrebbero migliorare la comunicazione sulle politiche di bilancio.

Il Presidente della BCE, nella dichiarazione che ha fatto seguito alla riunione del Consiglio direttivo del 5 dicembre, ha affermato che la comunicazione della Commissione sul rafforzamento del coordinamento delle politiche di bilancio è un buon punto di partenza per ricostruire la fiducia nel quadro di riferimento per la finanza pubblica. Ha, inoltre, ribadito il pieno appoggio del Consiglio direttivo all'obiettivo principale della Commissione, che è quello di migliorare l'attuazione del Patto di stabilità e crescita nell'ambito del quadro di regole esistente.

### **1.3 La Convenzione sul futuro dell'Europa**

Nella riunione di Laeken del dicembre 2001 il Consiglio europeo ha adottato una *Dichiarazione sul futuro dell'Unione europea* (anche nota come "dichiarazione di Laeken") che ha individuato le sfide per un'Unione che si trova a un "crocevia, in un momento cruciale della sua esistenza". Alla luce di tali sfide e per "assicurare una preparazione quanto più ampia e trasparente possibile" della prossima Conferenza intergovernativa, il Consiglio

europeo ha deciso di convocare una Convenzione sul futuro dell'Europa. Questa, secondo il mandato del Consiglio, dovrebbe considerare le questioni fondamentali che si pongono per lo sviluppo futuro dell'UE, tentare di individuare le possibili risposte e semplificare e riorganizzare i trattati esistenti, progredendo in tal modo verso una Costituzione dei cittadini europei.

La Convenzione, che ha cominciato a deliberare nel febbraio 2002 e che dovrebbe completare il suo lavoro entro l'estate del 2003, mette assieme rappresentanti dei governi e dei parlamenti nazionali, del Parlamento europeo e della Commissione. I paesi candidati all'adesione all'UE vi sono rappresentati allo stesso modo degli attuali Stati membri. All'inizio delle proprie attività la Convenzione ha sottoscritto la proposta del Presidente, Giscard d'Estaing, di elaborare un "Trattato che stabilisce una Costituzione per l'Europa", volto a semplificare, snellire e rafforzare le basi giuridiche e costituzionali dell'Europa, che sarà sottoposto all'approvazione della Conferenza intergovernativa prevista nel 2003.

Nel maggio 2002, nell'accettare ad Aquisgrana il Premio internazionale Charlemagne del 2002 conferito all'euro, il Presidente della BCE ha dichiarato che, in caso di successo, la Convenzione contribuirà a integrare la costituzione economica esistente con strutture e processi politici efficaci e trasparenti.

Nel giugno 2002, nel contesto più ampio della Convenzione, è stato istituito un Gruppo di lavoro sulla *governance* economica con il mandato di esaminare l'assetto generale della *governance* economica stessa, della politica monetaria, delle politiche economiche e dei connessi aspetti istituzionali. Nel settembre 2002 il Presidente della BCE, nel corso di un'audizione davanti ai componenti di questo gruppo di lavoro, ha espresso il suo parere sul modo in cui le questioni monetarie ed economiche potrebbero essere affrontate nel futuro trattato costituzionale. Egli ha dichiarato di ritenere l'attuale assetto di *governance* economica adeguato e in grado di

fronteggiare le sfide del futuro e ha, inoltre, esortato la Convenzione a preservare lo spirito di questo assetto e, in particolare, i principi monetari del Trattato, tra i quali soprattutto l'indipendenza della banca centrale e l'obiettivo primario della stabilità dei prezzi. A tali principi, in quanto pilastri fondanti della costituzione monetaria dell'UE, dovrebbe essere dato particolare rilievo in un futuro trattato costituzionale.

Nell'ottobre 2002 il gruppo di lavoro ha definito un rapporto finale, nel quale si raccomanda di mantenere l'attuale struttura di *governance* economica, in questo modo affermando che la politica monetaria dell'area dell'euro è di competenza esclusiva della BCE. Il rapporto conclude altresì che i compiti, il mandato e lo Statuto della BCE debbano rimanere invariati e non debbano formare oggetto di alcuna nuova disposizione del trattato. Nel corso del dibattito sul rapporto, nella seduta plenaria della Convenzione del 7 novembre, una larghissima maggioranza dei membri della Convenzione ha indicato il proprio sostegno alle raccomandazioni del gruppo di lavoro.

La BCE segue da vicino la Convenzione e ritiene che l'adozione di un Trattato costituzionale per l'Europa completerebbe e rafforzerebbe il successo dell'Unione economica e monetaria.

#### **1.4 La riforma dei mercati finanziari**

Al fine del pieno perseguimento dei benefici della moneta unica, si è dedicata attenzione crescente alla rimozione degli ostacoli che ancora impediscono la nascita di un mercato dei servizi finanziari realmente unico. Nel 2002, a livello di UE, sono stati fatti altri passi importanti in questa direzione, con l'adozione di nuovi strumenti legislativi e la discussione approfondita delle procedure di redazione e di applicazione dei regolamenti.

Il Consiglio europeo di Barcellona del marzo 2002 ha confermato la priorità dell'attuazione completa del Piano di azione per i ser-

vizi finanziari (PASF) entro il 2005 per superare le residue lacune del mercato europeo dei servizi finanziari. Lanciato nel 1999, il PASF fornisce un orientamento alle misure che è necessario prendere in materia di mercati finanziari. I risultati conseguiti sono regolarmente sottoposti alla verifica della Commissione europea, assistita dal gruppo per la politica dei servizi finanziari (*Financial Services Policy Group*), nel quale è rappresentata la BCE. Nel sottolineare che la Commissione deve adottare le misure previste nel PASF entro la metà del 2004 per garantire il rispetto della scadenza del 2005, il *Settimo rapporto sulla realizzazione del piano d'azione per i servizi finanziari*, pubblicato nel dicembre 2002, mette in risalto i progressi realizzati. Delle 42 misure indicate nel piano di azione originario, 31 erano state adottate a fine 2002. Esse includono le direttive sulle attività finanziarie di garanzia e sulla vendita a distanza dei servizi finanziari, e il regolamento sugli standard contabili internazionali (*International Accounting Standards, IAS*). La Commissione deve ancora presentare solo quattro proposte legislative, tra cui quella relativa alla revisione dell'accordo sui requisiti patrimoniali per le banche e le società di investimento. In risposta ai più ampi sviluppi del mercato dal lancio del Piano di azione sono state predisposte altre cinque misure, tra cui la comunicazione sulla compensazione e il regolamento.

Inoltre, nel 2002 sono stati fatti altri passi avanti per fornire all'UE strutture di regolamentazione, supervisione e stabilità finanziaria in grado di far fronte alle esigenze di un contesto finanziario in rapida evoluzione. A tal fine, dopo un'ampia consultazione pubblica, il 3 dicembre 2002 il Consiglio Ecofin ha approvato un rapporto contenente numerose proposte concrete. Tale rapporto indica la necessità di estendere a tutti i settori finanziari l'approccio interistituzionale "Lamfalussy" adottato in materia di titoli e propone l'istituzione di tre nuovi comitati di regolamentazione ("secondo livello") per le attività bancarie, i conglomerati finanziari, le attività pensionistiche e le assicurazioni e di due nuovi comitati di vigilanza ("terzo livello")

per le attività bancarie e per quelle pensionistiche e assicurative. Secondo le indicazioni del rapporto, anche il *Financial Services Policy Group*, riorganizzato sotto la presidenza degli Stati membri, fornirebbe consulenza sugli aspetti connessi ai mercati finanziari e assisterebbe il CEF nella preparazione delle discussioni in seno al Consiglio Ecofin su aspetti inerenti la stabilità finanziaria. Il Consiglio Ecofin ha invitato la Commissione a isti-

tuire al più presto possibile i comitati di secondo e terzo livello. In tale contesto, in attesa di un accordo con il Parlamento europeo sulla delega dei poteri ai comitati di secondo livello per l'adozione della legislazione attuativa, questi dovrebbero essere inizialmente costituiti con compiti esclusivamente consultivi (per ulteriori dettagli si veda il capitolo IX).

## 2 La cooperazione internazionale

Nel 2002 la BCE e le BCN hanno continuato a partecipare alle attività delle istituzioni e dei consessi internazionali relative a tematiche monetarie, finanziarie ed economiche. Gli accordi operativi per la rappresentanza e la cooperazione internazionale della BCE, già descritti nel Rapporto annuale 1999, sono rimasti sostanzialmente invariati. All'interno dell'UE il coordinamento sulle questioni macroeconomiche e finanziarie internazionali si è intensificato, tra l'altro, nell'ambito delle attività regolari del CEF e attraverso un miglioramento degli scambi di informazione, sia con i direttori esecutivi dell'FMI, che rappresentano gli Stati membri dell'UE, sia con l'osservatore della BCE.

### 2.1 La sorveglianza multilaterale e bilaterale delle politiche macroeconomiche

La BCE e le BCN hanno continuato a partecipare agli esami sugli andamenti monetari, economici e finanziari e sulle relative politiche di ciascun paese, svolti sia a livello di rappresentanti degli altri paesi, sotto forma di *peer review* (sorveglianza multilaterale), sia da istituzioni internazionali (sorveglianza bilaterale).

#### **La sorveglianza multilaterale**

La BCE ha scambiato informazioni e opinioni con altre autorità di politica economica nell'ambito di diverse istituzioni e consessi mul-

tilaterali. Il Presidente della BCE, unitamente al Presidente dell'Eurogruppo, ha rappresentato l'area dell'euro nelle sessioni degli incontri dei ministri delle finanze e dei governatori delle banche centrali del G7 dedicate a questioni relative alla sorveglianza multilaterale e ai tassi di cambio. Il Presidente della BCE ha inoltre preso parte ai dibattiti sullo stato dell'economia mondiale in diversi altri consessi informali, quali le riunioni dei governatori del G10 e quelle dei ministri e governatori del G10 e G20. Un osservatore della BCE ha partecipato all'esame regolare degli andamenti economici e dei mercati mondiali condotto dal Consiglio esecutivo dell'FMI e ai dibattiti di quest'ultimo sulle prospettive dell'economia mondiale. Infine, la BCE e le BCN hanno preso parte al Comitato per la politica economica (CPE) dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economici (OCSE), nel quale sono stati discussi le prospettive mondiali a breve termine e i requisiti per le politiche economiche nel breve periodo, contribuendo così alla preparazione dell'*Economic Outlook* di questa organizzazione. La BCE e le BCN hanno, altresì, partecipato a riunioni dei sottocomitati e dei gruppi di lavoro del CPE.

#### **La sorveglianza bilaterale**

La BCE ha contribuito alle analisi su base bilaterale delle politiche monetarie, finanziarie ed economiche dell'area dell'euro, a cura dell'FMI e dell'OCSE. Nel 2002 lo staff dell'FMI ha preparato due rapporti ex articolo IV sulla

politica monetaria e del cambio nell'area dell'euro, che si sono aggiunti alle consultazioni con i singoli paesi. Tali rapporti tengono conto, tra l'altro, della discussione svoltasi tra la missione dello staff dell'FMI e la BCE. Il primo rapporto è stato distribuito per informazione al Consiglio esecutivo dell'FMI nell'aprile 2002; il secondo è stato discusso da tale organo e pubblicato in ottobre congiuntamente a una nota di informazione al pubblico che ne sintetizza la valutazione e a una dichiarazione rilasciata, per conto delle autorità dell'area dell'euro, dal direttore esecutivo del paese che attualmente detiene la Presidenza del Consiglio UE. I direttori esecutivi dell'FMI si sono congratulati con le autorità dell'area per aver portato a termine con successo e in maniera regolare la sostituzione del contante nazionale con le banconote e le monete in euro. Essi hanno rilevato come, nel 2002, la crescita sia stata più debole e l'inflazione superiore alle attese per effetto sia di shock impreveduti sia di una vulnerabilità ancora elevata agli andamenti esterni, malgrado il fatto che l'intera area dell'euro sia molto meno esposta di quanto non fossero i singoli Stati membri prima dell'Unione monetaria. Secondo le attese dei direttori esecutivi dell'FMI, la ripresa economica sarebbe graduale e i rischi di una congiuntura negativa rimarrebbero elevati.

Nel luglio 2002, l'OCSE ha pubblicato un rapporto economico sull'area dell'euro basato tra l'altro sul lavoro di una missione del suo staff presso la BCE. Lo studio 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. Il rapporto ha rilevato che la ripresa economica in corso dovrebbe acquisire gradualmente slancio. Per quanto riguarda la politica monetaria, il rapporto esamina i recenti andamenti dei prezzi nell'area dell'euro, giungendo alla conclusione secondo cui il fatto che il tasso medio di inflazione sia stato superiore al 2 per cento a partire dal 2000 è dovuto a una serie di shock inflazionistici. La persistenza di sacche di inflazione relativamente elevata in alcuni paesi dell'area

dell'euro è vista come una sfida che richiede maggiore flessibilità nei mercati del lavoro e dei beni e servizi e un'ulteriore integrazione dei mercati finanziari.

## **2.2 Il monitoraggio degli andamenti nei mercati finanziari mondiali**

### ***La stabilità dei mercati finanziari mondiali***

Il SEBC ha continuato a rivolgere particolare attenzione al lavoro delle istituzioni finanziarie e dei consessi internazionali che si occupano degli andamenti dei mercati finanziari mondiali. In particolare, la BCE e le BCN hanno partecipato al regolare monitoraggio dell'evoluzione finanziaria da parte 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. Un osservatore della BCE ha partecipato ai dibattiti del Consiglio esecutivo dell'FMI relativi ai rapporti sulla stabilità finanziaria globale (*Global Financial Stability Reports*) pubblicati trimestralmente dall'FMI, che hanno sostituito i rapporti annuali sui mercati internazionali dei capitali (*International Capital Markets Reports*) e i rapporti trimestrali sul finanziamento dei mercati emergenti (*quarterly reviews of Emerging Market Financing*). Durante la preparazione di uno di questi rapporti, una delegazione dell'FMI si è recata presso la BCE per discutere le attuali condizioni dei mercati finanziari europei e i progressi verso una loro integrazione nell'UE.

### ***Iniziative specifiche per accrescere la stabilità finanziaria***

La BCE ha partecipato al lavoro di istituzioni e consessi internazionali su aspetti specifici del funzionamento dei mercati finanziari internazionali; molti di essi, compreso l'FSF, hanno esaminato le implicazioni di politica economica dei fallimenti di grandi imprese, in termini di informativa al pubblico, di governo societario e di dinamica dei mercati finanziari. La comunità internazionale ha, inoltre, continuato a esaminare e attuare misure contro il

riciclaggio di denaro e il finanziamento del terrorismo. In tale contesto, l'FMI ha messo a punto una metodologia per valutare l'osservanza da parte dei singoli paesi degli standard concordati a livello internazionale in questi settori.

La BCE ha partecipato al lavoro dell'FSF che ha, tra l'altro, esaminato l'adozione di standard internazionali da parte di centri finanziari *offshore*, i progressi rispetto alle raccomandazioni da esso formulate in merito alle istituzioni a elevata leva finanziaria, e le pratiche di trasparenza nel settore delle riassicurazioni. Anche i comitati che operano sotto gli auspici dei governatori delle banche centrali dei paesi del G10 hanno discusso questioni finanziarie specifiche. Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria ha continuato a lavorare a una revisione dell'accordo sui requisiti patrimoniali (cfr. il capitolo IX). La BCE ha partecipato all'esame del CSFG sulle implicazioni finanziarie dei modelli di finanziamento utilizzati per le innovazioni in ambito informatico, gli sviluppi nei meccanismi di trasferimento dei rischi di credito e le strutture di incentivo nelle attività di risparmio gestito delle istituzioni. La BCE è stata anche coinvolta nelle attività del Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento, presieduto da uno dei membri del Comitato esecutivo della BCE (riguardo a questa attività, si veda il capitolo VIII). Infine, la BCE ha partecipato alle riunioni regolari tenute dal Comitato sui mercati, che sostituisce quello sull'oro e sui cambi.

### **2.3 Le relazioni con l'FMI e consessi collegati**

Il SEBC ha contribuito all'attuale dibattito circa la revisione dell'architettura del sistema economico e finanziario internazionale. Tali contributi sono stati apportati o tramite il lavoro a livello europeo, dove è stato intensificato il coordinamento sulle questioni dell'FMI – in particolare nel CEF – o attraverso la partecipazione diretta alle istituzioni e ai relativi consessi internazionali.

### **L'adeguatezza delle politiche economiche nazionali**

Il SEBC ha sviluppato un forte interesse per il lavoro dell'FMI sulle possibili modalità per promuovere la stabilità del sistema economico e finanziario globale. Attenzione particolare è stata rivolta al ruolo della sorveglianza dell'FMI come strumento di prevenzione delle crisi. In occasione del rapporto biennale di sorveglianza, l'FMI ha concordato una serie di misure tese a rendere la sorveglianza più mirata e di migliore qualità, a valorizzare gli effetti della sua consulenza in materia di politica economica e a rafforzare il ruolo della sorveglianza nei paesi che seguono un programma finanziario concordato con l'FMI.

L'FMI ha continuato a impegnarsi a favore della stabilità dei sistemi finanziari nazionali e dell'attuazione di standard e codici di comportamento concordati a livello internazionale. In particolare, l'FMI e la Banca mondiale hanno continuato a preparare programmi di valutazione dell'osservanza degli standard e dei codici e della solidità dei sistemi finanziari nazionali nell'ambito dei rapporti sull'osservanza degli standard e dei codici (*Reports on the Observance of Standards and Codes*, ROSC) e del programma di valutazione del settore finanziario (*Financial Sector Assessment Program*, FSAP). La BCE ha sostenuto questi sforzi fornendo il supporto di personale esperto per le missioni del FSAP.

### **La gestione delle crisi finanziarie**

L'FMI ha inoltre continuato ad adoperarsi per promuovere la risoluzione ordinata delle crisi finanziarie. Nel discutere tali questioni, il SEBC non ha smesso di sottolineare la necessità di fissare regole chiare che stabiliscano le rispettive responsabilità del settore pubblico e di quello privato nella risoluzione delle crisi.

L'FMI ha riesaminato la sua politica di accesso, ossia il sistema di determinazione del livello di sostegno finanziario da accordare a

un paese membro che ha difficoltà di bilancia dei pagamenti. I limiti di accesso normali, fissati in termini di quote dei paesi membri, sono stati ritenuti adeguati. Inoltre, il Consiglio esecutivo dell'FMI sta chiarendo le condizioni e rafforzando le procedure di accesso al di sopra dei limiti normali in circostanze straordinarie. Il SEBC ritiene che l'adesione a una politica di accesso meglio definita faciliterebbe il coordinamento tra le parti interessate allineando meglio gli incentivi dei debitori sovrani e dei creditori privati alla capacità della comunità internazionale di risolvere le crisi finanziarie.

È proseguito il dibattito sulle procedure tese a facilitare le ristrutturazioni del debito sovrano in maniera rapida e ordinata. Secondo il SEBC è auspicabile che si sviluppino ulteriormente i tre approcci complementari alla realizzazione di un processo ordinato di ristrutturazione. Il primo, di natura contrattuale, consiste nell'introdurre nei contratti di debito sovrano le cosiddette "clausole di azione collettiva" che possono aiutare a superare i problemi di coordinamento dei creditori. La BCE ha partecipato al lavoro condotto sotto l'egida dei ministri delle finanze e dei governatori delle banche centrali del G10 per promuovere lo sviluppo di idonee clausole contrattuali che sono state, tra l'altro, discusse con rappresentanti del settore privato. Inoltre, la comunità internazionale sta esaminando misure che incoraggino l'inclusione di tali clausole nei contratti di emissioni obbligazionarie sovrane; al riguardo, gli Stati membri dell'UE hanno accettato di dare il buon esempio, impegnandosi a recepirle nei contratti di titoli obbligazionari emessi dalle amministrazioni pubbliche dell'UE e regolati da legislazioni straniere.

Il secondo approccio, di natura istituzionale, consiste nel creare un assetto giuridico internazionale per la ristrutturazione del debito sovrano, noto come meccanismo di ristrutturazione del debito sovrano (*Sovereign Debt Restructuring Mechanism*, SDRM). La comunità internazionale ha, in diverse occasioni, discusso della possibile copertura e delle modalità di funzionamento di tale assetto

che, secondo quanto proposto, dovrebbe consentire al mutuatario sovrano e a una maggioranza qualificata di suoi creditori di concordare un accordo di ristrutturazione che diventerebbe vincolante per tutti i detentori di strumenti di debito coperti da tale sistema.

Il terzo approccio, che non ha natura istituzionale e che potrebbe essere incorporato in un codice di buona condotta per la ristrutturazione del debito, consiste nell'utilizzo di meccanismi informali per promuovere una risoluzione ordinata delle crisi, comprese le moratorie unilaterali e la politica di concessione di prestiti a paesi inadempienti. In particolare, i paesi debitori potrebbero decidere, in casi eccezionali, di sospendere temporaneamente i pagamenti a creditori esteri privati e, quindi, di risultare morosi nei loro confronti (moratorie unilaterali). L'FMI potrebbe concedere sostegno finanziario a paesi che sono incorsi in questo tipo di inadempienza, ma solo se sono rispettati alcuni criteri ben definiti (compresi quelli relativi alla concessione di prestiti a paesi inadempienti).

## **2.4 La cooperazione con le regioni confinanti con l'UE**

La BCE intrattiene relazioni con le banche centrali delle regioni limitrofe e analizza le questioni monetarie internazionali che si presentano in tali regioni e che considera attinenti alle proprie aree di competenza. Oltre ai dodici paesi candidati all'adesione all'UE, che saranno trattati nel capitolo VI, tali regioni comprendono la Confederazione degli Stati Indipendenti (CSI) Russia inclusa, la Turchia (paese candidato che non ha ancora avviato i negoziati per l'ingresso nell'UE), i Balcani occidentali, il Medio Oriente e l'Africa.

Diversamente dalle relazioni con le banche centrali dei paesi candidati, quelle con le banche centrali di altre regioni confinanti con l'UE non sono state sviluppate secondo un unico schema, ma hanno assunto forme diverse focalizzandosi su questioni nazionali specifiche di interesse comune. In tale

contesto è importante notare che, per la maggior parte dei paesi della regione, i legami istituzionali, commerciali e finanziari con l'area dell'euro hanno una grande rilevanza: praticamente tutti questi paesi sono associati all'UE da accordi regionali che mirano, in particolare, a liberalizzare il movimento delle merci (e in alcuni casi dei capitali e dei servizi) tra l'UE e i paesi in questione. In alcuni casi gli accordi comprendono anche clausole specifiche che riguardano il settore finanziario. Inoltre, in termini economici l'area dell'euro è il maggior partner commerciale della maggior parte di questi paesi ed è la principale fonte di credito internazionale, di investimenti esteri diretti (compresi quelli effettuati nel sistema bancario) e di assistenza ufficiale allo sviluppo.

Relazioni bilaterali sono state in particolare sviluppate con la Banca centrale di Turchia, con la quale la BCE ha instaurato un dialogo di alto profilo sulle politiche economiche e monetarie, anche con incontri annuali a livello di *Board*. È stata inoltre intensificata la cooperazione con la Banca centrale di Russia, in vista, tra l'altro, delle importanti riforme che questa deve realizzare in termini di strategia e di strumenti di politica monetaria. La BCE ha stabilito contatti con le banche centrali dei paesi dei Balcani occidentali, la regione limitrofa all'area dell'euro che più direttamente risente degli effetti del processo di sostituzione monetaria, e con le banche centrali di diversi paesi del Mediterraneo (Egitto, Israele, Marocco e Tunisia). Inoltre, la BCE ha partecipato a eventi organizzati nelle due zone del franco CFA<sup>2</sup> in Africa, in occasione delle celebrazioni del 40° e del 30° anniversario rispettivamente della Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest (BCEAO) e della Banque des Etats de l'Afrique Centrale (BEAC). La BCE ha avviato relazioni col West African Monetary Institute di Accra, Ghana, un organo creato agli inizi del 2001 dai paesi anglofoni dell'Africa occidentale sotto la guida del Ghana e della Nigeria con l'intento di creare una nuova zona monetaria in aggiunta a quella del franco CFA. Nel 2002 i paesi partecipanti hanno istituito un meccanismo regionale di cambio. La BCE ha inoltre

stabilito dei contatti con il Gulf Cooperation Council (GCC). I sei paesi che compongono il GCC<sup>3</sup> hanno dichiarato la propria intenzione di lanciare una moneta unica nel 2010 e, come primo passo verso l'unificazione monetaria, hanno adottato una parità comune alla fine del 2002. In ottobre, la Segreteria generale del GCC e la BCE hanno organizzato a Riad, nella Regione del Golfo, un seminario congiunto sull'integrazione monetaria nell'area dell'euro. Infine, la BCE ha continuato a tenere incontri regolari con le banche centrali di Islanda, Norvegia e Svizzera.

### **L'uso dell'euro nella regioni confinanti con l'UE**

Sebbene l'uso dell'euro non sia diffuso negli accordi di cambio dell'intera regione e benché la BCE ritenga di non dover tentare attivamente di influenzare il ruolo internazionale dell'euro, quest'ultimo svolge una funzione importante per diversi paesi. Nei Balcani occidentali, in particolare, tutti i paesi a eccezione dell'Albania ancorano la propria moneta all'euro; Bosnia ed Erzegovina ancorano la propria moneta all'euro all'interno di un sistema di *currency board*, mentre Croazia, ex Repubblica jugoslava di Macedonia e Jugoslavia influenzano i rispettivi tassi di cambio nei confronti dell'euro. Nel Mediterraneo, Marocco e Tunisia attribuiscono all'euro un ruolo importante nell'attuazione delle politiche di cambio, sebbene le autorità stiano discutendo il passaggio a politiche più flessibili. Nelle due zone monetarie del franco CFA, l'euro ha sostituito il franco francese come moneta ancora.

In diversi paesi confinanti, le famiglie utilizzano l'euro come moneta parallela, sia sotto forma di contante che come depositi bancari denominati in euro. Ad agosto 2002, dei 25 miliardi di euro spediti verso destinazioni esterne all'area, si stimava che almeno un quinto circolasse nei Balcani dove le banconote

<sup>2</sup> *Communauté Financière de l'Afrique nell'Africa occidentale e Coopération Financière Africaine nell'Africa centrale.*

<sup>3</sup> *Bahrain, Kuwait, Oman, Qatar, Arabia Saudita ed Emirati Arabi Uniti.*

in euro sono utilizzate come riserva di valore e come mezzo per effettuare pagamenti di importi rilevanti. Inoltre, la regione dei Balcani registrava anche un grado elevato di sostituzione delle attività finanziarie: ad esempio, alla fine del 2001 i depositi denominati in euro rappresentavano l'80 per cento dei depositi totali in Jugoslavia, il 70 in Croazia e il 50 in Bosnia ed Erzegovina. Il livello di sostituzione della moneta e delle attività finanziarie rimane elevato, malgrado i notevoli progressi conseguiti negli ultimi anni nella stabilizzazione monetaria e finanziaria. Il Kosovo e il Montenegro sono casi particolari per quanto riguarda l'utilizzo del contante in euro: sono territori ufficialmente "eurizzati", ossia soggetti politici che hanno adottato l'euro come propria moneta ufficiale.

## **2.5 La cooperazione con l'Asia e il Pacifico e con l'America latina**

Negli ultimi anni, l'esperienza europea in materia di integrazione economica, finanziaria e monetaria ha suscitato anche l'interesse dei paesi asiatici e latino-americani. Di conseguenza, si è spesso chiesto alla BCE di condividere la propria esperienza nell'ambito di diverse iniziative tese a promuovere la cooperazione regionale nelle due aree. La BCE, a sua volta, ha seguito con attenzione gli andamenti economici di entrambe le aree e ha rafforzato le sue relazioni bilaterali con le autorità locali, soprattutto le banche centrali.

### **La cooperazione regionale in Asia e nel Pacifico**

Il vertice Asia-Europa (*Asia-Europe Meeting, ASEM*) – un importante consesso per la cooperazione tra gli Stati membri dell'UE e dieci paesi dell'Asia orientale – ha rappresentato, sin dal 1996, un'occasione unica per lo scambio di informazioni e per promuovere il dialogo sulle politiche economiche. Il 5 e il 6 luglio 2002, il Vicepresidente della BCE ha partecipato alla quarta riunione dei ministri delle finanze di Asia-Europa, svoltasi a Copenaghen, nella quale ha presentato una rela-

zione sul ruolo internazionale dell'euro e, in particolare, sul suo impiego sia nelle regioni dell'Asia orientale sia nelle regioni confinanti con l'UE. Durante i preparativi di questa riunione la BCE ha organizzato un seminario ad alto livello intitolato "Cooperazione regionale economica, finanziaria e monetaria: l'esperienza europea e quella asiatica", che si è tenuto a Francoforte il 15 e il 16 aprile 2002. Nel corso di questo seminario – svoltosi nell'ambito del Progetto di ricerca Kobe dell'ASEM, che promuove l'attività di ricerca interregionale – i funzionari dei ministeri delle finanze, delle banche centrali, delle agenzie governative, delle organizzazioni finanziarie internazionali e gli accademici delle due regioni hanno discusso di tre questioni generali che hanno rilevanza per la cooperazione regionale in Asia e in Europa. In primo luogo, sono stati affrontati gli aspetti connessi alla portata, alla sequenza e ai requisiti di base delle iniziative di cooperazione regionale, ponendo un'enfasi particolare sugli scambi e sugli investimenti diretti esteri. Si è poi passati a esaminare gli aspetti della cooperazione finanziaria regionale, in particolare l'efficienza, la solidità, la liberalizzazione e l'integrazione dei mercati finanziari asiatici ed europei. In tale contesto, si è svolto un dibattito più specifico sulle iniziative per potenziare la cooperazione finanziaria in Asia dopo la crisi del 1997-98. Infine, i partecipanti hanno discusso le possibili strategie di cooperazione in materia di politica monetaria e del cambio tra paesi che sono già impegnati in programmi di cooperazione regionale, focalizzando l'attenzione sugli insegnamenti che è possibile trarre dall'esperienza europea.

Nell'ambito delle relazioni bilaterali, tra le varie iniziative, sono state effettuate diverse visite nei paesi asiatici. Nel febbraio 2002, ad esempio, una delegazione della BCE – che comprendeva il Presidente e un membro del Comitato esecutivo – ha visitato la Cina. A seguito di tale viaggio, nel mese di settembre la BCE ha stipulato un Protocollo di intesa con la Banca centrale della Repubblica popolare cinese teso a promuovere la cooperazione bilaterale tra le due autorità. In questo contesto, quella banca centrale ha deciso di

istituire a Francoforte un proprio ufficio di rappresentanza che è stato inaugurato a dicembre.

### ***La cooperazione regionale in America latina***

Nell'ambito di un'iniziativa congiunta tra la BCE e il Banco de España, il 23 e il 24 maggio 2002 si è tenuto a Madrid un primo importante seminario delle banche centrali dell'Eurosistema e dell'America latina. La BCE aveva in precedenza ospitato a Francoforte, il 21 e il 22 marzo, un *workshop* preparatorio, a livello di esperti, il cui obiettivo era quello di migliorare il dialogo sulle politiche economiche e monetarie tra l'Eurosistema e le banche centrali latinoamericane e di avviare un confronto su temi di interesse comune. I dibattiti si sono concentrati su tre argomenti: l'integrazione regionale in America latina e in Europa, le politiche monetarie e di cambio e le questioni inerenti il settore finanziario.

Il processo di integrazione europea è stato giudicato rilevante dal punto di vista della politica economica per i paesi latinoamericani, sebbene l'esperienza dell'UE non possa costituire un modello per l'ulteriore avanzamento della cooperazione in quella regione date le diverse condizioni di partenza esistenti tra le due aree. Ciò nonostante, un insegnamento che quei paesi potrebbero trarre dall'esperienza dell'UE riguarda la sorveglianza regionale multilaterale, in quanto strumento per promuovere politiche macroeconomiche orientate alla stabilità, e le "migliori pratiche" messe a punto in altre aree specifiche della politica economica. In merito al secondo argomento, il dibattito si è concentrato sulle condizioni per il successo delle politiche monetarie orientate alla stabilità: politiche fiscali e strutturali adeguate, supporto istituzionale e necessità di tener conto degli andamenti dei tassi di cambio e delle relative aspettative. Infine, i partecipanti hanno discusso delle politiche e degli strumenti per aumentare la stabilità e la solidità dei sistemi finanziari nazionali nei paesi latinoamericani.





*Lo scrittore olandese Harry Mulisch legge estratti dal suo ultimo libro in occasione delle Giornate dedicate alla Cultura olandese nel mese di settembre 2002*



*Presentazione dell'opera dell'architetto spagnolo Antoni Gaudí durante le Giornate dedicate alla Cultura spagnola nel maggio 2002*

## **Capitolo VI**

# **L'allargamento dell'Unione europea**

## I Introduzione

Il Consiglio europeo di Copenaghen del 12 e 13 dicembre 2002 si è concluso con un accordo storico sull'allargamento dell'UE. Dieci paesi (Repubblica Ceca, Estonia, Cipro, Lettonia, Lituania, Ungheria, Malta, Polonia, Slovenia e Slovacchia) sono stati invitati ad aderire all'UE il 1° maggio 2004. Una volta firmato, nella primavera del 2003, il Trattato dovrà essere ratificato da tutti gli Stati membri dell'UE e dai dieci paesi elencati in precedenza, che intendono procedervi tramite referendum nazionali. L'adesione di altri due paesi (Bulgaria e Romania) è prevista per l'inizio del 2007. Dopo l'adesione all'UE, i nuovi Stati membri parteciperanno all'Unione economica e monetaria (UEM) con la qualifica di "paesi con deroga" e le rispettive banche centrali verranno integrate nel SEBC. Dopo che avranno conseguito una convergenza sostenibile, valutata secondo le procedure definite dal Trattato di Maastricht sulla base dei criteri ivi stabiliti, tali paesi adotteranno l'euro e le loro banche centrali entreranno a far parte dell'Eurosistema, che comprende la BCE e le BCN dell'area dell'euro.

Pur non essendo formalmente coinvolto nei negoziati per l'adesione, l'Eurosistema partecipa al processo di adesione per quanto attiene alle proprie aree di competenza. Tale partecipazione ha assunto la forma di un dialogo permanente, che comprende sia la dimensione politica sia quella tecnica, volto a sostenere i preparativi per l'integrazione delle nuove banche centrali nel SEBC e, in una fase successiva, nell'Eurosistema. Il dialogo riguarda problematiche economiche, giuridiche e istituzionali rilevanti ai fini delle attività delle banche centrali, oltre ad attività di cooperazione tecnica con le banche centrali dei paesi candidati in aree quali i sistemi di pagamento, gli aspetti giuridici e le statistiche.

L'Eurosistema partecipa inoltre al "Dialogo economico" tra l'UE e i paesi candidati, avviato nel dicembre 2000 dal Consiglio europeo con il coordinamento della Commissione europea. Il Dialogo economico si svolge a cadenza semestrale al livello dei ministri e del Comitato economico e finanziario (CEF). Questo dialogo ha un duplice scopo: innanzitutto esso mira a facilitare il processo di adesione mediante lo scambio di opinioni su questioni relative alla politica macroeconomica e alla stabilità finanziaria nella fase precedente l'adesione; in secondo luogo è volto far sì che i paesi candidati prendano dimestichezza con le procedure di sorveglianza multilaterale cui dovranno sottoporsi dopo il loro ingresso nell'UE.

In questo contesto, l'Eurosistema ha sviluppato attente analisi sugli aspetti economici, giuridici e istituzionali dei paesi candidati, concentrandosi particolarmente sull'andamento macroeconomico, le strategie di politica monetaria e del cambio e l'andamento del settore finanziario. Inoltre, la BCE ha avviato i preparativi per assicurare un ordinato svolgimento del processo di ampliamento del SEBC e, in una fase successiva, dell'Eurosistema. Fra questi preparativi figurano la raccomandazione della BCE relativa all'adeguamento delle modalità di voto nel Consiglio direttivo e la definizione di un Piano d'azione (*Master Plan*) per preparare la BCE all'allargamento. Questo capitolo presenta una sintesi di tali problematiche, ma non vincola in alcun modo la valutazione della convergenza che la BCE dovrà preparare, secondo quanto previsto dall'articolo 122, paragrafo 2, del Trattato, dopo l'ingresso dei paesi candidati nell'UE in vista della possibile adozione dell'euro da parte loro.

## 2 Principali aspetti economici, giuridici e istituzionali

Nell'ultimo decennio la maggior parte dei paesi candidati ha compiuto considerevoli progressi nella transizione verso l'economia di mercato e nel rafforzamento della stabilità

macroeconomica. Più di recente il processo di adesione all'UE ha contribuito ulteriormente ad ancorare le politiche economiche e a promuovere la stabilità nell'intera regione. A

questo proposito, gli aspetti più importanti per l'Eurosistema sono: a) la convergenza reale; b) la convergenza giuridica e istituzionale; c) la convergenza nominale; d) le strategie di politica monetaria e del cambio; e) l'evoluzione del settore finanziario. Tali aspetti sono presentati brevemente in questa sezione.

## 2.1 La convergenza reale

Nel 2002 la crescita del PIL in termini reali ha tenuto abbastanza bene nella maggior parte dei paesi candidati, nonostante l'indebolimento della crescita internazionale. Il ritmo dell'espansione economica è diminuito in alcuni paesi dell'Europa centro-orientale, in parte a causa dell'indebolimento dell'attività economica nel resto del mondo, ma è rimasto sostenuto negli stati baltici, anche grazie alla crescita vigorosa dell'economia russa. Di conseguenza, il profilo di crescita regolare osservato in tutti i paesi candidati dal 2000 è proseguito anche nel 2002, con un incremento medio del PIL nell'anno stimato intorno al 2,3 per cento (cfr. tavola 14). Nel complesso, la tenuta delle economie dei paesi candidati a fronte del rallentamento economico globale è stata sostenuta da una forte domanda interna, in parte stimolata dall'allentamento delle politiche di bilancio, e dall'aumento della

fiducia derivante dai progressi compiuti nella stabilizzazione macroeconomica.

Tuttavia, il grado di convergenza reale del reddito, cioè l'allineamento dei livelli di reddito pro capite con quelli dell'area dell'euro, è rimasto contenuto per i paesi candidati nel loro insieme. Il divario fra il PIL medio pro capite dei paesi candidati e quello dell'area dell'euro resta pertanto elevato: espresso in parità di potere di acquisto, il PIL medio pro capite dei paesi candidati è pari al 44 per cento di quello dell'area dell'euro, e la cifra è ancora inferiore se il PIL è misurato ai tassi di cambio correnti. Di conseguenza, rispetto alle dimensioni complessive della popolazione dei paesi candidati (pari al 35 per cento circa di quella dell'area dell'euro), il peso economico di questi paesi appare relativamente modesto (intorno al 7 per cento del PIL dell'area dell'euro). L'ampiezza del divario nei livelli del PIL, unitamente ai contenuti differenziali di crescita, indicano che il processo di convergenza reale potrebbe protrarsi ben oltre la data di adesione all'UE.

Il concetto di convergenza reale ai fini dell'integrazione nel mercato unico e, in un momento successivo, nell'area dell'euro, tuttavia, non si può ridurre al semplice allineamento dei livelli di reddito, ma implica anche una valutazione dei risultati conseguiti dai

**Tavola 14**

### Tassi di crescita del PIL

(in valori medi percentuali)

	Bulgaria	Cipro	Repubblica Ceca	Estonia	Ungheria	Lettonia	Lituania
1999	2,3	4,8	0,5	-0,6	4,2	2,8	-3,9
2000	5,4	5,2	3,3	7,1	5,2	6,8	3,8
2001	4,0	4,1	3,3	5,0	3,7	7,7	5,9
2002	4,0	2,2	2,2	4,5	3,4	5,0	5,0
1999-2002	3,9	4,1	2,3	4,0	4,1	5,6	2,7
	Malta	Polonia	Romania	Slovacchia	Slovenia	Totale paesi candidati <sup>1)</sup>	Area dell'euro
1999	4,1	4,1	-1,2	1,3	5,2	2,6	2,8
2000	6,1	4,0	1,8	2,2	4,6	4,0	3,5
2001	-0,8	1,0	5,3	3,3	2,9	2,7	1,4
2002	1,9	0,8	4,2	3,9	2,6	2,3	0,8
1999-2002	2,8	2,4	2,5	2,7	3,8	2,9	2,1

Fonte: Eurostat.

1) Media ponderata in base al PIL nominale del 1999.

## Tavola 15

### Indicatori di base per i paesi candidati

(2001)

	Abitanti (milioni)	PIL nominale (miliardi di euro)	PIL pro capite (euro) <sup>1)</sup>	PIL pro capite (in percentuale della media dell'area dell'euro) <sup>1)</sup>	Quota percentuale dell'industria sul PIL <sup>2)</sup>	Quota percentuale dell'agricoltura sul PIL <sup>2)</sup>	Tasso di disoccupazione (media del periodo)	Esportazioni verso l'area dell'euro (in percentuale sul totale delle esportazioni)
<b>Bulgaria</b>	8,0	15,2	6.506	28	23,0	13,8	19,3	51,5
<b>Cipro</b>	0,8	10,2	16.355	71	12,9	4,0	4,3	18,5
<b>Repubblica Ceca</b>	10,3	63,3	13.521	59	32,8	4,2	8,1	61,7
<b>Estonia</b>	1,4	6,2	9.995	43	22,7	5,8	12,2	41,5
<b>Ungheria</b>	10,2	57,8	11.839	51	27,1	4,3	5,6	68,6
<b>Lettonia</b>	2,4	8,5	7.719	33	18,7	4,7	12,1	30,2
<b>Lituania</b>	3,5	13,4	9.834	43	27,5	7,0	16,1	25,8
<b>Malta</b>	0,4	4,0	12.825	56	24,5	2,4	4,5	35,1
<b>Polonia</b>	38,6	204,1	9.127	40	24,1	3,8	18,1	59,0
<b>Romania</b>	22,4	44,4	5.868	25	28,5	14,6	8,0	62,0
<b>Slovacchia</b>	5,4	22,8	10.885	47	27,5	4,6	19,6	56,2
<b>Slovenia</b>	2,0	21,7	16.014	69	30,3	3,3	6,4	58,0
<b>Totale paesi candidati <sup>3)</sup></b>	105,2	471,6	10.255	44	26,2	5,4	13,1	57,6
<b>Area dell'euro</b>	306,6	6.827,7	23.090	100	22,3	2,4	8,0	50,4

Fonti: Commissione Europea, Eurostat e FMI.

1) In termini di parità di potere d'acquisto.

2) I dati per la Bulgaria si riferiscono al 2000.

3) Colonne da 3a a 8: medie ponderate in base al PIL nominale del 2001.

paesi candidati nel campo degli interventi strutturali necessari per rendere le strutture economiche più coerenti con quelle dell'area dell'euro e per migliorare l'integrazione economica con la medesima. È incoraggiante che i paesi candidati abbiano compiuto progressi considerevoli in questo senso e abbiano attualmente una struttura economica che, in termini di peso relativo di agricoltura, industria e servizi sul PIL, assomiglia sempre di più a quella dei paesi dell'area. In particolare, il settore agricolo si è ridotto a circa il 5 per cento del PIL, contro il 2 per cento circa nell'area dell'euro, mentre la quota del settore industriale, che rappresenta il 26 per cento del prodotto, è solo lievemente superiore a quella dell'area dell'euro (cfr. tavola 15). Dall'avvio del processo di transizione, i paesi candidati all'adesione hanno anche riorientato i propri scambi commerciali verso i paesi dell'area dell'euro, che sono oggi i loro principali partner commerciali. Di fatto, la quota degli scambi con l'area dell'euro della maggioranza dei paesi candidati è comparabile a quella degli attuali Stati membri dell'UE.

Malgrado tali risultati, sono necessari ulteriori progressi nelle riforme strutturali per completare la transizione e promuovere la crescita economica e la convergenza. In particolare, i paesi candidati dovranno proseguire nell'impegno verso la liberalizzazione dei prezzi, il miglioramento della *corporate governance*, il conseguimento di un più favorevole clima economico per gli investimenti e di sane prassi commerciali, nonché il rafforzamento della stabilità finanziaria. L'aumento della disoccupazione osservato negli ultimi anni indica, inoltre, la necessità di riforme del mercato del lavoro in alcuni paesi. Infine, gli obiettivi di risanamento dei conti pubblici previsti da alcuni paesi richiederanno ingenti misure fiscali nel prossimo futuro.

## 2.2 La convergenza giuridica e istituzionale

La convergenza reale deve essere accompagnata da riforme giuridiche e istituzionali, di importanza cruciale per le prospettive di

crescita dei paesi candidati nel medio termine. In particolare, le riforme giuridiche e istituzionali richiedono la creazione di istituzioni adeguate e l'adozione delle migliori prassi e standard internazionali in diversi settori (ad esempio della *corporate governance* e della normativa del settore finanziario). È incoraggiante che i paesi candidati all'adesione abbiano compiuto considerevoli progressi anche in questo campo. Ad esempio, come dimostrano gli indicatori della transizione della Banca europea per la ricostruzione e lo sviluppo (BERS), i paesi candidati hanno compiuto significative riforme nei campi della privatizzazione e della ristrutturazione delle imprese, dei sistemi di mercato e di commercio e delle istituzioni finanziarie.

Nell'ambito della convergenza giuridica e istituzionale, l'Eurosistema ha un forte interesse che i paesi candidati adottino e applichino tempestivamente l'*acquis communautaire* relativo alle sue aree di competenza. Tali aree riguardano, in particolare, l'indipendenza della banca centrale e altre norme relative al settore finanziario. Su richiesta dei governatori delle banche centrali dei futuri Stati membri, e in stretta collaborazione con questi ultimi, l'Eurosistema ha svolto accurate analisi sul livello annuale di conformità dei paesi candidati ai requisiti definiti dal Trattato.

Per quanto concerne l'indipendenza della banca centrale, gli statuti in vigore nei dodici paesi candidati sono stati analizzati in base ai criteri definiti nei rapporti sulla convergenza legale preparati dall'IME e dalla BCE (ossia l'indipendenza istituzionale, personale, funzionale e finanziaria) e alla luce dei pareri adottati dalla BCE nei casi in cui IME e BCE sono stati consultati sui progetti di legge nazionali in materie di loro competenza, in particolare, gli statuti delle BCN degli Stati membri. Tali pareri hanno contribuito alla revisione degli statuti delle banche centrali dei paesi candidati per conseguire una maggiore coerenza con le disposizioni del Trattato, gettando così le basi per la creazione di istituzioni indipendenti.

Le banche centrali e le istituzioni creditizie devono operare in un quadro giuridico solido.

Poiché l'*acquis communautaire* ha un impatto generale sul settore finanziario e sulle attività delle banche centrali, i nuovi Stati membri dovranno adeguarvisi fin dal momento dell'adesione. È per questo che l'Eurosistema si è concentrato sulla normativa in campo finanziario, e in particolare quella concernente la libera circolazione dei capitali, la regolamentazione dei mercati finanziari, le garanzie, i sistemi di pagamento, le procedure di insolvenza e le banconote.

Questa analisi complessiva ha offerto un valido supporto per le banche centrali dei paesi candidati nello svolgimento del proprio ruolo a livello nazionale, nel processo di adesione all'UE e ha contribuito, attraverso l'ulteriore approfondimento delle problematiche collegate all'indipendenza della banca centrale, ad assistere la Commissione europea nel quadro della sua partecipazione al processo di adesione.

### 2.3 La convergenza nominale

Durante l'ultimo decennio i paesi candidati hanno compiuto considerevoli progressi nella lotta contro l'inflazione. Di fatto, l'applicazione di programmi di stabilizzazione macroeconomica ha consentito di ricondurre l'inflazione da tassi a due cifre, o addirittura dall'iperinflazione, verso livelli relativamente bassi. Il processo di contenimento dell'inflazione è proseguito nel 2002 e, verso la fine dell'anno, il tasso di inflazione dei paesi candidati si collocava in media su livelli leggermente superiori rispetto a quelli dell'area dell'euro (cfr. tavola I6). In alcuni paesi candidati, tuttavia, tale processo ha tratto beneficio da fattori specifici quali il contenuto livello dei prezzi alimentari, ritardi inattesi nella deregolamentazione dei prezzi e l'apprezzamento delle rispettive valute. L'obiettivo di assicurare il contenimento dell'inflazione resta cruciale al fine di rafforzare un quadro economico favorevole alla stabilità dei prezzi, anche in vista dell'obiettivo finale dell'adozione dell'euro e, quindi, dell'obbligo di conformarsi ai criteri di Maastricht.

## Tavola I 6

### Inflazione al consumo

(indice armonizzato dei prezzi al consumo; in valori medi percentuali)

	Bulgaria	Cipro	Repubblica Ceca	Estonia	Ungheria	Lettonia	Lituania
1999	2,6	1,1	1,8	3,1	10,0	2,1	0,7
2000	10,3	4,9	3,9	3,9	10,0	2,6	0,9
2001	7,4	2,0	4,5	5,6	9,1	2,5	1,3
1° trim. 2002	8,2	2,2	3,4	4,4	6,2	3,3	2,7
2° trim. 2002	7,1	2,2	2,0	4,2	5,4	2,0	0,6
3° trim. 2002	4,6	3,8	0,3	2,9	4,5	1,0	-0,6
4° trim. 2002	3,4	2,9	0,1	2,9	4,8	1,6	-0,9

	Malta <sup>1)</sup>	Polonia	Romania	Slovacchia	Slovenia	Totale paesi candidati <sup>2)</sup>	Area dell'euro
1999	2,1	7,2	45,8	10,4	6,1	9,8	1,1
2000	2,4	10,1	45,7	12,2	8,9	11,9	2,1
2001	2,9	5,3	34,5	7,0	8,6	8,5	2,4
1° trim. 2002	3,8	3,5	27,0	4,6	7,9	6,4	2,5
2° trim. 2002	2,4	1,9	24,3	3,0	7,6	5,0	2,1
3° trim. 2002	1,5	1,4	21,4	2,5	7,4	4,0	2,1
4° trim. 2002	1,1	1,0	18,4	3,1	6,9	3,5	2,3

Fonti: Eurostat e dati nazionali.

1) Indice dei prezzi al consumo.

2) Media ponderata in base al PIL nominale del 1999.

Tuttavia, garantire bassi tassi di inflazione resta una sfida. Esistono infatti diversi fattori che potranno far aumentare i differenziali di inflazione fra i paesi candidati e l'area dell'euro, alcuni dei quali sono strettamente collegati al processo di transizione come gli effetti della liberalizzazione dei prezzi e della deregolamentazione. Inoltre, un incremento della produttività nel comparto commerciale maggiore rispetto a quello del settore dei servizi potrebbe portare, nei paesi candidati, a un aumento dei prezzi relativi dei servizi stessi e, in qualche misura, a un aumento dell'inflazione, un fenomeno spesso definito "effetto Balassa-Samuelson". Anche se la maggior parte degli studi, finora, sembra ascrivere a tale effetto solo una parte limitata dei differenziali di inflazione rispetto all'area dell'euro, ci sono evidenze della sua presenza nei paesi candidati<sup>1</sup>. È inoltre possibile che l'effetto Balassa-Samuelson diventi più significativo nei prossimi anni, se la crescita della produttività del settore commerciale dovesse aumentare, sostenuta, tra l'altro, dall'ingresso nell'UE. Alle pressioni inflazionistiche potrebbero contribuire anche altri fattori, quali una considerevole crescita dei salari riconducibile,

per esempio, a stringenti richieste di aumenti salariali, a radicate aspettative di inflazione o a un'indicizzazione dei salari sull'inflazione passata. Infine gli sconfinamenti di bilancio di recente registrati in alcuni paesi candidati potrebbero mettere a repentaglio i progressi di stabilizzazione e i guadagni di disinflazione così difficilmente conseguiti.

#### 2.4 Le strategie di politica monetaria e del cambio

I paesi candidati sono piccole economie aperte con un elevato grado di integrazione con l'area dell'euro. In questo contesto, la scelta della strategia di cambio è fondamentale, in quanto fornisce il quadro in cui la politica monetaria può continuare a essere orientata alla stabilità dei prezzi, consentendo il proseguimento della convergenza reale senza gli ostacoli posti da movimenti indebiti del tasso di cambio.

<sup>1</sup> Benes, J. et al. (2002), On the estimated size of the Balassa-Samuelson effect in five Central and Eastern European countries, a cura di M.A. Kovács, Banca nazionale di Ungheria, Working Paper 2002/5.

**Tavola 17****Strategie di politica monetaria e del cambio nei paesi candidati**

	Regimi di cambio <sup>1)</sup>	Valuta	Caratteristiche
<b>Currency board</b>			
Bulgaria	Currency board con l'euro	Lev bulgaro	In vigore dal 1997
Estonia	Currency board con l'euro	Corona estone	In vigore dal 1992
Lituania	Currency board con l'euro	Litas lituano	In vigore dal 1994; riferito al dollaro USA prima del febbraio 2002 e poi all'euro
<b>Cambio fisso con ancoraggio a una o più valute</b>			
Lettonia	Ancoraggio al DSP	Lat lettone	Banda di oscillazione del cambio $\pm 1\%$
Malta	Ancoraggio a un paniere di valute	Lira maltese	Paniere di riferimento (euro, dollaro USA, sterlina inglese): banda di oscillazione $\pm 0,25\%$
<b>Ancoraggio unilaterale all'euro con banda di oscillazione pari a <math>\pm 15\%</math></b>			
Cipro	Ancoraggio all'euro con banda di oscillazione pari a $\pm 15\%$	Lira cipriota	
Ungheria	Ancoraggio all'euro con banda di oscillazione pari a $\pm 15\%$	Fiorino ungherese	Regime di cambio combinato con <i>inflation targeting</i> : 2,5-4,5% entro la fine del 2003
<b>Fluttuazione controllata<sup>2)</sup></b>			
Romania	Fluttuazione controllata	Leu romeno	Un paniere di valute (dollaro USA, euro) è utilizzato informalmente come riferimento
Slovacchia	Fluttuazione controllata	Corona slovacca	
Slovenia	Fluttuazione controllata	Tallero sloveno	Ruolo preminente degli aggregati monetari; l'euro è utilizzato informalmente come valuta di riferimento
<b>Fluttuazione libera<sup>2)</sup></b>			
Repubblica Ceca	Fluttuazione libera	Corona ceca	<i>Inflation targeting</i> : 2-4% entro la fine del 2005
Polonia	Fluttuazione libera	Zloty polacco	<i>Inflation targeting</i> : 3% (con tolleranza di $\pm 1$ punto percentuale) entro la fine del 2003

Fonti: FMI e banche centrali nazionali.

1) Fonte: FMI, Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, 2001.

2) Classificazione dell'FMI.

Il ruolo dell'euro quale principale valuta di riferimento nei paesi candidati è aumentato negli ultimi anni. Gli esempi più recenti di tale evoluzione sono la Lituania, che nel febbraio 2002 ha ancorato il proprio regime di *currency board* all'euro, abbandonando il precedente riferimento al dollaro, e Malta che nello scorso agosto ha portato al 70 per cento il peso dell'euro nel paniere di monete di riferimento. Attualmente, i regimi di cambio in vigore nei paesi candidati coprono un'ampia gamma di strategie, dal *currency board* ai regimi di fluttuazione libera (cfr. tavola 17). Mentre i paesi che adottano un regime di cambio fisso (Bulgaria, Estonia, Lettonia, Lituania e Malta) orientano la loro politica monetaria in funzione dell'obiettivo di cambio, altri paesi adottano una strategia basata interamente su obiettivi di inflazione (Polonia

e Repubblica Ceca) oppure su fluttuazioni controllate (Slovacchia) o su un regime di cambio che prevede un ancoraggio unilaterale all'euro con una banda di oscillazione del  $\pm 15\%$  (Cipro e Ungheria). Infine, alcuni paesi hanno una politica monetaria che comprende anche obiettivi per gli aggregati monetari (Romania e Slovenia).

In generale, le politiche monetarie e del cambio dei paesi candidati hanno contribuito in modo efficace alla stabilità macroeconomica e al contenimento dell'inflazione, garantendo le condizioni necessarie a una crescita economica sostenibile. La gestione della politica del cambio, tuttavia, non è stata agevole nella maggior parte dei paesi, poiché essa ha dovuto fronteggiare il rischio di deterioramento della competitività esterna, flussi di

capitali crescenti e volatili e difficoltà connesse alla fissazione e al conseguimento degli obiettivi di inflazione, in economie in cui le condizioni di politica monetaria dipendono in modo significativo dal tasso di cambio. Inoltre, come in tutte le economie, la gestione della politica del cambio ha reso necessario mantenere un equilibrio adeguato fra le politiche monetaria, di bilancio e strutturale.

Per quanto attiene ai preparativi per la partecipazione all'UEM, il processo che si concluderà con l'adozione dell'euro continua a porre sfide notevoli. Eccessive fluttuazioni del cambio rispetto all'euro rischiano di ostacolare le relazioni commerciali e finanziarie con l'area dell'euro e di rallentare lo sviluppo di un'economia interna stabile. D'altra parte, un regime di cambio fisso può rendere più difficile l'avvio delle riforme necessarie a promuovere un ulteriore allineamento delle strutture economiche dei paesi candidati con quelle dell'area. I paesi hanno gestito in modo diverso tale contrapposizione, e ciò ha creato una significativa diversità dei regimi di cambio. Alcuni paesi candidati dovranno prevedere un adeguamento dei propri regimi di cambio al fine di renderli compatibili con gli AEC II, prima di aderire a tale meccanismo. Subito dopo l'adesione all'UE, essi dovranno compiere importanti scelte di politica economica riguardo ai tempi di ingresso e alle modalità di partecipazione agli AEC II, in linea con l'obiettivo delineato nella relativa risoluzione del Consiglio europeo. Tali scelte dovranno essere effettuate sotto l'esclusiva responsabilità dei paesi interessati, in linea con i principi stabiliti dal Trattato, quali l'obbligo di considerare la politica del cambio come materia di comune interesse. Sebbene gli AEC II siano centrali nell'ambito dei criteri di convergenza per la transizione all'euro, essendo la partecipazione al meccanismo per un periodo minimo di due anni una delle precondizioni per il passaggio alla moneta unica, essi hanno preminentemente la funzione di agevolare i paesi che vi aderiscano a orientare le proprie politiche verso obiettivi di stabilità e di rafforzare la convergenza.

## 2.5 L'evoluzione del settore finanziario

Anche per ragioni storiche, nei paesi candidati il settore finanziario è ampiamente dominato dalle istituzioni bancarie, a fronte di una tendenza a un minore sviluppo di altre componenti. La BCE ha interesse a un rafforzamento di questo settore per due ragioni principali. In primo luogo, la struttura e il funzionamento del settore finanziario hanno importanti implicazioni sugli andamenti macroeconomici. In particolare, l'esistenza di un sistema finanziario solido contribuirà a sostenere le riforme strutturali dell'economia reale, promuovendo l'aumento della crescita del prodotto potenziale e la convergenza del reddito reale con l'area dell'euro. In secondo luogo, la stabilità finanziaria dei paesi candidati è un prerequisito essenziale per una corretta conduzione della politica monetaria in un'area dell'euro allargata. Al contrario, un settore finanziario debole porrebbe significative sfide all'esercizio della politica monetaria, oltre che alla credibilità delle banche centrali e della loro azione a favore della stabilità dei prezzi.

Negli ultimi anni, e ciò è incoraggiante, sono stati compiuti importanti progressi nella ristrutturazione e nel consolidamento del settore finanziario. Il settore bancario ha beneficiato di una privatizzazione su ampia scala delle istituzioni di proprietà pubblica e di una sostanziale apertura degli assetti proprietari al capitale estero. Tale processo ha comportato una maggiore integrazione con la UE, anche grazie alla significativa partecipazione di banche dei paesi dell'Unione, e ha significativamente incrementato l'efficienza. Nondimeno, il processo di trasformazione dei sistemi finanziari è ancora lungi dall'essere completo e il grado di intermediazione finanziaria resta abbastanza contenuto, come evidenziano soprattutto il rapporto fra attività bancarie e PIL e quello fra credito interno e PIL (rispettivamente pari a circa un quarto e un terzo di quelli dell'area dell'euro). In alcuni paesi, inoltre, il settore bancario continua a risentire della significativa quota di prestiti in sofferenza e l'attività di prestito è ostacolata dalla debolezza della *corporate governance* e da una certa inefficienza dell'assetto giuridico.

## 2.6 Osservazioni conclusive

Dopo alcuni anni difficili di gestione macroeconomica all'inizio del periodo di transizione, i progressi compiuti dai paesi candidati in campo istituzionale e nel disegno delle politiche economiche appaiono sufficienti a consentire un'azione efficace a favore della stabilità macroeconomica. Nonostante il rallentamento globale, l'evoluzione economica è rimasta sostanzialmente positiva nel 2002 nella maggior parte dei paesi in questione; i differenziali di crescita con l'area dell'euro sono rimasti invariati, o sono addirittura aumentati, a fronte di una considerevole tendenza alla riduzione dell'inflazione. A tale risultato hanno contribuito scelte di politica monetaria e di strategia del tasso di cambio adeguate. Nondimeno, i

paesi candidati devono ancora affrontare alcune sfide: è necessario che la crescita economica e le riforme giuridiche e istituzionali proseguano senza cedimenti, al fine di accelerare il processo di allineamento del reddito reale; il processo di riduzione dell'inflazione deve consolidarsi, contemporaneamente alla liberalizzazione dei prezzi; il settore finanziario deve essere ulteriormente rafforzato. Un'altra importante sfida si pone per quanto attiene alle scelte di politica monetaria e di politica del cambio in vista dell'obiettivo finale di adozione dell'euro: sebbene, da un lato, sia necessario evitare ampie fluttuazioni rispetto all'euro, un certo grado di flessibilità del cambio può essere auspicabile al fine di consentire le ulteriori riforme necessarie per la piena partecipazione all'UEM.

## 3 I preparativi per l'adesione

### 3.1 I preparativi degli organi decisionali e dei comitati del SEBC

#### *Il Consiglio generale*

Nel settembre 2002 il Consiglio generale ha deciso di invitare i governatori delle banche centrali dei paesi candidati a partecipare alle proprie riunioni in qualità di osservatori fin dalla firma del Trattato di adesione. Tale decisione, in linea con l'approccio adottato dal Consiglio dell'IME nel 1994 con Austria, Norvegia, Finlandia e Svezia, mira a offrire ai governatori l'opportunità di prendere dimestichezza con le questioni trattate dal SEBC e con i relativi metodi di lavoro e favorirà la loro integrazione nel Consiglio generale nel 2004.

#### *I comitati del SEBC*

Al fine di promuovere un'ordinata integrazione delle banche centrali dei paesi candidati nel SEBC, il Consiglio generale ha deciso che, dopo la firma del Trattato di adesione, gli esperti delle banche centrali dei paesi candidati saranno invitati a partecipare in qualità di osservatori ai comitati del SEBC, ogniqua-

volta questi si riuniscano nella composizione SEBC.

#### *Il Consiglio direttivo*

L'adesione dei nuovi Stati membri all'area dell'euro porterà a un significativo ampliamento del Consiglio direttivo, il principale organo decisionale dell'Eurosistema. Al fine di salvaguardare l'efficienza e la tempestività del processo decisionale anche dopo tale evento, il Trattato di Nizza prevede una "clausola abilitativa", che consente la modifica delle modalità di voto del Consiglio direttivo della BCE (articolo 10.2 dello Statuto del SEBC) mediante l'aggiunta di un paragrafo 6 all'articolo 10 dello Statuto (intitolato "Il Consiglio direttivo"). Secondo la clausola abilitativa, la modifica dell'articolo 10.2 dello Statuto può essere deliberata con decisione unanime del Consiglio UE, riunito nella composizione dei capi di Stato o di governo, sulla base di una raccomandazione unanime della BCE e tenuto conto dei pareri del Parlamento europeo e della Commissione, oppure in virtù di una raccomandazione della Commissione, dopo aver consultato la BCE e il Parlamento europeo. La modifica adottata dovrà, quindi, essere ratificata dagli Stati

membri in conformità con le rispettive norme costituzionali. In una dichiarazione allegata all'Atto finale della Conferenza intergovernativa che ha definito il Trattato di Nizza, i governi degli Stati membri hanno espresso l'auspicio che una raccomandazione sull'articolo 10.6 venisse presentata al più presto possibile dopo l'entrata in vigore del Trattato. Nell'ultimo anno, il Consiglio direttivo ha svolto un'analisi approfondita delle opzioni possibili per un adeguamento delle proprie modalità di voto ed è giunto a una decisione unanime sulla modifica dell'articolo 10.2 dello Statuto, presentata al Consiglio UE come Raccomandazione (BCE/2003/1) nel febbraio 2003 (i contenuti di tale raccomandazione sono presentati in dettaglio nel capitolo XIII).

### **3.2 Il capitale della BCE e i tetti delle riserve valutarie**

Nel quadro dell'ampliamento, il Consiglio direttivo e il Consiglio generale della BCE hanno affrontato il tema dell'eventuale aumento del capitale sottoscritto della BCE e i limiti ai trasferimenti iniziali di attività di riserva in valuta dalle BCN alla BCE. Questa riflessione trae origine dal fatto che, ai sensi della normativa attuale, dopo l'ampliamento del SEBC, la BCE sarebbe stata costretta a restituire agli attuali membri una quota significativa del capitale sottoscritto. Inoltre, in mancanza di aggiustamenti, la BCE sarebbe anche costretta a restituire parte delle riserve valutarie dopo l'adozione dell'euro da parte dei nuovi paesi membri. Tale prospettiva sarebbe stata particolarmente inopportuna in un momento in cui si prevede che le attività operative della BCE e i costi collegati aumentino proprio per effetto dell'allargamento.

In maggior dettaglio, ai sensi dello Statuto del SEBC, il capitale della BCE (attualmente di 5.000 milioni di euro) è sottoscritto da tutte le BCN che partecipano al SEBC secondo uno schema di sottoscrizione che tiene conto della quota dei rispettivi paesi sulla popolazione e sul PIL della Comunità. Al fine di

assegnare una ponderazione alle nuove BCN quando entreranno nel SEBC, sarebbe stato quindi necessario ridurre le ponderazioni assegnate alle BCN attualmente partecipanti. Poiché si è deciso che secondo gli accordi vigenti le BCN dell'Eurosistema versino interamente le quote sottoscritte, a fronte del solo 5 per cento versato dagli Stati membri che non hanno ancora adottato l'euro, la correzione delle ponderazioni indotta dall'ingresso delle nuove BCN avrebbe portato alla riduzione dell'ammontare complessivo del capitale versato.

A questa situazione, i cui effetti si sarebbero concretizzati immediatamente con l'ingresso dei nuovi Stati membri nell'UE e delle loro BCN nel SEBC, rischiavano di aggiungersi distorsioni relative ai trasferimenti di attività di riserva in valuta nel momento in cui i nuovi paesi membri avessero adottato l'euro. Attualmente, il limite sui trasferimenti iniziali di attività di riserva in valuta alla BCE è fissato a 50.000 milioni di euro e i contributi delle BCN sono proporzionali alla quota di capitale sottoscritto. Pertanto, per consentire ulteriori trasferimenti proporzionali dalle BCN di tutti i futuri paesi membri dell'area dell'euro nel rispetto dei limiti attuali, la BCE dovrebbe restituire riserve alle attuali BCN dell'area.

Al fine di evitare tali conseguenze sfavorevoli dell'allargamento, gli organi decisionali della BCE hanno suggerito alla Commissione europea di assumere le misure necessarie ai fini di un emendamento tecnico dello Statuto del SEBC. Nell'ottobre 2002, il Consiglio Ecofin ha emesso una raccomandazione volta a introdurre, attraverso il Trattato di adesione, un nuovo paragrafo nell'articolo 49 dello Statuto, in virtù del quale il capitale sottoscritto della BCE e il limite sui trasferimenti iniziali delle attività di riserva in valuta dalle BCN possano essere aumentati con l'adesione dei nuovi Stati membri. Tali incrementi dovranno essere automatici e proporzionali alle ponderazioni delle BCN dei nuovi Stati membri nello schema di sottoscrizione così ampliato.

### 3.3 Il Piano d'azione

L'ampliamento del SEBC impone una revisione di molte delle funzioni della BCE e delle infrastrutture del SEBC, al fine di consentire a entrambi l'assolvimento delle proprie responsabilità e il conseguimento dei propri obiettivi.

La BCE ha iniziato a predisporre un Piano d'azione per l'adesione che fungerà da guida per la pianificazione, l'attuazione e il monitoraggio delle attività della BCE in tutte le aree funzionali, in preparazione dell'allargamento del SEBC e, in una fase successiva, dell'Eurosystema. Tale Piano d'azione si ispira a quello predisposto dall'IME al fine di predisporre il quadro organizzativo e logistico necessario al SEBC per svolgere i propri compiti nella Terza fase dell'UEM.

Molti dei progetti infrastrutturali, che hanno tempi di attuazione relativamente lunghi, sono già in corso e la BCE ha intrapreso alcune iniziative per aiutare le banche centrali dei paesi candidati ad acquisire dimestichezza con l'assetto del SEBC e a preparare la loro integrazione.

Le attività del Piano d'azione sono destinate ad accelerare ulteriormente nel 2003 e sono volte ad affrontare tutte le questioni rilevanti in modo tempestivo, per consentire un'ordinata integrazione delle banche centrali dei nuovi Stati membri nel quadro del SEBC, senza compromettere l'integrità operativa complessiva dei suoi sistemi.

### 3.4 La valutazione delle infrastrutture di pagamento e di compensazione e regolamento delle operazioni in titoli nei paesi candidati

In stretta collaborazione con le BCN e le banche centrali dei paesi candidati, nel 2002 la BCE ha compiuto una valutazione della sicurezza e dell'efficienza delle infrastrutture di pagamento, di compensazione e regolamento delle operazioni in titoli, nonché delle relative funzioni di sorveglianza nei dodici paesi candidati. Tale valutazione ha incluso incontri *in*

*loco* con le banche centrali dei paesi candidati, le altre autorità nazionali competenti, i gestori dei sistemi e gli operatori di mercato e ha interessato prevalentemente le questioni relative all'ingresso nell'UE, più che nell'area dell'euro. In particolare sono stati privilegiati aspetti quali l'uso di diversi strumenti di pagamento nonché l'adeguatezza dell'infrastruttura di mercato e dei più importanti sistemi per il trasferimento di fondi e il regolamento e la compensazione delle operazioni in titoli esistenti o in fase di costituzione nei rispettivi paesi. Il dibattito si è inoltre concentrato sul grado di automazione e standardizzazione, il grado di diffusione dei valori mobiliari e l'adeguatezza delle garanzie, il ruolo della banca centrale, le competenze, la capacità, gli obiettivi della sorveglianza.

Sebbene in tutti i paesi candidati esistano certamente margini di miglioramento, l'esercizio di valutazione è giunto alla conclusione che le relative infrastrutture di pagamento e di regolamento e compensazione delle operazioni in titoli non presentano problemi talmente gravi da ostacolare l'adesione all'UE. La BCE ha trasmesso a tutte le banche centrali dei paesi candidati raccomandazioni generali e specifiche su aspetti che possono essere oggetto di miglioramento. I risultati complessivi e le raccomandazioni risultanti da questo esercizio di valutazione sono stati comunicati alla Commissione europea per essere inclusi nel *Documento di strategia e relazione della Commissione europea sui progressi fatti da ciascuno dei paesi candidati verso l'adesione*, pubblicato nell'ottobre 2002.

### 3.5 L'accordo di riservatezza con le banche centrali dei paesi candidati

In previsione del prossimo ampliamento dell'UE e della conseguente ulteriore intensificazione della collaborazione fra il SEBC e le banche centrali dei nuovi Stati membri, è emersa la necessità di definire un accordo quadro sullo scambio di informazioni riservate fra il SEBC e le banche centrali dei paesi candidati. L'accordo è stato negoziato fra il SEBC e le dodici banche centrali dei paesi

candidati e sostituisce tutti gli esistenti accordi separati fra la BCE e alcune banche centrali dei paesi candidati. Esso è finalizzato ad assicurare che le parti applichino standard minimi comuni nella gestione delle informazioni riservate e si applica non solo ai documenti, ma in generale a tutte le informazioni che possono essere oggetto di scambio fra il SEBC e le banche centrali dei paesi candidati. Ciò è particolarmente rilevante dato che le banche centrali dei primi dieci nuovi Stati membri sono state invitate a partecipare ai comitati del SEBC in qualità di osservatori fin dalla firma del Trattato di adesione.

### **3.6 La cooperazione nell'area del monitoraggio sulla contraffazione delle banconote**

Con l'avvio delle attività del Centro di analisi della contraffazione e del Sistema di monitoraggio dei falsi, la BCE ha collaborato con le banche centrali dei paesi candidati a fini di prevenzione e lotta alla contraffazione dell'euro. In tale ambito, la valutazione della BCE mirava a individuare quelle banche centrali che, a livello nazionale, hanno un ruolo chiaro nelle indagini e nell'analisi delle banconote contraffatte. Sulla base di tale valutazione, cinque banche centrali sono state individuate quali possibili candidati per una prima cooperazione ed è stato predisposto un accordo-tipo di cooperazione. La BCE intende avviare tale cooperazione con tutte le banche centrali dei paesi candidati.

### **3.7 La cooperazione nelle attività di banca centrale**

Nel 2002 la BCE e le BCN dell'area dell'euro hanno continuato ad assistere le banche centrali dei paesi candidati nelle attività tecniche di preparazione per una loro ordinata integrazione nel SEBC e, in uno stadio successivo, nell'Eurosistema. In particolare, tale azione ha mirato ad aiutare le banche centrali dei paesi candidati a prendere dimestichezza con l'assetto funzionale e operativo del SEBC e dell'Eurosistema, nonché a offrire il sostegno di esperti in diversi settori fondamentali per le funzioni di banca centrale. La cooperazione in questo ambito fra l'Eurosistema e le banche centrali dei paesi candidati è rimasta intensa per tutto il 2002.

Nel 2002 sono state condotte oltre 300 attività di cooperazione tecnica, facendo salire a circa 1.000 il numero totale di attività di questo tipo dalla fine del 1999. Dal 1999 l'assistenza ha interessato settori quali i sistemi di pagamento, la convergenza giuridica e altre questioni collegate all'assetto giuridico del SEBC, le politiche e analisi economiche, le statistiche, la politica monetaria e l'assetto operativo, le valute, la sorveglianza, i principi contabili, le banconote in euro, il controllo interno, i sistemi informativi e la liberalizzazione dei movimenti di capitali. L'assistenza ha assunto modalità diverse, fra cui seminari e *workshop* specialistici, visite bilaterali a livello di esperti, consultazioni ad alto livello, corsi di formazione, *stage* e attività specifiche di assistenza. In diversi casi, gli esperti dell'Eurosistema e delle banche centrali dei paesi candidati hanno condotto analisi congiunte su questioni quali lo stato dei lavori di adeguamento della normativa per l'adesione all'UE, e questioni collegate ai sistemi di pagamento e di regolamento delle operazioni in titoli, i settori finanziari e diversi aspetti del quadro statistico.



estate 2002



*Mostra fotografica della BCE The Making of the  
€uro presso il Banco de España a Madrid e a  
Barcellona*

## **Capitolo VII**

### **La produzione e l'emissione delle banconote**

## **I L'introduzione delle banconote e delle monete in euro e l'evoluzione della circolazione**

Le banconote in euro sono emesse dalla BCE e dalle BCN dell'area. A partire dal 1° gennaio 2002, le banconote e le monete in euro sono state immesse in circolazione nei dodici paesi membri partecipanti quale nuova moneta per più di 300 milioni di cittadini europei, in sostituzione delle banconote e monete nazionali. Grazie al notevole lavoro preparatorio di tutti gli operatori professionali coinvolti e ai loro intensi sforzi, soprattutto durante il periodo di sostituzione nei mesi di gennaio e febbraio 2002, l'introduzione delle banconote e monete in euro si è svolta in modo ordinato. Il successo di questa operazione senza precedenti è stato anche determinato dall'atteggiamento positivo da parte del pubblico, che ha prontamente accettato le banconote e monete in euro all'inizio del 2002.

### **I.1 La consegna anticipata di prima e di seconda istanza delle banconote e delle monete in euro nel 2001**

Due importanti fattori che hanno contribuito all'ordinata sostituzione delle banconote e monete nazionali sono stati la consegna anticipata di prima istanza di elevati volumi di banconote e monete in euro alle istituzioni creditizie e quella di seconda istanza da parte di tali istituzioni di una "massa critica" di banconote e monete ai dettaglianti, durante gli ultimi quattro mesi del 2001. Da un punto di vista logistico, queste operazioni sono state fondamentali per il raggiungimento di uno dei principali obiettivi della sostituzione, quello di poter effettuare gran parte delle transazioni in contanti in euro a partire da metà gennaio 2002. Nel complesso, le BCN dell'area dell'euro hanno fornito 6,4 miliardi di banconote in euro, del valore nominale di circa 133 miliardi, alle istituzioni creditizie interne ed esterne all'area. Di conseguenza, i principali protagonisti della sostituzione del contante si sono trovati ben preparati all'introduzione delle banconote e monete in euro fin dal 1° gennaio 2002. Poiché le banconote di piccolo

taglio erano particolarmente necessarie per l'effettuazione di pagamenti, la consegna anticipata ha coperto, in volume, circa l'80 per cento del fabbisogno di questo tipo di banconote. Parallelamente sono stati predistribuiti circa 38 miliardi di monete metalliche in euro alle istituzioni creditizie, ai dettaglianti e, in misura minore, anche ai cittadini, con apposite confezioni, prima del 1° gennaio 2002, consentendo di coprire il 97 per cento del volume di monete necessario per la sostituzione.

### **I.2 L'introduzione delle banconote e delle monete metalliche in euro durante il periodo di sostituzione del contante**

Oltre ai volumi consegnati anticipatamente, l'Eurosistema ha emesso ulteriori 1,7 miliardi di banconote in euro, per un valore nominale di 67 miliardi, durante la prima metà di gennaio. Il 15 gennaio, il numero di banconote in euro in circolazione, comprensivo delle scorte detenute dalle IFM, ha raggiunto il livello massimo di 8,1 miliardi. In seguito, nonostante il continuo aumento in valore, il numero di banconote in euro in circolazione è sceso del 7,5 per cento, a 7,5 miliardi, il 1° marzo 2002, quando le banconote in euro sono diventate le sole ad avere corso legale nell'area. Ciò si potrebbe ricondurre al fatto che, nelle prime due settimane di gennaio, si era verificata una domanda molto elevata di banconote di piccolo taglio, a scopo precauzionale, in particolare per i tagli da 5 e 10 euro, da parte delle istituzioni creditizie e dei dettaglianti, per dare più facilmente il resto. Questa possibile spiegazione è confermata dal fatto che il numero di banconote da 5 euro in circolazione è sceso del 34 per cento tra la metà di gennaio e la fine di febbraio, mentre quello relativo al taglio da 10 euro è diminuito del 17 per cento. Nel medesimo periodo, invece, la domanda di banconote per tutti gli altri tagli era ancora in aumento.

In termini di valore, le banconote in euro in circolazione hanno continuato ad aumentare sensibilmente nei due mesi delle operazioni di sostituzione, crescendo dell'86 per cento, da 133 miliardi all'inizio di gennaio a 247 miliardi alla fine di febbraio. A tale data, le banconote in euro in circolazione erano già pari all'86,5 per cento del valore totale delle banconote in euro e nazionali in circolazione.

Durante le prime due settimane delle operazioni di sostituzione, considerato l'elevato volume di monete in euro consegnate anticipatamente alle banche e agli altri operatori professionali, per un valore di 12,4 miliardi di euro, il numero di pezzi in circolazione è cresciuto solo del 2,6 per cento. Come per le banconote, il numero di monete in euro in circolazione ha raggiunto il suo livello massimo il 15 gennaio 2002, con 38,6 miliardi di pezzi, per un valore nominale di 12,6 miliardi di euro, al netto delle scorte detenute dalle BCN. A metà gennaio, il numero delle monete in circolazione ha iniziato lievemente a decrescere e, alla fine del periodo di doppia circolazione, le monete in euro in circolazione erano 35,8 miliardi. Il valore delle stesse è diminuito dell'8,2 per cento tra la metà di gennaio e la fine di febbraio, attestandosi a 11,5 miliardi di euro.

### 1.3 L'evoluzione delle banconote e delle monete in euro in circolazione nel resto del 2002

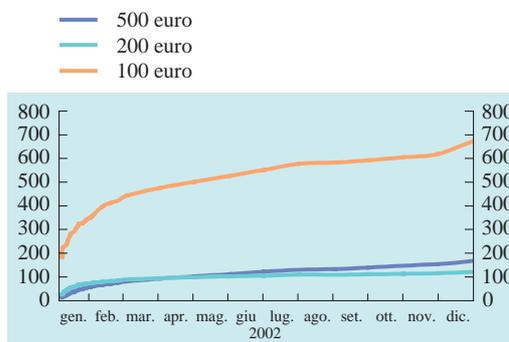
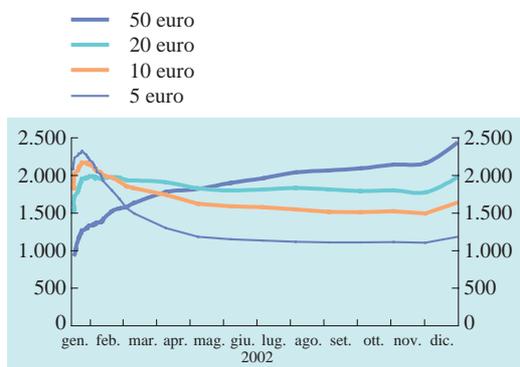
La lieve contrazione del numero di banconote in euro in circolazione è durata fino all'aprile 2002, quando è stato raggiunto il livello minimo di 7,2 miliardi di pezzi. Il numero delle banconote è moderatamente aumentato (del 13,8 per cento), fino a 8,2 miliardi alla fine dell'anno. Il valore delle banconote in euro in circolazione ha continuato a salire del 45,3 per cento tra marzo e dicembre 2002, fino a 359 miliardi di euro. Questa evoluzione è essenzialmente da ricondurre alla forte domanda di banconote di taglio elevato, in particolare da 500 e 200 euro. Includendo le restanti banconote denominate in monete nazionali ancora non rimborsate alla fine del 2002, il totale dei pezzi in circolazione era pari al 98 per cento del valore complessivo delle banconote nazionali in circolazione alla fine del 2000.

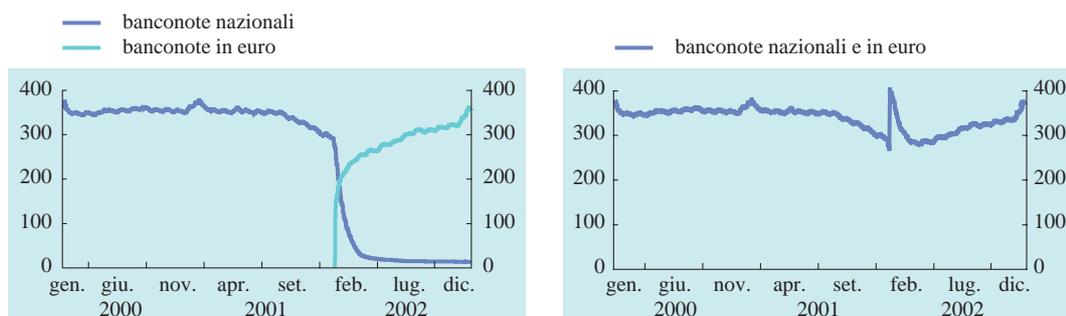
Analogamente all'andamento osservato per le banconote, il numero delle monete in euro in circolazione si è lievemente contratto fino ad aprile 2002, quando ha raggiunto il livello minimo di 34,7 miliardi di pezzi, per un valore nominale di 11 miliardi di euro. Successivamente, alla fine di dicembre, il numero è moderatamente salito a 40,0 miliardi, per un valore di 12,4 miliardi di euro.

**Figura 33**

#### Banconote in euro in circolazione nel 2002

(in milioni di pezzi)



**Figura 34****Banconote in circolazione nel periodo 2000-2002***(miliardi di euro)***1.4 Il ritiro delle valute nazionali**

La circolazione delle monete nazionali si è mantenuta relativamente normale fino alla metà del 2001, quando l'approssimarsi della sostituzione del contante ha dato l'avvio a un significativo rientro di queste banconote, che ha subito una brusca accelerazione nel settembre 2001 con l'inizio del periodo di consegna anticipata. Una parte significativa di questi flussi ha riguardato banconote di taglio elevato. Nel 2001 il valore delle banconote nazionali in circolazione è diminuito del 29 per cento da 380 a 270 miliardi di euro. Nello stesso anno, la circolazione delle banconote nazionali è scesa in volume da 11,7 a 9,6

miliardi di pezzi. Nei primi due mesi del 2002 sono state ritirate 6,7 miliardi di banconote nazionali, cioè il 70 per cento del numero di banconote nazionali in circolazione alla fine del 2001, con un flusso giornaliero di rientro compreso tra il 4 e il 6 per cento della circolazione nazionale. Ciò ha determinato una brusca contrazione del valore della circolazione delle banconote nazionali nei mesi di gennaio e febbraio, rispettivamente di 178 e 58 miliardi di euro. Nel resto dell'anno, il ritmo del flusso di rientro delle banconote nazionali ha subito un significativo rallentamento. Alla fine del 2002, il valore delle banconote nazionali non ancora ritirate era pari a 13,3 miliardi di euro.

**2. La produzione delle banconote e delle monete in euro****2.1 La produzione delle banconote in euro**

Dopo la positiva introduzione delle banconote in euro l'Eurosistema ha eseguito una revisione generale degli standard, delle metodologie e delle procedure di produzione, per il miglioramento della qualità e dell'efficienza del processo produttivo. Questa revisione ha tenuto conto dell'esperienza maturata dalle stamperie e ha anche considerato il flusso informativo di ritorno dal pubblico, dalle banche e dagli altri utilizzatori di banconote in euro. Sono stati anche valutati e attuati nuovi processi e tecniche di produzione per i successivi programmi produttivi, che hanno migliorato gli standard qualitativi delle stam-

perie. Inoltre, è stata posta maggiore enfasi sulla gestione complessiva, basata su standard industriali, delle questioni concernenti la salute, la sicurezza e la protezione ambientale, connesse con la produzione e l'uso di banconote. Infine, sono state costituite scorte dei materiali impiegati nel processo produttivo.

Questo processo di miglioramento continuo sarà applicato anche ai programmi di produzione futuri, per l'attuale serie di banconote e per quelle successive. Sono stati altresì definiti alcuni nuovi e migliori standard qualitativi da applicare alla produzione di banconote nel 2003.

## Tavola 18

### L'assegnazione della produzione di banconote nel 2002

Taglio	Quantità (in milioni di banconote)	Valore (in milioni di euro)	BCN incaricate della produzione
€5	1.131	5.655	FR, NL, AT, PT
€10	1.045	10.450	DE, GR, IE
€20	1.555	31.100	ES, FR, IT, FI
€50	742	37.100	BE, ES, NL
€100	307	30.700	IT, LU
Totale	4.780	115.005	

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 della produzione della quota di banconote in euro a essa assegnata, solo per un ridotto numero di tagli. Questo sistema di produzione, riducendo il numero delle stamperie produttrici per ciascun taglio, consente di assicurare una fornitura di banconote della stessa qualità e permette all'Eurosistema di beneficiare delle conseguenti economie di scala.

Lo scambio di banconote fresche di stampa tra le BCN non comporta pagamenti. Nel 2002 sono state ulteriormente migliorate le procedure di accettazione, controllo e revisione della produzione delle banconote in euro.

Il fabbisogno complessivo di nuove emissioni nel 2002 è stato pari a 4,8 miliardi di pezzi. Queste banconote sono destinate a fronteggiare l'aumento della circolazione, la sostituzione di banconote non più idonee alla circolazione, e assicurare che le BCN abbiano sufficienti scorte logistiche per soddisfare la domanda, anche in occasione di picchi stagionali.

Le scorte logistiche di banconote da 200 e 500 euro derivanti dalla produzione destinata all'introduzione della nuova moneta sono state ritenute sufficienti a coprire il fabbisogno nel 2002. La tavola 18 fornisce una panoramica dell'assegnazione delle quote di produzione alle BCN.

## 2.2 La gestione delle scorte e la costituzione di una Scorta strategica dell'Eurosistema

Si è ritenuto necessario esercitare un'azione di coordinamento, non solo per la produzione, ma anche per l'emissione delle banconote in euro. Da ciò è scaturito, tra l'altro, un accordo quadro relativo alla gestione delle scorte logistiche nell'ambito dell'Eurosistema.

Il Consiglio direttivo ha inoltre deliberato sulla produzione di banconote e sugli ulteriori accordi per la costituzione di una Scorta strategica dell'Eurosistema (*Eurosystem Strategic Stock*, ESS). Questa scorta è destinata a essere utilizzata in caso di carenza di quelle logistiche, di un aumento inatteso della domanda di banconote ovvero di un'improvvisa interruzione della fornitura delle banconote stesse. L'ESS è costituita dal 30 per cento del valore complessivo delle banconote in circolazione, nei tre tagli più elevati, e dal 20 per cento del numero delle banconote di taglio più piccolo in circolazione. L'ESS allo stato attuale è costituita da circa 1,74 miliardi di banconote.

La parte non utilizzata della Riserva centrale di banconote, realizzata per coprire i rischi di eventuali carenze durante la fase di sostituzione del contante, è stata trasferita all'ESS. Un'ulteriore quota dell'ESS sarà prodotta nel 2003, insieme alle banconote destinate a coprire il fabbisogno logistico delle BCN.

## 2.3 Il sostegno alla produzione delle monete in euro

I paesi membri sono responsabili della produzione delle monete in euro. La BCE svolge un ruolo di valutatore indipendente della qualità delle monete. Essa ha contribuito ad attivare e mantenere un sistema comune di gestione della qualità in tutte le zecche. Nel 2002 la produzione è continuata a un ritmo contenuto. La qualità delle monete è stata costantemente valutata con rapporti mensili, controlli ed esami di campioni di monete prelevati dalla produzione.

### 3 La politica comune dell'Eurosistema per la gestione del contante

L'introduzione delle banconote e delle monete in euro ha costituito una sfida per le BCN dell'area, caratterizzate da differenti tradizioni e prassi a livello nazionale per quanto concerne i servizi di cassa e i connessi aspetti logistici. Il Consiglio direttivo ha sottolineato più volte l'importanza di condizioni di parità concorrenziale per i servizi di cassa, intraprendendo alcune iniziative in questa area.

#### 3.1 La politica tariffaria dell'Eurosistema e l'approccio comune in materia di orari di apertura e di regole relative all'addebito e all'accredito per i servizi di cassa presso gli sportelli delle BCN

A partire dal 1° marzo 2002, è stata attuata una politica tariffaria comune per le operazioni di cassa effettuate dai clienti professionali agli sportelli delle BCN. Tale politica definisce diversi livelli di servizi:

- servizi gratuiti: cioè i servizi di base forniti da tutte le BCN, in considerazione del loro ruolo esclusivo di erogazione di contante all'economia;
- servizi soggetti a tariffazione: sono servizi aggiuntivi che le BCN possono decidere di offrire. In caso affermativo, per tali servizi facoltativi dovrà essere corrisposta una commissione, tenendo conto del fatto che essi possono essere offerti anche da soggetti terzi.

Il Consiglio direttivo ha altresì definito un approccio comune in materia di orari di apertura e di regole per l'addebito/accredito per servizi di cassa richiesti agli sportelli delle BCN. Le seguenti misure mirano a promuovere condizioni di parità concorrenziale:

- le BCN dovrebbero offrire la possibilità di depositare e di ritirare banconote e monete per un minimo giornaliero di sei ore almeno presso alcune delle proprie

strutture (la relativa articolazione di questo arco temporale andrà definita a livello nazionale);

- l'addebito/accredito delle operazioni di cassa entro l'intervallo temporale sopra menzionato dovrebbe avvenire al momento del ritiro/deposito fisico dei valori presso gli sportelli delle BCN;
- le BCN possono anche applicare misure connesse con il loro ruolo e con i loro compiti specifici svolti nei rispettivi paesi, per esempio in materia di estensione dell'orario di apertura dei servizi di cassa o di differimento degli addebiti o di anticipo degli accrediti, aspetti questi che, in termini di costi, per i soggetti terzi hanno lo stesso effetto dell'estensione degli orari di apertura.

#### 3.2 Fissazione dei criteri generali per l'utilizzo delle apparecchiature di introito e di esito del contante nell'area dell'euro

Come misura aggiuntiva, è stato concordato un approccio comune per l'utilizzo delle apparecchiature di introito e di esito del contante. Si tratta di unità operative indipendenti, utilizzabili autonomamente dalla clientela, che sono in grado di accettare, gestire e distribuire banconote. Questo processo interamente automatizzato non richiede più il controllo manuale delle banconote e abbrevia il ciclo di gestione del contante, riducendo, pertanto, i relativi costi in misura consistente.

In un incontro su questa tematica, al quale hanno preso parte le associazioni del settore creditizio europeo e i produttori, sono stati discussi gli aspetti organizzativi e tecnici connessi con l'utilizzo di tali apparati. Successivamente, il Consiglio direttivo ha approvato i criteri generali dell'Eurosistema per l'uso degli stessi da parte delle istituzioni creditizie e di altri soggetti dell'area dell'euro coinvolti nella verifica e distribuzione di banconote. Gli

elementi principali di questi criteri generali riguardano l'autenticazione delle banconote e i requisiti per la selezione in base alla loro qualità, con l'intento di evitare la reimmissione

in circolazione di banconote contraffatte o sospette o di quelle legittime che non sono più idonee alla circolazione, ad es. in quanto strappate o sporche.

#### 4 La protezione delle banconote in euro contro la contraffazione

Sebbene storicamente il numero dei biglietti falsi in circolazione non sia mai stato superiore a una modesta frazione del totale delle banconote in circolazione, l'Eurosistema si è comunque impegnato a proteggere le banconote in euro contro la contraffazione sulla base di standard molto elevati. Le banconote in euro sono state concepite e prodotte in modo da essere tra le più sofisticate al mondo in termini di protezione rispetto alla contraffazione. L'Eurosistema, inoltre, ha posto in essere una vasta campagna informativa sulle caratteristiche visive e di sicurezza delle nuove banconote, rivolta al pubblico e ai cassieri. La campagna è stata accolta positivamente, come dimostrano i risultati di un'indagine condotta nel 2002 e il numero di visite al sito Internet della campagna d'informazione. L'efficacia dei preparativi per la sostituzione del contante trova conferma nel fatto che nel 2002 la quantità di banconote in euro contraffatte è risultata pari soltanto a un quarto circa del totale dei falsi registrati nel 2001 quando avevano corso legale le vecchie valute.

L'Eurosistema ha introdotto nel 2002 un Centro di analisi della contraffazione che coordina l'immissione in una banca dati, realizzata presso la BCE, delle informazioni statistiche e tecniche sui biglietti in euro falsi provenienti dai Centri nazionali di analisi dell'Unione europea. Nel 2002 sono state registrate 167.118 banconote contraffatte, con la seguente distribuzione per taglio:

	€5	€10	€20	€50
Quantità	1.039	3.108	14.845	136.133
Percentuale	0,6	1,9	8,9	81,4
	€100	€200	€500	Totale
Quantità	10.307	1.525	161	167.118
Percentuale	6,2	0,9	0,1	100

Risulta evidente che il numero di banconote false da 50 euro è stato particolarmente elevato, in quanto la contraffazione di questo taglio rappresenta il miglior compromesso tra massimizzazione del valore ottenuto e minimizzazione della probabilità di un controllo attento degli esemplari contraffatti da parte del pubblico.

Riguardo alla distribuzione del fenomeno in corso d'anno, è stato appurato che il quantitativo dei biglietti falsi mostra, di norma, fluttuazioni stagionali, con picchi durante la stagione estiva. Questo andamento non è stato riscontrato nel 2002. Nella prima metà dell'anno, il numero dei falsi è stato particolarmente basso, probabilmente in quanto le banconote in euro, ancora considerate una novità, erano sottoposte ad attenta analisi da parte del pubblico ed avevano pertanto una bassa probabilità di essere contraffatte. Nella seconda metà del 2002 si è registrato un aumento del totale delle contraffazioni, attestatosi però su livelli ancora modesti rispetto ai valori storici.

La qualità delle contraffazioni, inoltre, è risultata in generale scadente. Sebbene siano state impiegate alcune tecniche ingegnose, non si sono scoperti falsi che non potessero essere individuati con il metodo basato sulle tre parole chiave "toccare, guardare, muovere" raccomandato dall'Eurosistema per il riconoscimento delle banconote autentiche. L'Eurosistema continua tuttavia a monitorare i progressi dell'industria grafica e a valutare le minacce che potrebbero derivare da contraffazioni insidiose. Di fatto, i recenti progressi della tecnologia hanno reso necessari concreti investimenti in ricerca e sviluppo da parte dell'Eurosistema come di altre autorità emittenti. Le banconote in euro contengono già una serie di elementi di sicurezza, tutti

finalizzati a rendere difficile la contraffazione e facile l'identificazione dei falsi.

Gli sforzi dell'Eurosistema in materia di ricerca e sviluppo sono al momento focalizzati sul mantenimento dell'integrità delle banconote per contrastare il rischio di contraffazioni. Essi sono indirizzati sia verso gli elementi tecnici alla base dei disegni delle future banconote, sia verso il miglioramento delle caratteristiche di sicurezza esistenti. Tale lavoro ha l'obiettivo di individuare i requisiti che le banconote in euro dovranno soddisfare in futuro. L'Eurosistema osserva attentamente gli sviluppi delle contraffazioni delle banconote in euro e quando necessario adotterà le contromisure adeguate.

Inoltre, l'Eurosistema ha continuato a contribuire alla cooperazione internazionale volta a scoraggiare la contraffazione. Nell'aprile 2002

la comunità internazionale ha ritenuto necessario individuare risorse aggiuntive a sostegno del collaudo e dell'applicazione della tecnologia di deterrenza della contraffazione. La BCE ha verificato la possibilità di ospitare un'unità tecnica a Francoforte. Il Consiglio direttivo si è espresso, nel giugno 2002, per l'istituzione dell'*International Counterfeit Deterrence Centre* (ICDC), di cui avrebbero fatto parte personale della BCE e funzionari di altre autorità emittenti. L'ICDC costituisce il punto di contatto tecnico internazionale per le autorità emittenti e per quelle coinvolte nella lotta contro la contraffazione; effettua inoltre test di scansione per verificare le misure di deterrenza a fronte di determinate attrezzature di riproduzione e funge da punto di riferimento tecnico. I dettagli finali sull'istituzione e il finanziamento dell'ICDC sono stati concordati nel dicembre 2002.



*Inaugurazione della Scuola europea  
a Francoforte sul Meno*



5 settembre 2002

## **Capitolo VIII**

### **I sistemi di pagamento e di regolamento delle transazioni in titoli**

## Introduzione

L'Eurosistema promuove il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento e regolamento attraverso l'offerta di servizi di pagamento e di regolamento delle transazioni in titoli, mediante la sorveglianza sui sistemi di pagamento e regolamento delle operazioni in euro e svolgendo il ruolo di "catalizzatore" del cambiamento.

Dal punto di vista operativo, il Sistema trans-europeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale (*Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system, Target*) ha funzionato in modo regolare nel 2002, senza evidenziare criticità e registrando un incremento a due cifre dell'attività sia in termini di volume che di valore. Sempre nel 2002 il Consiglio direttivo ha assunto decisioni strategiche sul futuro di Target e sul collegamento al sistema dei paesi candidati all'adesione. La progettazione di Target2 sarà definita dopo la consultazione con gli utenti.

Per quanto concerne il coinvolgimento operativo dell'Eurosistema nel campo delle operazioni in titoli, il modello di banche centrali corrispondenti (*correspondent central banking model, CCBM*), inizialmente progettato come una soluzione temporanea, ha continuato a essere il principale strumento per il trasferimento transfrontaliero delle attività stanziabili a garanzia e sarà ulteriormente potenziato. Gli sviluppi relativi all'uso di tali attività in Target per le operazioni di credito infragiornaliero e di politica monetaria sono analizzati nel capitolo II, sezione I.6 sulle attività stanziabili.

Nello svolgimento e nello sviluppo della funzione di sorveglianza, tutti i sistemi di pagamento di importanza sistemica operanti in euro sono stati valutati sulla base dei *Principi*

*fondamentali per i sistemi di pagamento di importanza sistemica* (BRI, Basilea, gennaio 2001), che nel febbraio 2001 sono stati adottati dal Consiglio direttivo come standard minimi. Nel 2002 sono state inoltre condotte delle consultazioni pubbliche sugli standard di sorveglianza da applicare ai sistemi di pagamento al dettaglio in euro e sugli obiettivi di sicurezza per la moneta elettronica. Con l'avvio nel settembre 2002 del sistema *Continuous Linked Settlement (CLS)*, la BCE svolge funzioni di agente di regolamento per i pagamenti in euro delle banche CLS ed esercita l'azione di sorveglianza in collaborazione con il Federal Reserve System, cui è stato assegnato il ruolo di autorità primaria di sorveglianza sul sistema.

Nel settore dei pagamenti al dettaglio, l'Eurosistema agisce da catalizzatore del cambiamento sostenendo le iniziative dell'industria bancaria per la costituzione di un'area di pagamento unica per l'euro, che consenta ai cittadini europei di eseguire i pagamenti in tutta l'area dell'euro con la stessa sicurezza, rapidità ed efficienza di quelli effettuati nell'ambito dei confini nazionali.

Per quanto riguarda i sistemi di compensazione e di regolamento delle transazioni in titoli, è proseguita la valutazione dei sistemi idonei al regolamento delle attività stanziabili a garanzia delle operazioni di credito dell'Eurosistema ed è stato monitorato con attenzione il processo di integrazione e consolidamento nel settore. È proseguita anche la cooperazione con il comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (*Committee of European Securities Regulators, CESR*) con l'obiettivo di sviluppare standard europei per le attività di regolamento e compensazione, sulla base delle raccomandazioni concordate a livello internazionale.

## I L'operatività dei sistemi di pagamento e regolamento dell'Eurosistema

### I.1 Il sistema Target

Target è strumento fondamentale per l'operatività del mercato monetario integrato dell'area dell'euro, che a sua volta rappresenta un prerequisito per l'efficace conduzione della politica monetaria unica. Nel 2002 Target, in continuità con gli anni precedenti, ha permesso il conseguimento degli altri due obiettivi per cui è stato concepito, ossia accrescere l'efficienza dei pagamenti transfrontalieri in euro e offrire un meccanismo affidabile e sicuro per il regolamento dei pagamenti domestici e transfrontalieri di importo rilevante.

Nel 2002 Target ha trattato, in valore, circa l'85 per cento del totale dei pagamenti in euro di importo rilevante (contro circa il 75 per cento nel 2001). Tale incremento è da ricondurre, tra l'altro, al processo di consoli-

**Tavola 19**

#### Pagamenti gestiti da Target \*)

Volume delle transazioni	2001	2002	var. perc.
<b>Pagamenti complessivi</b>			
Totale	53.663.478	64.519.000	20
Media giornaliera	211.274	253.016	20
<b>Pagamenti domestici</b>			
Totale	42.164.099	50.785.315	20
Media giornaliera	166.000	199.158	20
<b>Pagamenti transfrontalieri</b>			
Totale	11.499.379	13.733.685	19
Media giornaliera	45.273	53.858	19
<b>Valore delle transazioni (in miliardi di euro)</b>			
	2001	2002	var. perc.
<b>Pagamenti complessivi</b>			
Totale	329.992	395.635	20
Media giornaliera	1.299	1.552	19
<b>Pagamenti domestici</b>			
Totale	201.389	271.914	35
Media giornaliera	793	1.066	34
<b>Pagamenti transfrontalieri</b>			
Totale	128.603	123.721	-4
Media giornaliera	506	485	-4

\*) I giorni di operatività sono stati 254 nel 2001 e 255 nel 2002.

**Tavola 20**

#### Punte di massima attività in Target nel 2002

Volume delle transazioni	dati	giorno
<b>Pagamenti complessivi</b>	371.758	28 giu.
<b>Pagamenti domestici</b>	289.706	28 giu.
<b>Pagamenti transfrontalieri</b>	82.079	29 nov.
<b>Valore delle transazioni (in miliardi di euro)</b>		
<b>Pagamenti complessivi</b>	2.172	28 giu.
<b>Pagamenti domestici</b>	1.489	28 giu.
<b>Pagamenti transfrontalieri</b>	689	29 nov.

damento del settore, determinato dall'avvio di RTGS<sup>plus</sup> da parte della Deutsche Bundesbank con la conseguente chiusura del sistema ibrido Euro Access Frankfurt (EAF). Il continuo incremento del traffico transfrontaliero di Target segnala, inoltre, una riduzione del ruolo delle banche corrispondenti nell'area dopo l'introduzione della moneta unica. Nel 2002 aderivano a Target 1.560 partecipanti diretti e 2.328 indiretti; il numero complessivo di banche e filiali destinatarie di pagamenti era pari a circa 40.000.

#### L'operatività di Target

Nel 2002 i pagamenti medi giornalieri trattati dal sistema Target (transfrontalieri e domestici) sono stati 253.016, pari a un valore di 1.552 miliardi di euro, con un incremento del 20 per cento in termini di volume e del 19 per cento in termini di valore rispetto al 2001.

L'attività transfrontaliera di Target nel 2002 è stata pari, in valore, al 31 per cento del totale dei pagamenti gestiti dal sistema, a fronte del 39 per cento nel 2001; in volume è rimasta invariata al 21 per cento del totale. Le transazioni interbancarie sono state il 96 per cento, in valore, e il 54 per cento, in volume, dei pagamenti transfrontalieri; la quota rimanente è rappresentata da pagamenti per conto della clientela. Il valore medio dei pagamenti transfrontalieri interbancari è stato di 15,9 milioni di euro (contro 17,7 nel 2001), quello dei

pagamenti transfrontalieri per conto della clientela di 0,8 milioni di euro (contro 1,0 milioni nel 2001). Informazioni aggiuntive, anche con riguardo al traffico nei giorni di picco operativo, sono fornite nelle tavole 19 e 20.

Come già osservato nel 2001, gli aderenti a Target effettuano, di norma, i loro pagamenti nella prima parte della giornata. Entro le ore 13 viene regolato in Target oltre il 50 per cento del valore e circa il 75 per cento del numero dei pagamenti transfrontalieri. L'avvio dell'operatività di CLS in settembre ha accentuato tale tendenza, in quanto i pagamenti in euro tramite CLS devono essere effettuati fra le 7 e mezzogiorno. Il regolamento dei pagamenti nella prima parte della giornata contribuisce in misura sostanziale al regolare funzionamento di Target e alla riduzione del rischio di blocco del sistema (*gridlock*) nel caso di situazioni di carenza di liquidità a fine giornata.

Nel 2002 è stato adottato per la prima volta il calendario di lungo termine di Target. Fino a nuove indicazioni, i giorni di chiusura riguardano Target nel suo complesso, ossia anche i sistemi di regolamento lordo in tempo reale (*real-time gross settlement*, RTGS) nazionali. L'adozione di un calendario a lungo termine ha contribuito a eliminare per i mercati finanziari le incertezze collegate alle variazioni di calendario degli anni precedenti.

Il 18 novembre 2002 è divenuta operativa la nuova versione del software di Target. La revisione ha previsto essenzialmente interventi di manutenzione e la validazione del codice IBAN (*International Bank Account Number*) per i pagamenti per conto della clientela. L'uso dell'IBAN costituisce un prerequisito per la realizzazione di un sistema che consenta il trattamento completamente automatizzato (*straight-through processing*, STP) dei pagamenti per conto della clientela.

Il 27 novembre 2002 il Consiglio direttivo ha approvato alcuni nuovi indirizzi per l'indennizzo degli utenti di Target a fronte di malfunzionamenti del sistema. Tale regime di inden-

nizzo è basato sulle prassi di mercato esistenti e mira a compensare alcuni tipi di danni in modo rapido e standardizzato.

### **La disponibilità di Target**

La disponibilità di Target ha continuato a migliorare nel 2002 raggiungendo il 99,77 per cento. Il numero dei malfunzionamenti è diminuito ulteriormente, riducendosi del 6 per cento rispetto al 2001. Le misure di emergenza di Target sono state migliorate al fine di aumentarne ulteriormente l'efficienza, di soddisfare i requisiti previsti per i pagamenti di importanza sistemica e le esigenze poste dall'avvio di CLS, nonché in relazione alle indicazioni emerse dopo gli eventi dell'11 settembre 2001. I collaudi effettuati e il primo periodo di operatività hanno confermato la validità delle misure di emergenza adottate.

### **I rapporti con gli utenti di Target**

Nel 2002 la BCE e le BCN hanno proseguito il dialogo con gli utenti di Target. Come nell'anno precedente, sono stati organizzati incontri periodici dei gruppi nazionali di utenti (*Target user groups*). Inoltre, a livello di SEBC sono state organizzate due riunioni del gruppo di contatto sulla strategia per i pagamenti in euro (*Group on Euro Payments Strategy*, COGEPS). La BCE ha inoltre ospitato due riunioni congiunte del *Target Management Working Group* (TMWG) di rappresentanti SEBC e del *Target Working Group* (TWG) del settore bancario europeo al fine di intensificare a livello europeo il dialogo sulle questioni operative. Un rapporto costante con gli utenti assicura che alle loro esigenze sia prestata la giusta considerazione e che esse trovino un'adeguata risposta da parte dell'Euro-sistema.

### **Il processo di ampliamento dell'UE**

Il 24 ottobre 2002 il Consiglio direttivo ha deciso che le banche centrali dei paesi candidati all'adesione avranno la facoltà, ma non

l'obbligo, di collegarsi a Target non appena il loro paese aderisca all'UE. Per realizzare tale collegamento sono in corso di elaborazione con le banche centrali dei paesi candidati diverse opzioni che includono schemi tesi ad evitare ai paesi la necessità di realizzare proprie piattaforme RTGS in euro.

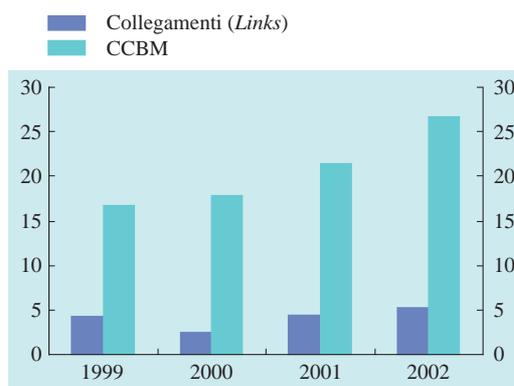
## Target2

Sempre il 24 ottobre il Consiglio direttivo ha assunto una decisione strategica circa l'evoluzione della prossima generazione del sistema Target (Target2). Il principale obiettivo dell'Eurosistema è di assicurare che Target evolva verso un sistema che (a) risponda meglio alle esigenze della clientela offrendo un livello di servizio ampiamente armonizzato; (b) garantisca l'efficienza in termini di costi; (c) consenta un rapido adeguamento agli sviluppi futuri, compreso l'ampliamento dell'UE e dell'Eurosistema. In tale ambito le BCN continueranno a essere responsabili della gestione dei conti e dei rapporti con le istituzioni creditizie.

Target2, che si prevede diventerà operativo non prima della seconda metà di questo decennio, sarà un sistema a piattaforme multiple, composto da piattaforme individuali e da una "piattaforma condivisa". Quest'ultima sarà una piattaforma tecnologica utilizzata in comune da un certo numero di banche centrali che hanno deciso di rinunciare a utilizzare le proprie piattaforme. Entro tre anni dall'inizio dell'operatività di Target2, sarà verificato se la piattaforma unica condivisa è in grado di soddisfare le esigenze di quelle banche centrali e delle rispettive comunità bancarie che non intendono mantenere una piattaforma individuale. Se del caso, potrà essere deciso di realizzare ulteriori piattaforme condivise per una fase successiva di sviluppo di Target2. Come nel sistema attuale, Target2 sarà un sistema per il regolamento in moneta della banca centrale dei pagamenti in euro prevalentemente di importanza sistemica e di importo rilevante. Inoltre, il sistema rimarrà aperto al regolamento degli altri pagamenti immessi dagli utenti. Target2 avrà un livello di

**Figura 3 5**

### Quote delle garanzie transfrontaliere in percentuale delle garanzie totali fornite all'Eurosistema



servizio molto più armonizzato rispetto al sistema attuale. Esso prevederà un nucleo di servizi fondamentali (*core services*), che saranno offerti da tutte le piattaforme, e che avranno un'unica struttura tariffaria per le operazioni domestiche e transfrontaliere. Tale struttura tariffaria sarà basata sul sistema RTGS *benchmark*, quello cioè con il costo medio per transazione più basso. Le BCN avranno la possibilità di fornire dei servizi aggiuntivi, definendone i prezzi in modo autonomo e separato. Il 16 dicembre 2002 è stata avviata una consultazione pubblica su Target2: *i principi e la struttura*.

## 1.2 Il modello di banche centrali corrispondenti

Il CCBM consente l'utilizzo transfrontaliero di attività stanziabili a garanzia nelle operazioni di politica monetaria e di credito infragiornaliero dell'Eurosistema. Pur essendo stato concepito nel 1998 come soluzione temporanea, in attesa che il mercato sviluppasse valide alternative, il CCBM ha continuato a rappresentare nel 2002 il principale strumento per il trasferimento transfrontaliero tra i paesi dell'Eurosistema delle attività stanziabili a garanzia. L'ammontare delle garanzie custodite tramite il CCBM è aumentato passando da 157 miliardi alla fine del 2001 a 194 miliardi di euro alla fine del 2002.

Solo raramente le controparti si sono avvalse dell'alternativa al CCBM per il trasferimento transfrontaliero delle garanzie, ossia i collegamenti diretti (*Links*) tra i sistemi di regolamento delle transazioni in titoli (SRT) idonei per le operazioni dell'Eurosistema. La figura 35 presenta l'andamento dei trasferimenti transfrontalieri di attività stanziabili tramite il CCBM e tramite i collegamenti diretti tra SRT, in percentuale delle attività fornite all'Eurosistema.

In risposta alle richieste delle controparti di mantenere il CCBM e di migliorare i tempi di esecuzione delle operazioni, nonché di estenderne gli orari operativi, il Consiglio direttivo

ha deciso di continuare a gestire il CCBM nel medio termine e di promuovere ulteriori miglioramenti. A tal fine, a livello di Eurosistema è stato deciso di prevedere, a partire dal 2004, un tempo massimo pari a un'ora<sup>1</sup> (*time benchmark*) per le procedure interne delle BCN. Alcune BCN hanno già avviato nel 2002 l'automazione di alcune procedure in occasione dell'adozione della nuova generazione di messaggi SWIFT. L'Eurosistema ha inoltre consultato le banche depositarie che effettuano operazioni CCBM al fine di approntare un codice di condotta per l'esecuzione delle relative transazioni da parte degli stessi depositari.

## 2 Gli aspetti generali in tema di sorveglianza sui sistemi di pagamento

Nel 2002 l'attività di sorveglianza dell'Eurosistema ha mirato, da un lato, ad assicurare la conformità dei sistemi di pagamento di importanza sistemica agli standard di sorveglianza esistenti, dall'altro a sviluppare degli standard di sorveglianza per i sistemi di pagamento al dettaglio. Nel 2002 l'Eurosistema ha avviato una valutazione di tutti i sistemi di pagamento di importanza sistemica nell'area dell'euro al fine di verificare la loro conformità ai *Principi fondamentali per i sistemi di pagamento di importanza sistemica*<sup>2</sup> ("Principi fondamentali"), comprendendo in tale processo la valutazione individuale delle componenti nazionali di Target. La valutazione di Target nel suo insieme è stata svolta dall'FMI nel 2001. La BCE riferirà su questo esercizio di valutazione nel 2003.

Nel gennaio 2003 il Consiglio direttivo ha deciso che con riguardo a Target le responsabilità operative e di sorveglianza debbano essere separate all'interno delle singole BCN e della BCE, come minimo a livello di esperti.

L'8 luglio 2002 è stata pubblicata, a fini di consultazione, una versione preliminare del documento *Standard di sorveglianza dei sistemi di pagamento al dettaglio in euro*. Esso valuta le implicazioni dell'applicazione dei Principi fon-

damentali ai sistemi al dettaglio. Mentre per i sistemi di pagamento di importanza sistemica è previsto il rispetto dei dieci Principi fondamentali, nel documento di consultazione viene espressa l'opinione che solo sei dei Principi sono talmente fondamentali da doversi applicare anche ai sistemi di pagamento al dettaglio rilevanti. Le reazioni alla consultazione sono state in genere positive e hanno fatto emergere un'ampia condivisione del metodo adottato. Particolare apprezzamento è stato espresso per l'approccio trasparente seguito dall'Eurosistema in materia di sorveglianza sui sistemi di pagamento al dettaglio; è stato inoltre auspicato che l'applicazione dei Principi fondamentali nei paesi dell'UE si basi su criteri armonizzati. I commenti, pubblicati sul sito Internet della BCE, saranno valutati al fine di individuare le possibili implicazioni per l'orientamento di *policy*.

Il 19 marzo 2002 è stato pubblicato, a fini di consultazione, il rapporto sugli obiettivi di sicurezza per i sistemi di moneta elettronica

<sup>1</sup> Trenta minuti per la banca centrale del proprio paese (home central bank) e trenta minuti per quella corrispondente (correspondent central bank).

<sup>2</sup> Principi fondamentali per i sistemi di pagamento di importanza sistemica, Banca dei regolamenti internazionali, Basilea, gennaio 2001.

(*Electronic Money Systems Security Objectives*, EMSSO), contenente un elenco degli obiettivi di sicurezza per gli schemi di moneta elettronica. Tali obiettivi sono incentrati sull'affidabilità complessiva e la sicurezza tecnica degli schemi, al fine di accrescere la fiducia del pubblico in questi sistemi, garantire ai diversi schemi la piena parità concorrenziale e promuoverne l'interoperabilità. L'approccio generale è stato accolto favorevolmente e i commenti ricevuti sono tuttora in fase di

esame. Una versione aggiornata del rapporto è stata pubblicata nel febbraio 2003.

Insieme alle BCN degli Stati membri che non hanno ancora adottato l'euro, l'Eurosistema sta analizzando, inoltre, gli sviluppi in atto nell'attività di *correspondent banking* in euro, nell'ottica di ottenere informazioni sull'evoluzione complessiva dei servizi di pagamento in euro, e non solo di quelli all'interno dei sistemi interbancari consolidati.

### 3 I sistemi di pagamento all'ingrosso

#### 3.1 L'evoluzione degli altri sistemi di pagamento all'ingrosso in euro

Nel 2002 i quattro sistemi all'ingrosso che regolano su base netta i pagamenti in euro – ossia l'Euro I dell'Associazione bancaria per l'euro, il Paris Net Settlement (PNS) francese, il Servicio de Pagos Interbancarios (SPI) spagnolo e il Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järjestelmä (POPS) finlandese – hanno continuato a funzionare regolarmente.

Durante l'anno, il maggiore di questi sistemi, Euro I, ha trattato circa 134.900 transazioni al giorno per un valore medio giornaliero di 188 miliardi di euro. Il secondo, PNS, ne ha trattate circa 29.700 con un valore giornaliero medio di 78 miliardi di euro. I quattro sistemi nel loro insieme hanno trattato circa i due terzi del volume e un sesto del valore dei pagamenti trattati in Target.

In linea con le tendenze recenti, il numero di pagamenti per conto della clientela è aumentato ancora in tutti i sistemi. Tuttavia, poiché questi sono tipicamente pagamenti di importo contenuto, l'importo medio dei pagamenti è diminuito e il valore complessivo dei pagamenti trattati è sceso di circa il 10 per cento.

#### 3.2 Continuous Link Settlement

Il 9 settembre 2002 è divenuto operativo il sistema CLS progettato per il regolamento

delle operazioni in cambi<sup>3</sup>. CLS ha significativamente ridotto i rischi di regolamento associati a tali transazioni attuando il regolamento sui conti della CLS Bank delle operazioni in valuta su base "pagamento contro pagamento" (*payment-versus-payment*)<sup>4</sup>. Nei confronti di CLS la BCE svolge una duplice funzione: partecipa all'azione di sorveglianza ed è agente di regolamento.

La sorveglianza sul sistema CLS si svolge secondo lo schema della sorveglianza cooperativa stabilito nel Rapporto Lamfalussy<sup>5</sup>, con il Federal Reserve System nel ruolo di autorità primaria di sorveglianza. Prima dell'avvio di CLS, le banche centrali delle valute trattate dal sistema hanno esaminato congiuntamente i rischi connessi all'inclusione delle loro monete. Al termine di questo esercizio la BCE è giunta alla conclusione che il sistema consentirebbe il regolamento sicuro ed efficiente delle operazioni in cambi in euro senza implicare rischi indebiti per i rispettivi mercati monetari e per i sistemi di pagamento e ha quindi approvato l'inclusione dell'euro tra le monete trattate dal sistema. Anche le altre banche centrali sono giunte alla stessa conclusione relativamente alle rispettive monete

3 Le valute attualmente trattate sono il dollaro statunitense, l'euro, lo yen, la sterlina, il franco svizzero, il dollaro australiano e quello canadese.

4 Per ulteriori informazioni, cfr. l'articolo CLS – obiettivi, principi generali e implicazioni, nel numero di gennaio 2003 del Bollettino mensile della BCE.

5 Rapporto del Comitato sugli schemi di compensazione interbancari delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci, BRI, novembre 1990.

e la Federal Reserve ha approvato l'avvio del sistema.

Per rafforzare la base giuridica della definitività del regolamento dei pagamenti in CLS, in luglio la Bank of England ha designato il sistema (di diritto inglese) ai sensi della normativa del Regno Unito di recepimento della Direttiva dell'UE sulla definitività del regolamento (*Settlement Finality*).

Nel regolare le operazioni nel sistema, le banche finanziano il proprio conto presso CLS nella moneta interessata tramite il rispettivo sistema RTGS. Per il regolamento dell'euro, la BCE ha aperto un conto a favore della CLS e tutti i pagamenti da e verso il sistema sono trattati attraverso il Meccanismo di pagamento della BCE (*ECB payment mechanism, EPM*) e, di conseguenza, via Target. Considerata la criticità temporale dei pagamenti in CLS, l'Eurosistema ha rafforzato le misure di emergenza relative a Target per contenere i rischi di malfunzionamenti operativi. Le relative procedure sono state sottoposte, nel 2001 e nel 2002, a collaudi effettuati in

ambiente di produzione con la comunità bancaria, che hanno avuto esito positivo.

A dicembre 2002 il valore giornaliero delle operazioni regolate in CLS ha raggiunto i 268 miliardi di dollari statunitensi, una cifra che si stima sia leggermente superiore al 22 per cento dell'operatività complessiva in cambi. Dopo il dollaro statunitense, che detiene una quota del 47 per cento, l'euro è la valuta più regolata in CLS (26 per cento). L'impatto sulla liquidità dei mercati in euro è stato contenuto, considerato che i pagamenti verso il sistema sono stati in media di soli 5,2 miliardi di euro al giorno e che la liquidità mantenuta in media sul conto di CLS presso la BCE nel corso della mattina (tra le 7 e mezzogiorno) è stata pari a circa 0,8 miliardi. CLS ha dato prova di buona stabilità operativa fin dall'avvio. Nell'estate 2003 si prevede di includere tra quelle trattate le valute svedese, norvegese e danese, nonché il dollaro di Singapore; più tardi nel corso dell'anno verranno inclusi anche il dollaro di Hong Kong e quello neozelandese.

#### 4 I servizi di pagamento al dettaglio

Dopo l'introduzione delle banconote e delle monete in euro e il *changeover* delle infrastrutture di pagamento, avvenuti il 1° gennaio 2002, l'attenzione e la domanda del pubblico si sono concentrate sull'ulteriore sviluppo dell'area di pagamento unica per l'euro. L'Eurosistema intende trasformare l'area dell'euro in un'area dei pagamenti al dettaglio molto competitiva, in grado di offrire ai propri cittadini mezzi e strumenti di pagamento efficienti e sicuri, ed ha quindi continuato a orientare le proprie politiche in materia di pagamenti al dettaglio verso il conseguimento di tale obiettivo. L'Eurosistema ha la possibilità di scegliere fra svolgere il ruolo di "catalizzatore" del cambiamento, usare la propria funzione di sorveglianza o prevedere un proprio coinvolgimento sul piano operativo. L'Eurosistema ha perseguito i propri obiettivi in stretta collaborazione e dialogo con la Commissione europea e l'industria bancaria europea.

Alla fine del 2001, il Parlamento europeo e il Consiglio hanno adottato il Regolamento (CE) n. 2560/01 relativo ai pagamenti transfrontalieri in euro, che obbliga le banche ad applicare ai pagamenti transfrontalieri di importo fino a 12.500 euro (50.000 euro a partire dal 1° gennaio 2006) le stesse commissioni di quelli effettuati nei confini nazionali. Il Regolamento è valido per i pagamenti tramite carta di credito e i prelievi bancomat dal 1° luglio 2002 ed entrerà in vigore per i bonifici transfrontalieri dal 1° luglio 2003.

In veste di catalizzatore del cambiamento, l'Eurosistema mira ad agevolare l'adattamento del settore bancario al nuovo ambiente creato dal regolamento. L'obiettivo è di promuovere la cooperazione fra le banche per la creazione di un assetto di governo, di standard e prassi operative e di un'infrastruttura tali da consentire alle banche di offrire

pagamenti al dettaglio efficienti e sicuri. Prima dell'adozione del Regolamento, nel novembre 2001, la BCE ha pubblicato il rapporto *Towards an integrated infrastructure for credit transfers in euro* per il Consiglio Ecofin in cui indica il sentiero che le banche dovrebbero seguire per rendere i bonifici transfrontalieri efficienti come quelli nazionali. La BCE ha esortato gli operatori di mercato a dotarsi di una struttura organizzativa autonoma per il governo del processo di adeguamento, in grado di essere vincolante per le banche, nonché a studiare la realizzazione di una possibile infrastruttura (una stanza di compensazione automatizzata, *automated clearing house*, ACH) paneuropea o una rete di ACH collegate che renda più efficiente il trattamento dei bonifici transfrontalieri.

Nel 2002 l'industria bancaria dell'UE si è mossa in questa direzione, istituendo il Consiglio europeo per i pagamenti (*European Payments Council*, EPC) e lanciando un progetto di ampio respiro a favore della creazione di un'area di pagamento unica per l'euro, in cui i cittadini possano effettuare i propri pagamenti a condizioni di facilità e convenienza uguali a quelli applicati ai pagamenti nazionali. L'Eurosistema sostiene attivamente tale progetto e la BCE partecipa ai diversi gruppi di lavoro dell'EPC in veste di osservatore. In questo contesto, è degna di rilievo l'iniziativa dell'Associazione bancaria per l'euro per lo sviluppo di un sistema di compensazione automatizzato per i bonifici interbancari in euro, denominato STEP 2. Il sistema dovrebbe avviare la propria operatività a metà 2003, diventando molto probabilmente il primo fornitore di un sistema di compensazione automatizzato paneuropeo conforme alle defini-

zioni dell'EPC. La BCE terrà sotto attenta osservazione gli avanzamenti delle iniziative per un'area di pagamento unica per l'euro, informando il pubblico sui risultati delle sue valutazioni.

La BCE ha anche espresso i propri commenti nell'ambito della consultazione pubblica sull'ipotesi di un nuovo assetto giuridico per i pagamenti al dettaglio nell'UE svolta dalla Commissione europea (*A possible legal framework for the Single Payment Area in the Internal Market*, MARKT/208/2001 – Rev. 1). L'Eurosistema intende seguire con attenzione i risultati ottenuti dall'industria bancaria, affinando la propria strategia alla luce dei progressi compiuti.

Il crescente uso delle nuove tecnologie di comunicazione e l'esigenza di meccanismi di pagamento specifici per il commercio elettronico hanno indotto una serie di sviluppi nell'area dei pagamenti elettronici. Il 19 novembre 2002 la BCE ha organizzato la conferenza *E-payments in Europe*, in cui esponenti del mercato e del mondo accademico hanno presentato le proprie opinioni sugli sviluppi in questo settore. Inoltre, è stato pubblicato il documento *E-payments in Europe – the Eurosystem's perspective* (BCE, settembre 2002) sia per poter raccogliere commenti dal pubblico sia per stimolare il dibattito alla conferenza.

In questo contesto, la BCE ha anche deciso, d'intesa con la Commissione europea, di rilevare la responsabilità dell'Osservatorio sui sistemi di pagamento elettronici (*e-Payments Systems Observatory*, ePSO), giunto a conclusione come progetto della Commissione europea.

## **5 I sistemi di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli**

Il SEBC ha un interesse di carattere generale al corretto funzionamento dei sistemi di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli. Infatti, un funzionamento non adeguato di tali sistemi potrebbe incidere sull'esecuzione delle operazioni di politica monetaria e

sul corretto funzionamento dei sistemi di pagamento. Malfunzionamenti negli SRT possono trasmettersi automaticamente ai sistemi di pagamento attraverso i meccanismi di consegna contro pagamento (*delivery versus payment*, DVP) usati nel trasferimento dei titoli e

del contante. Analogamente l'inabilità delle controparti centrali a effettuare la compensazione può impedire il regolamento delle transazioni in titoli.

L'Eurosistema svolge due ruoli. Da un lato, il Consiglio direttivo verifica la conformità degli SRT agli specifici standard definiti nel 1998 al fine di impedire che l'Eurosistema incorra in rischi durante l'esecuzione di operazioni di credito. Dall'altro, quest'ultimo segue attentamente il processo di integrazione e consolidamento nel campo della compensazione e del regolamento delle transazioni in titoli.

Inoltre, a livello europeo il SEBC collabora con le altre autorità responsabili della regolamentazione e della sorveglianza dei sistemi di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli.

Nel 2002 la BCE ha inoltre contribuito con propri commenti alla consultazione pubblica su compensazione e regolamento nell'UE avviata dalla Commissione europea.

### **5.1 La valutazione dei sistemi di regolamento delle transazioni in titoli**

Il 29 agosto 2002 il Consiglio direttivo ha aggiornato la valutazione degli SRT idonei al regolamento delle attività stanziabili a garanzia per le operazioni di credito dell'Eurosistema.

L'Eurosistema ha riconosciuto che gli SRT hanno compiuto ulteriori sforzi per migliorare la propria conformità agli standard. Al riguardo i sistemi SCLV/AIAF (Spagna), SCL Barcelona (Spagna), BOGS (Grecia) e Crest (Regno Unito) hanno introdotto il regolamento in tempo reale DVP in moneta di banca centrale.

Inoltre, è emerso che i requisiti dell'Eurosistema variano in funzione del metodo (di *pooling* o *earmarking*) adottato dalle BCN per il regolamento dei titoli nelle operazioni di credito. In linea di principio, gli standard preve-

dono l'adozione di meccanismi di consegna contro pagamento per eliminare il rischio di capitale. Tuttavia nei paesi in cui è adottato il sistema di *pooling*, le attività a garanzia sono tipicamente trasferite presso la banca centrale su base FOP (*free-of-payment*). È stato valutato che tali banche centrali non incorrono in rischi di capitale in quanto le attività sono trasferite prima che il credito venga erogato e sono restituite solo dopo che il credito è stato rimborsato. In ogni caso, la maggioranza degli SRT in tali paesi offre servizi su base DVP per le operazioni di mercato.

La valutazione si è concentrata in particolare sulle misure atte a garantire la continuità operativa dei sistemi. Essa ha confermato che gli SRT considerati idonei dispongono di procedure adeguate volte a garantire la ripresa dell'operatività in caso di disastro. Gli SRT stanno provvedendo ad aumentare la frequenza dei test per le loro attività di *backup*.

### **5.2 Il consolidamento dell'infrastruttura europea**

L'Eurosistema ha un preciso interesse all'integrazione delle strutture di regolamento delle transazioni in titoli a livello europeo. Il processo di consolidamento nel settore è ulteriormente proseguito nel 2002 con il consolidamento nazionale in Italia e Spagna e l'acquisizione dell'SRT del Lussemburgo da parte dell'SRT tedesco che ha generato il gruppo Clearstream. Il 19 settembre 2002 si è realizzata la fusione fra Euroclear, operante in Francia, Paesi Bassi e Belgio, e Crest (Regno Unito). L'adozione di un unico motore di regolamento per il gruppo Euroclear è attesa per il 2005.

### **5.3 La collaborazione con il Committee of European Securities Regulators**

Sulla base della decisione del 2001 del Consiglio direttivo e dell'organo decisionale del CESR, sono proseguiti i lavori del Gruppo di lavoro composto da rappresentanti del SEBC, del CESR e da un osservatore della

Commissione europea, nel campo degli SRT e delle controparti centrali. Il lavoro mira a stabilire standard a livello europeo per le attività di compensazione e regolamento sulla base delle *Raccomandazioni per i sistemi di regolamento delle transazioni in titoli* (BRI, Basilea, novembre 2001).

Al riguardo, il 15 marzo 2002 gli organi decisionali della BCE e del CESR hanno attivato una consultazione pubblica sui seguenti punti: la natura, l'ambito di applicazione e gli obiet-

tivi degli standard; i potenziali destinatari; le condizioni di accesso ai sistemi; i rischi e le debolezze; i cicli di regolamento; altri quesiti collegati alla struttura dei mercati. In generale, le parti consultate hanno accolto con favore l'iniziativa per standard comuni a livello europeo e hanno sottolineato la necessità di un coordinamento che assicuri un recepimento uniforme dei nuovi standard. Il Gruppo di lavoro ha proseguito l'analisi delle proposte di standard e prevede di avviare un'altra consultazione pubblica nel 2003.

## 6 Le altre attività

Nel luglio 2002 la BCE ha pubblicato il documento *Payment and securities settlement systems in the European Union: Addendum incorporating 2000 figures*, noto anche come "Libro blu". Tale documento costituisce un aggiornamento statistico della pubblicazione del 2001.

In agosto è stata pubblicata la seconda edizione del documento *Payment and securities settlement systems in accession countries* (anche

noto come "Libro blu dei paesi candidati all'adesione"). La pubblicazione descrive la situazione prevalente nel 2001 in ciascuno dei dodici paesi e contiene le statistiche relative al periodo 1997–2001.

Inoltre, sempre in agosto si è tenuto presso la BCE un seminario di tre giorni sui sistemi di pagamento e di regolamento delle transazioni in titoli, destinato ai banchieri centrali.

*Riunione del Consiglio direttivo presso la  
Eurotower il 26 settembre 2002*



## **Capitolo IX**

### **La stabilità finanziaria e la vigilanza**

## I Struttura, risultati e rischi nel settore bancario

Nel 2002 è stata ulteriormente sviluppata l'attività di monitoraggio sull'evoluzione del sistema bancario in ambito UE/area dell'euro. Una parte importante di tale attività è stata svolta sotto gli auspici del Comitato per la Vigilanza bancaria (BSC) del SEBC e si è incentrata su due filoni principali. Il primo filone riguarda l'analisi degli sviluppi strutturali in atto nell'industria bancaria, condotta con periodicità annuale. Il risultato di tale analisi, che prende in considerazione gli sviluppi strutturali rilevanti per le banche centrali e le autorità di vigilanza, traendo spunto anche da una serie di indicatori statistici di struttura la cui rilevazione è stata avviata di recente, è stato pubblicato per la prima volta nel 2002<sup>1</sup>. In tale ambito, il Comitato per la Vigilanza bancaria ha continuato a interessarsi di alcuni temi specifici, quali l'evoluzione del profilo della liquidità delle banche e il modo in cui questa viene gestita nel nuovo contesto determinato dall'introduzione dell'euro<sup>2</sup>. Il secondo filone si riferisce, all'analisi macroprudenziale, condotta su base periodica, della stabilità dei sistemi bancari. Le condizioni e i rischi per la stabilità bancaria vengono analizzati sistematicamente e due volte l'anno viene presentata una valutazione complessiva agli organi decisionali della BCE. Sono proseguiti i lavori sulle metodologie per la valutazione dell'esposizione delle banche al rischio di credito nei confronti di diversi settori e per la conduzione di analisi basate su prove di stress; è continuato l'impegno a migliorare la qualità e la portata delle informazioni disponibili a livello di UE. Fra le diverse tematiche analizzate, va ricordata in particolare quella dell'esposizione delle banche al rischio di contagio transfrontaliero. In aggiunta alle attività del Comitato per la Vigilanza bancaria, sono stati svolti lavori all'interno dell'Eurosistema per migliorare l'analisi delle questioni relative alla stabilità finanziaria, condotta in una prospettiva che abbraccia tutte le diverse componenti del sistema finanziario.

### **Le tendenze strutturali**

Due principali sviluppi del settore bancario dell'UE meritano particolare attenzione nel 2002: in primo luogo, gli sforzi di riorganizzazione delle banche in risposta alle accresciute pressioni su costi e ricavi; in secondo luogo, il rapido incremento dell'utilizzo di strumenti di trasferimento del rischio di credito (derivati di credito e strumenti di cartolarizzazione).

Per effetto delle perdite reddituali emerse a seguito dell'andamento sfavorevole del contesto economico e dei mercati finanziari nel 2001 e nel 2002 e dell'intensificazione della concorrenza, le banche dell'UE hanno sperimentato crescenti pressioni nella direzione di una riduzione dei costi. Molte banche si sono trovate ad affrontare una significativa diminuzione, iniziata nel 2001 e accentuatasi ulteriormente nel 2002, in alcune delle nuove tipologie di attività introdotte alla fine degli anni novanta (quali i servizi di *private banking*, di *investment banking* e di gestione patrimoniale). Diverse banche dell'UE hanno pertanto intrapreso ampi programmi di ristrutturazione, volti a tagliare i costi (incluse le spese per il personale), razionalizzare l'organizzazione e concentrarsi sull'attività principale. Sebbene gli sforzi di razionalizzazione siano diventati più intensi, i rapporti costi/ricavi delle banche dell'UE sono aumentati nel 2001. Tuttavia, per le banche con attività oltre i 100 milioni di euro questo rapporto è sceso nel primo semestre del 2002. Nel medio periodo, l'impegno delle banche in tale direzione dovrebbe cominciare a produrre ulteriori tangibili miglioramenti nell'efficienza. L'espansione nell'utilizzo di strumenti di trasferimento del rischio di credito, e in particolare dei derivati di credito, si è intensificata nel 2002. I derivati di credito sono il segmento dell'attività in strumenti derivati più

<sup>1</sup> Cfr. Banca centrale europea, Structural analysis of the EU banking sector, novembre 2002.

<sup>2</sup> Cfr. Banca centrale europea, Developments in banks' liquidity profile and management, maggio 2002.

recente e a più rapida crescita. Nonostante l'aumento delle insolvenze, si prevede che la loro crescita continuerà a ritmi molto rapidi. Secondo un recente studio dell'*International Swaps and Derivatives Association* (ISDA) il volume nozionale delle transazioni in derivati creditizi a livello mondiale ha raggiunto i 900 miliardi di euro alla fine del 2001, di cui circa il 35 per cento è imputabile alle banche dell'UE.

L'ulteriore sviluppo del mercato del trasferimento del rischio di credito potrebbe promuovere una più efficiente allocazione dei rischi tra le banche e le altre istituzioni finanziarie (in particolare le imprese di assicurazione). Le istituzioni finanziarie potranno inoltre determinare in modo più accurato il prezzo del rischio di credito e saranno in grado di gestirlo meglio. Tuttavia, potrebbero emergere nuove preoccupazioni per la stabilità finanziaria in relazione alla possibilità che la distribuzione del rischio di credito fra le istituzioni finanziarie diventi meno trasparente per i mercati e per le autorità di vigilanza. La vendita di strumenti di protezione dal rischio di credito è concentrata in misura significativa presso un numero limitato di banche e imprese di assicurazione. Questi strumenti potrebbero anche accrescere i rischi di contagio dalle imprese di assicurazione alle banche, nonché esporre le banche a significativi rischi legali e operativi. L'esatto ammontare del rischio trasferito dipenderà in larga misura dalle specifiche clausole contrattuali.

La crescita delle negoziazioni riguardanti il rischio di credito è stata accompagnata da progressi nei sistemi interni di valutazione di tale rischio in anticipazione del Nuovo Accordo di Basilea (cfr. l'ultima sezione di questo capitolo). Ciò ha spinto le banche ad allineare la determinazione del prezzo del credito al rischio sottostante e a migliorare l'allocazione interna del capitale. Le banche hanno inoltre fatto progressi in materia di valutazione e controllo dei rischi operativi, almeno in parte in risposta all'inclusione di tali rischi nel Nuovo Accordo di Basilea. Infine, l'integrazione, l'ampliamento e la mag-

giore liquidità dei mercati monetari in euro, l'introduzione di nuove tecnologie di pagamento e le innovazioni finanziarie hanno contribuito a migliorare la capacità delle banche di gestire il rischio di liquidità. Nel contempo, è aumentato il rischio di un prosciugamento improvviso della liquidità in situazioni di turbolenza dei mercati, poiché le banche stanno diventando più dipendenti dai mercati mobiliari. Il settore bancario ha cominciato a sviluppare metodi quantitativi più avanzati per la gestione del rischio di liquidità (ad esempio, modelli di liquidità a rischio), ma quest'area è ancora a uno stadio di sviluppo relativamente poco avanzato.

Alcune delle tendenze evidenziate nel Rapporto annuale 2001 sono ancora in atto. Le banche hanno continuato a espandersi nell'Europa centrale e orientale, che offre ancora significative opportunità di crescita. Si è avuta un'ulteriore espansione transfrontaliera all'interno dell'UE in seguito a fusioni e acquisizioni e all'istituzione di succursali e filiazioni, ma il ritmo dell'espansione è diminuito significativamente alla fine del 2001 e nel 2002. A fronte di condizioni di mercato più difficili, le banche hanno adottato un approccio più cauto nei confronti dei rischi associati alle operazioni di fusione e acquisizione, come mostra la netta diminuzione delle grandi operazioni di fusione e acquisizione nazionali e transfrontaliere nel settore bancario. Tra le banche minori che hanno perseguito obiettivi di riduzione dei costi, il ritmo del consolidamento interno è rimasto elevato.

Dall'introduzione dell'euro, l'integrazione all'interno del settore bancario è proceduta in modo disomogeneo e variabile a seconda delle aree di attività delle banche<sup>3</sup>. Per quanto riguarda le attività all'ingrosso e quelle connesse al mercato dei capitali, si rileva che quei mercati che erano in precedenza segmentati in base alle diverse valute nazionali (ad esempio l'attività di sottoscrizione dei titoli) si

<sup>3</sup> Per ulteriori informazioni, cfr. *Banking integration in the euro area, Occasional Paper della BCE n. 6, dicembre 2002.*

sono già in larga parte trasformati in un unico mercato integrato per l'intera area dell'euro. La forte concorrenza alimentata dall'entrata di intermediari finanziari internazionali ha ridimensionato in modo sostanziale il ruolo primario degli intermediari nazionali e ha ridotto le commissioni ricavate dalle sottoscrizioni. La frammentazione delle infrastrutture per la compensazione e il regolamento transfrontaliero delle transazioni in titoli rappresenta un ostacolo fondamentale alla negoziazione e all'offerta di servizi di gestione patrimoniale *cross-border*. Il processo di integrazione è stato nettamente più lento nel settore al dettaglio, a causa della natura fortemente locale di tali attività. Vi sono tuttavia crescenti collegamenti tra i mercati nazionali. In particolare, la partecipazione estera negli assetti proprietari nei sistemi bancari nazionali è già significativa (oltre il 20 per cento in termini di capitale delle banche per il complesso dell'UE).

### ***I risultati e i rischi***

La redditività delle banche dell'UE è diminuita nel 2001 e ancor più nella prima metà del 2002, a causa principalmente dell'aumento degli accantonamenti per perdite su crediti e della diminuzione dei ricavi diversi dagli interessi, che hanno rispecchiato condizioni di accresciuta debolezza nell'economia e nei mercati finanziari. Il rendimento sul capitale per il complesso delle banche dell'UE, al netto della deduzione delle imposte e delle voci straordinarie, è diminuito dal 12,4 per cento del 2000 al 10,1 per cento nel 2001; peraltro, tale livello di redditività risulta ancora in linea con i valori medi osservati nel periodo compreso tra il 1995 e il 1999<sup>4</sup>. La variazione della distribuzione è stata ancor più pronunciata: sono aumentati in maniera significativa il numero e il peso sul totale delle attività delle banche con una redditività del capitale inferiore al 5 per cento, mentre il numero di banche con una redditività del capitale molto elevata (superiore al 20 per cento) si è ridotto fortemente. Il ritmo di contrazione della redditività dei principali gruppi bancari è accelerato nel 2002.

Gli accantonamenti per perdite su crediti sono cresciuti significativamente durante il primo semestre del 2002 (e ancor più nel terzo trimestre) nei principali gruppi bancari per i quali sono disponibili dati trimestrali, come riflesso dell'accelerazione nel ritmo di accumulazione dei prestiti in sofferenza. Nei gruppi bancari con attività oltre i 100 miliardi di euro, il rapporto tra gli accantonamenti per perdite su crediti e gli utili (al netto degli accantonamenti) è aumentato del 25 per cento nel primo semestre del 2002. Su questo sviluppo hanno influito una maggiore frequenza dei fallimenti societari in diversi paesi dell'UE e il deterioramento del valore di alcune attività internazionali. Il reddito di molte grandi banche è stato colpito in particolare modo dalla riduzione dei proventi derivanti dai servizi di *investment banking*, che hanno risentito del forte rallentamento delle attività sul mercato primario e secondario dei capitali e del calo delle operazioni di ristrutturazione societaria. In seguito alle turbolenze dei mercati finanziari, le imprese hanno teso a ridurre il finanziamento azionario e obbligazionario e a limitare le operazioni di ristrutturazione societaria. I proventi derivanti dall'attività di *investment banking* hanno mostrato una dinamica crescente negli anni passati, arrivando a rappresentare una quota importante dei profitti delle grandi banche alla fine degli anni novanta e nel 2000. Le turbolenze dei mercati finanziari hanno inciso anche sulla propensione all'investimento in titoli e fondi comuni, assottigliando i proventi delle banche derivanti dalle attività di negoziazione e dalle gestioni patrimoniali.

Nel complesso, le turbolenze dei mercati finanziari hanno danneggiato le banche soprattutto attraverso la riduzione del reddito piuttosto che attraverso il canale della crescita dell'esposizione al rischio di credito e di mercato, poiché le posizioni in azioni detenute direttamente dalle banche sono generalmente limitate (pari, su base aggregata,

<sup>4</sup> I dati presentati in questa sezione sono stati raccolti dal Comitato per la Vigilanza bancaria e coprono il 99 per cento circa del settore delle istituzioni creditizie dell'UE in termini di totale attivo per l'esercizio finanziario 2001.

a circa il 4 per cento del totale di bilancio consolidato delle banche dell'UE). Per molte grandi banche il recente processo di diversificazione non ha prodotto i benefici auspicati, poiché diverse attività bancarie, incluse quelle internazionali, hanno avuto simultaneamente un andamento negativo. Le banche concentrate sull'attività al dettaglio e con forti sistemi di *franchising* nei mercati nazionali hanno riportato i risultati migliori nel contesto sfavorevole del 2001 e del 2002.

Grazie a livelli patrimoniali ancora in larga misura inalterati e al miglioramento delle tecniche di gestione del rischio, le banche sono state capaci di fronteggiare adeguatamente gli shock che hanno caratterizzato il contesto operativo. Il coefficiente patrimoniale calcolato su base aggregata per il complesso delle banche dell'UE è rimasto attorno al 12,0 per cento, ben al di sopra del valore minimo regolamentare. In alcune aree, tuttavia, dove l'andamento negativo delle condizioni congiunturali e dei mercati finanziari ha ulteriormente

depresso una redditività strutturalmente già debole, il settore bancario è stato obbligato a procedere ad aggiustamenti di natura strutturale. La capacità di reazione del settore bancario è stata sostenuta dall'assenza di squilibri sostanziali nei settori delle famiglie e delle imprese dell'UE. Tuttavia, l'incertezza sui mercati azionari ha ristretto lo spazio di manovra per ridurre gli elevati livelli di indebitamento in alcune aree del comparto delle imprese, in particolare nei settori tecnologico, dei mezzi di informazione e delle telecomunicazioni.

In sintesi, il settore bancario dell'UE ha mostrato una notevole robustezza a fronte degli andamenti sfavorevoli del 2001 e del 2002 e continua ad avere il potenziale per resistere a ulteriori shock. Tuttavia, è richiesta particolare attenzione da parte delle banche e delle autorità di vigilanza affinché vengano mantenuti margini patrimoniali adeguati in un contesto caratterizzato da un calo della redditività e da preoccupazioni sulla qualità di alcune attività.

## 2 Gli assetti istituzionali per la stabilità finanziaria e la vigilanza

Nel 2002 è continuato il dibattito sull'adeguatezza degli assetti istituzionali dell'UE per la stabilità finanziaria, stimolato anche dal lavoro svolto dal Comitato economico e finanziario (CEF) (cfr. il capitolo V). La vigilanza prudenziale continua a rimanere di competenza delle autorità nazionali, in conformità con il principio di sussidiarietà. Il lavoro del CEF<sup>5</sup>, tuttavia, ha indicato chiaramente che per far fronte alla crescente integrazione dei mercati finanziari la cooperazione dovrebbe essere sensibilmente rafforzata. L'attenzione del CEF si è inoltre incentrata sulle politiche necessarie a far progredire l'integrazione dei mercati finanziari nell'UE. Il rapporto sull'integrazione finanziaria (*Report on Financial Integration*), approvato nell'aprile 2002, ha sottolineato i benefici potenziali per le economie dell'UE di mercati finanziari pienamente integrati e ha individuato una serie di misure nell'ambito della regolamentazione e della vigilanza prudenziale per il raggiungimento di tale obiettivo. In particolare, il rapporto ha proposto

l'adozione di alcune misure volte a rimuovere le distorsioni e gli ostacoli provenienti da un'applicazione non uniforme della regolamentazione finanziaria nell'UE. Queste conclusioni sono in linea con i risultati di un rapporto di settore, preparato sotto l'egida della *European Financial Services Roundtable*<sup>6</sup>, che punta l'attenzione sulla necessità di una maggiore armonizzazione delle regole di tutela degli investitori, della coerenza tra le regolamentazioni nazionali e della convergenza delle prassi di vigilanza prudenziale.

I rapporti del CEF hanno messo in luce la necessità di una revisione completa degli

5 Quanto segue si riferisce alle conclusioni del Rapporto sulla stabilità finanziaria del CEF, pubblicato nell'aprile 2000 e ulteriormente perfezionato l'anno successivo in riferimento alla gestione delle crisi finanziarie.

6 F. Heinemann e M. Jopp, *The Benefits of a Working European Retail Market for Financial Services*, Europe Union Verlag, rapporto presentato alla European Financial Services Roundtable, 2002.

assetto istituzionali dell'UE in materia di regolamentazione, vigilanza e stabilità finanziaria al fine di migliorare l'efficacia delle strutture per la cooperazione. Nel dicembre 2002 il Consiglio Ecofin ha deciso di dare avvio a tale processo e ha incaricato il CEF di effettuare tale revisione. Il rapporto del CEF relativo agli assetti istituzionali dell'UE in materia di regolamentazione, vigilanza e stabilità finanziarie (*EU Arrangements for Financial Regulation, Supervision and Stability*) ha presentato una proposta di ampio respiro per la ridefinizione delle strutture di cooperazione. In particolare, il rapporto ha proposto di estendere a tutti i settori finanziari l'"approccio Lamfalussy", già applicato nel comparto dei titoli. Ciò implicherebbe l'adozione di un processo regolamentare più flessibile, in base al quale l'approntamento delle misure tecniche di attuazione della normativa sarebbe affidato a comitati di regolamentazione, composti da rappresentanti degli Stati membri nominati dai ministri competenti in base agli assetti istituzionali nazionali, assistiti da comitati di vigilanza. Questi ultimi avrebbero inoltre l'incarico di promuovere una maggiore uniformità nell'applicazione delle direttive comunitarie negli Stati membri e la convergenza delle prassi di vigilanza. I nuovi assetti istituzionali proposti sarebbero articolati secondo linee settoriali e prevederebbero specifici comitati di regolamentazione e di vigilanza per l'attività bancaria, per il settore mobiliare e gli OICVM, nonché per le assicurazioni e le pensioni. Verrebbe inoltre istituito un comitato di regolamentazione *ad hoc* per i conglomerati finanziari. Il *Financial Services Policy Group* in un formato rivisto (e ridenominato *Financial Services Committee*, FSC) svolgerebbe attività di consulenza e monitoraggio sulle politiche di sviluppo dei mercati finanziari a beneficio del Consiglio Ecofin. Il CEF sarebbe il foro responsabile per la preparazione delle discussioni sulla stabilità finanziaria in sede Ecofin e sarebbe assistito a tal fine dall'FSC. Nelle nuove strutture proposte viene anche riconosciuto un ruolo al Comitato per la Vigilanza bancaria del SEBC. In primo luogo, l'analisi strutturale e macroprudenziale condotta in seno al BSC potrà fornire un contributo alle discussioni sulla stabilità finanziaria in ambito

UE. In secondo luogo, il lavoro svolto dal BSC per formare un'intesa fra banche centrali e autorità di vigilanza bancaria in diverse aree di comune interesse può rappresentare un termine di riferimento per le nuove strutture nell'area dello scambio di informazioni riservate.

Dal processo di consultazione pubblica successivo all'approvazione da parte del Consiglio Ecofin di una versione preliminare del rapporto del CEF sono emerse due questioni principali: in primo luogo, l'importanza di un equilibrio istituzionale nel nuovo processo di regolamentazione; in secondo luogo, la necessità di disporre di procedure di consultazione con le parti interessate sui progetti di regolamentazione più strutturate e trasparenti. Da una prospettiva di banca centrale, tre punti sono d'importanza fondamentale. Il primo riguarda la partecipazione di tutte le banche centrali, incluse quelle senza dirette responsabilità di vigilanza prudenziale, nelle strutture per la cooperazione ai fini della vigilanza bancaria. Ciò è essenziale per la promozione della stabilità finanziaria, poiché le banche incorporano un certo potenziale di rischio sistemico e le tensioni del settore bancario hanno implicazioni immediate per le infrastrutture di pagamento e la gestione della liquidità. Il secondo punto si riferisce alla partecipazione di esperti tecnici nei comitati di regolamentazione per evitare di trasferire tutto il carico del lavoro tecnico sui progetti di regolamentazione ai comitati di vigilanza, che altrimenti sarebbero distolti dai loro importanti compiti nell'area delle prassi di vigilanza prudenziale. Il terzo punto fa riferimento alla necessità di una solida base tecnica nel lavoro sulla stabilità finanziaria, in relazione alla quale si riconoscono gli sforzi compiuti all'interno del BSC e di altre strutture del SEBC per il monitoraggio delle vulnerabilità del sistema finanziario dell'UE.

Nella prima parte del 2003 è stato raggiunto un consenso su due importanti accordi multilaterali, grazie all'azione promotrice svolta dal BSC. In primo luogo, è stato concordato un Memorandum d'intesa sulla cooperazione tra banche centrali e autorità di vigilanza in

situazioni di crisi. Questo accordo stabilisce dei principi per migliorare le procedure esistenti in materia di cooperazione e scambio di informazioni tra queste autorità in situazioni di crisi. In secondo luogo, è stato sviluppato un Memorandum d'intesa tra sette banche centrali dell'UE (quelle di Austria, Belgio, Francia, Germania, Italia, Portogallo e Spagna) che gestiscono una centrale dei rischi. Questo accordo consentirà di aprire le centrali dei rischi alle richieste di informazioni su base transfrontaliera.

Nell'ottica di fornire un maggior sostegno agli sforzi in atto a livello di UE, la BCE ha inoltre istituito una nuova Direzione Stabilità e vigilanza finanziarie. In stretta cooperazione con le altre aree interessate della BCE, la nuova Direzione sarà impegnata in lavori volti a fornire una panoramica generale delle questioni di stabilità finanziaria rilevanti per l'area dell'euro e seguirà da vicino gli sviluppi nella regolamentazione finanziaria, nella vigilanza prudenziale nonché negli altri settori delle politiche riguardanti i servizi finanziari.

Per quanto concerne gli assetti istituzionali per la regolamentazione finanziaria e la vigilanza nei singoli Stati membri, nel 2002 vanno ricordati i seguenti sviluppi. In Austria l'Autorità per i mercati finanziari ha iniziato a operare nell'aprile 2002 quale autorità di vigilanza responsabile per tutti i settori finanziari. È stato ulteriormente rafforzato il coinvolgimento della banca centrale in questa attività. Infatti, la banca centrale è strettamente coinvolta nel processo di vigilanza prudenziale, in particolare nelle visite ispettive per il controllo sui rischi di credito e di mercato, ed è inoltre incaricata di analizzare tutte le segnalazioni delle banche. In Belgio è stata rafforzata la relazione istituzionale fra la banca centrale, la commissione per le attività bancarie e mobiliari e l'autorità di vigilanza assicurativa, anche in termini di strutture di governo societario; i membri del consiglio della banca centrale avranno un seggio nel consiglio di amministrazione delle autorità di vigilanza e un nuovo Comitato per la stabilità finanziaria, presieduto dal governatore della banca centrale, avrà il compito di coordinare

la vigilanza del settore finanziario. Lo scopo di questa riforma è, tra l'altro, quello di sfruttare le sinergie in aree di interesse comune, quali la stabilità finanziaria, anche attraverso un utilizzo congiunto delle risorse disponibili. In Germania l'autorità di vigilanza di nuova istituzione (competente per i settori bancario, dei valori mobiliari e delle assicurazioni) ha iniziato a operare nel maggio 2002, mentre il coinvolgimento della Deutsche Bundesbank nella vigilanza prudenziale è stato rafforzato. In Finlandia è stato posto sotto esame l'assetto operativo dell'Autorità di vigilanza finanziaria nell'intento di migliorarne la funzionalità. In Francia è stata presentata una proposta di legge per istituire una nuova autorità, l'Autorità per i mercati finanziari, responsabile della regolamentazione e della supervisione dei mercati mobiliari. L'Autorità per i mercati finanziari riunirà le funzioni della commissione delle operazioni di borsa e del consiglio dei mercati finanziari, nell'intento di razionalizzare il quadro istituzionale per la regolamentazione e la vigilanza nel settore dei valori mobiliari. In Irlanda è proseguito il processo legislativo volto a istituire la *Irish Financial Services Regulatory Authority*, che sarà parte integrante ma autonoma di una banca centrale ristrutturata, la *Central Bank and Financial Services Authority* d'Irlanda. La nuova autorità di regolamentazione sarà responsabile della regolamentazione e della vigilanza di tutti i settori finanziari, incluse le questioni di vigilanza prudenziale e di tutela dei consumatori. Nei Paesi Bassi è proseguito il lavoro di attuazione della riforma istituzionale, basata su una distinzione funzionale tra le questioni di vigilanza prudenziale e quelle relative alla correttezza dei comportamenti. Un'autorità distinta sorveglia la correttezza dei comportamenti mentre la banca centrale e l'istituzione di vigilanza sulle imprese di assicurazione e sui fondi pensione sono responsabili per la vigilanza prudenziale. Fra le due autorità di vigilanza prudenziale è stata stabilita una cooperazione più intensa. I rappresentanti di ciascuna istituzione hanno un seggio nel consiglio di amministrazione dell'altra e nel dicembre 2002 è stata proposta ai ministri competenti la totale integrazione. Nel complesso, i suddetti sviluppi hanno portato al

consolidamento del numero di autorità di vigilanza, nonché a una revisione e nella maggior parte dei casi un rafforzamento del coin-

volgimento delle banche centrali nell'attività di vigilanza prudenziale.

### 3 La regolamentazione del settore bancario e finanziario

Nel 2002 la revisione della disciplina sull'adeguatezza patrimoniale è rimasta il tema principale nel campo della regolamentazione bancaria a livello internazionale e in ambito UE. A livello internazionale, il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB) ha intensificato gli sforzi volti a sviluppare e affinare ulteriormente i principali elementi dei tre pilastri della proposta di revisione dell'attuale quadro regolamentare, ovvero i requisiti patrimoniali minimi, il controllo prudenziale dell'adeguatezza patrimoniale e il rafforzamento della disciplina di mercato. Nel luglio 2002 il CBVB ha raggiunto un accordo su diverse questioni di rilievo per il perfezionamento del Nuovo Accordo di Basilea. L'intesa raggiunta concerne in particolare: un trattamento separato e distinto delle esposizioni delle banche nei confronti delle piccole e medie imprese (PMI); l'esecuzione di rigorose prove di stress per il rischio di credito nell'ambito del secondo pilastro da parte delle banche che adottano il metodo basato sui *rating* interni; la riduzione delle divergenze tra il metodo dei *rating* interni avanzato e quello di base; un trattamento patrimoniale per il rischio operativo più flessibile nell'ambito del primo pilastro; l'imposizione transitoria di un unico limite inferiore al requisito patrimoniale basato sul requisito di capitale stimato ai sensi della normativa attuale. Inoltre, il Comitato di Basilea ha confermato un calendario rivisto dei tempi previsti per l'approvazione dell'Accordo, in base al quale il terzo e ultimo documento di consultazione dovrebbe essere pubblicato nel secondo trimestre del 2003, mentre il Nuovo Accordo di Basilea sarà approvato nel quarto trimestre del 2003 ed entrerà in vigore a fine 2006. Nell'ottobre 2002 il CBVB ha avviato il terzo e ultimo studio di impatto quantitativo al fine di effettuare una valutazione approfondita dell'impatto delle nuove regole di Basilea prima della pubblicazione del terzo documento di consul-

tazione. I risultati del terzo studio di impatto quantitativo sono previsti per l'inizio dell'estate 2003. Nel 2002 è divenuto operativo l'*Accord Implementation Group*, una sottostruttura del CBVB incaricata di occuparsi dei problemi di attuazione dell'accordo.

A livello di UE, la Commissione europea ha intrapreso i lavori per la riforma della regolamentazione sull'adeguatezza patrimoniale delle banche e delle società di investimento in parallelo con quelli del Comitato di Basilea. Nel novembre 2002 la Commissione europea ha avviato a tale riguardo un dialogo di consultazione (il "dialogo strutturato") con il settore dei servizi finanziari e altre parti interessate. Come base per questo dialogo sono stati pubblicati una nota introduttiva e un documento di lavoro che presentano le riflessioni della Commissione in merito al nuovo quadro di regolamentazione comunitaria sull'adeguatezza patrimoniale delle banche e delle società di investimento. La Commissione intende pubblicare un terzo documento di consultazione agli inizi dell'estate 2003, ossia poco dopo il terzo documento di consultazione del CBVB, per procedere a una consultazione formale a livello di UE. Si prevede che successivamente, nel primo trimestre del 2004, la Commissione presenterà una proposta per una bozza di direttiva relativa ai requisiti patrimoniali per le istituzioni creditizie e le imprese di investimento che modificherà le disposizioni comunitarie esistenti. Il nuovo quadro regolamentare comunitario dovrebbe entrare in vigore contemporaneamente al Nuovo Accordo di Basilea alla fine del 2006.

In risposta a una richiesta formulata dal Consiglio europeo in occasione della sua riunione del marzo 2002 a Barcellona, alla Commissione europea è stata inoltre affidata la responsabilità di effettuare uno studio sugli

effetti attesi del nuovo schema patrimoniale in tutti i settori dell'economia europea, con un' enfasi particolare sulle PMI. L'obiettivo della Commissione è di concludere tale studio entro l'autunno 2003.

La BCE, che continua a fornire il proprio contributo al processo decisionale in questo ambito principalmente attraverso la partecipazione in qualità di osservatore nei comitati competenti, condivide l'indirizzo generale seguito finora dalla riforma della regolamentazione. Tra le altre iniziative, la BCE ha accolto con favore l'introduzione di prove di stress nell'ambito del secondo pilastro per le banche che optano per il metodo dei *rating* interni; ciò, unitamente alla decisione di ridurre l'inclinazione della curva dei coefficienti di ponderazione dei rischi relativi ai crediti verso le imprese (adottata dal CBVB nel novembre 2001) dovrebbe contribuire a ridurre l'ampiezza delle fluttuazioni dei requisiti patrimoniali nell'arco del ciclo economico. Se adeguatamente portato a compimento, il nuovo quadro dovrebbe svolgere un ruolo importante nel rafforzamento della stabilità finanziaria. Per quanto riguarda gli aspetti che interessano specificamente l'UE, si attribuisce un'importanza fondamentale alla definizione di un trattamento appropriato delle esposizioni delle banche nei confronti delle PMI e di un trattamento equo per le banche e le società di investimento di piccola e media dimensione, i cui requisiti patrimoniali dovrebbero essere commisurati allo specifico profilo di rischio. Inoltre, viene considerato importante promuovere la convergenza delle pratiche di vigilanza, che diventerà infatti un compito fondamentale del comitato di vigilanza bancaria di terzo livello.

Nel campo della regolamentazione finanziaria sono stati realizzati notevoli progressi nell'approvazione delle misure comunitarie previste dal Piano di azione per i servizi finanziari. In particolare, gli obiettivi prioritari fissati dal Consiglio europeo di Barcellona, che comprendono la direttiva sui conglomerati finanziari, la direttiva sugli abusi di mercato e il regolamento sugli standard contabili internazionali, sono stati quasi tutti raggiunti nel

2002. Questi progressi normativi sono stati accompagnati da una crescente consapevolezza dei benefici potenziali di un'ulteriore integrazione dei mercati finanziari (cfr. il capitolo V). Nel campo della regolamentazione del settore dei valori mobiliari, sono proseguiti i lavori nell'ambito dell'"approccio Lamfalussy" proposto dal Comitato dei saggi per la regolamentazione dei mercati mobiliari europei. La direttiva sugli abusi di mercato è stata la prima che ha distinto i principi fondamentali del quadro di riferimento (legislazione di primo livello) dai dettagli tecnici di applicazione (regolamenti di secondo livello) e che ha assegnato un ruolo di "comitologia" nell'adozione dei regolamenti di secondo livello al Comitato europeo dei valori mobiliari. In aggiunta, le proposte della Commissione per le direttive sui prospetti informativi e, in particolare, per la revisione della direttiva sui servizi di investimento si basano in larga misura sulla possibilità di fare ricorso a procedure normative del tipo previsto dall'approccio Lamfalussy. Il Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari di recente istituzione ha inoltre avviato, su richiesta della Commissione, i lavori tecnici sulle misure di attuazione per le direttive sugli abusi di mercato e sui prospetti informativi. La BCE partecipa in qualità di osservatore al *Financial Services Policy Group*, che ha l'incarico di monitorare i progressi conseguiti nell'attuazione del Piano di azione per i servizi finanziari. Inoltre, in conformità con i suoi compiti statutari, la BCE viene consultata in merito ai progetti di proposte di direttive nel campo della regolamentazione finanziaria, come nei casi delle direttive cui si è fatto sopra cenno.

La lotta contro il riciclaggio di denaro di provenienza illecita e il finanziamento del terrorismo è rimasta una questione prioritaria nel 2002. In questo campo vi sono stati tre sviluppi principali. In primo luogo, molti paesi hanno partecipato attivamente al processo per rendere operative le otto raccomandazioni speciali contro il finanziamento del terrorismo adottate dal Gruppo di azione finanziaria (*Financial Action Task Force, FATF*). In tale contesto, il Gruppo ha lavorato con

impegno per fornire un'interpretazione dettagliata di tali standard. In secondo luogo, esso ha avviato il riesame delle sue quaranta raccomandazioni sul riciclaggio dei proventi di attività illecite. Tra i temi oggetto della revisione sono compresi anche l'identificazione della clientela e la debita diligenza, la segnalazione di transazioni sospette, la regolamentazione e la vigilanza, le società veicolo e le attività e le professioni non finanziarie. In terzo luogo, l'FMI, la Banca mondiale e il Gruppo di azione finanziaria hanno sviluppato una metodologia comune per valutare il rispetto delle quaranta raccomandazioni da parte dei paesi. Gli standard del gruppo saranno aggiunti agli standard e ai codici sui quali si basa l'attività di sorveglianza dell'FMI e della Banca mondiale, che si traduce nella predisposizione dei Rapporti sull'osservanza degli standard e dei codici e nello svolgimento dei Programmi di valutazione del settore finanziario. La BCE partecipa al Gruppo di azione finanziaria in qualità di osservatore.

Nel campo delle procedure contabili, il comitato internazionale sugli standard contabili (*International Accounting Standards Board*, IASB) ha intrapreso un'opera di modernizzazione e miglioramento degli standard contabili internazionali (*International Accounting Standards*, IAS) e ha avviato importanti progetti per promuovere la convergenza con i principi contabili di generale accettazione (*Generally Accepted Accounting Principles*) statunitensi. In questo contesto, lo IASB ha presentato delle bozze di proposte per lo IAS 32 sull'informativa e la presentazione degli strumenti finanziari e per lo IAS 39 sul riconoscimento e la misurazione di questi strumenti. Esso sta attualmente valutando la possibile estensione dell'utilizzo del principio contabile del *fair value* nell'ambito dello IAS 39. La BCE ha presentato un parere sull'applicazione del principio contabile del *fair value* nel settore

bancario nel novembre 2001<sup>7</sup>. Per quanto riguarda gli sviluppi in ambito UE, il Regolamento (CE) n. 1606/02 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 19 luglio 2002, stabilisce che le società quotate dovranno applicare "standard contabili internazionali"<sup>8</sup> a partire dal 2005 per la compilazione dei rendiconti finanziari consolidati. Lo scopo del regolamento è quello di realizzare l'armonizzazione dell'informazione finanziaria in modo da assicurare un elevato grado di trasparenza e di comparabilità dei rendiconti finanziari. È stato istituito un nuovo Comitato di regolamentazione contabile (*Accounting Regulatory Committee*, ARC) per assistere la Commissione nell'adozione degli standard applicabili ai sensi del regolamento. La BCE è stata invitata a partecipare alle riunioni del nuovo comitato in qualità di osservatore.

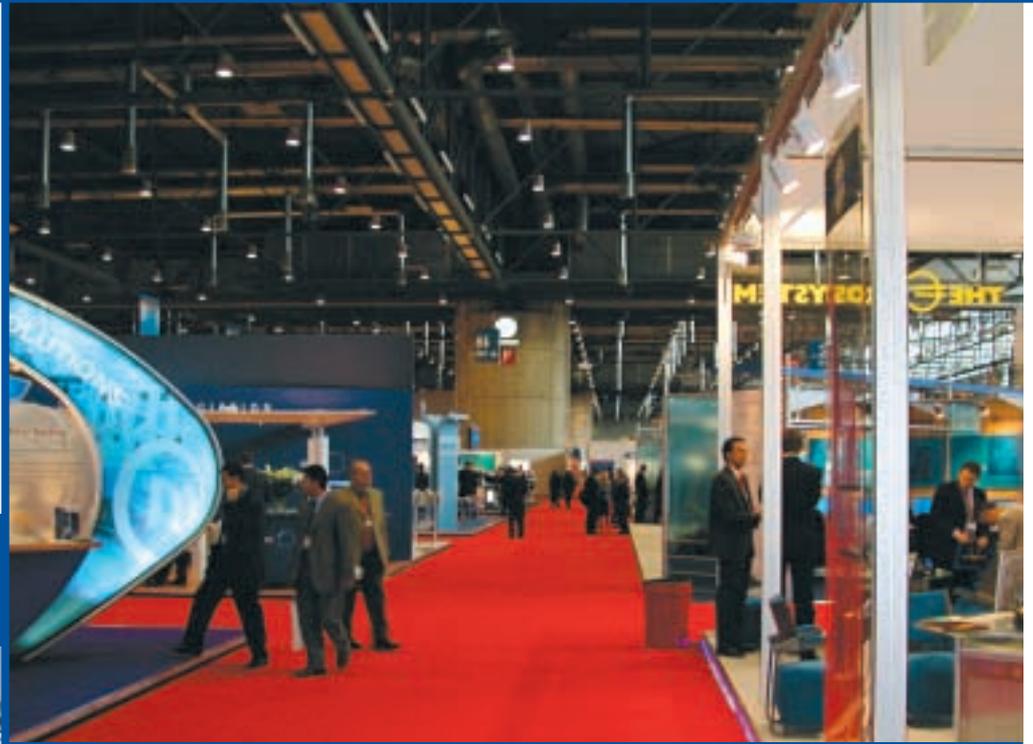
Per quanto riguarda le tematiche di *corporate governance*, in seguito al rapporto del Gruppo di alto livello di esperti in materia di diritto societario su un quadro regolamentare moderno per la *corporate governance* in Europa, la Commissione ha cominciato a lavorare a un piano d'azione per attuare le raccomandazioni del gruppo. La BCE darà il suo contributo allo sviluppo di questo piano d'azione attraverso la sua partecipazione nelle competenti sedi comunitarie in cui esso verrà discusso.

7 Cfr. Banca centrale europea, Fair value accounting in the banking sector: ECB comments on the "Draft standard and basis for conclusions - financial instruments and similar items", pubblicato dal Financial Instruments Joint Working Group of Standard Setters, 8 novembre 2001.

8 Ai sensi dell'articolo 2 del regolamento, "standard contabili internazionali" fa riferimento agli International Accounting Standards (IAS), agli International Financial Reporting Standards (IFRS) e alle relative interpretazioni (interpretazioni SIC-IFRIC), ai successivi emendamenti di tali standard e delle relative interpretazioni, nonché a standard futuri, e relative interpretazioni, emessi o adottati dall'International Accounting Standards Board (IASB).



*dal 30 settembre al 4 ottobre 2002*



*Stand dell'Eurosistema presso la Fiera dei servizi finanziari Sibos 2002  
tenutasi a Ginevra*



## **Capitolo X**

### **Il quadro di riferimento per le statistiche**

## I Introduzione

La produzione delle statistiche è continuata in modo regolare nel 2002, con ulteriori miglioramenti in termini di qualità e disponibilità. Sono previsti altri importanti progressi in seguito all'introduzione dei nuovi regolamenti sul bilancio consolidato del settore delle IFM e sulle statistiche relative ai tassi di interesse applicati dalle IFM, dell'indirizzo sui conti finanziari trimestrali e di altri atti giuridici attualmente in preparazione. Tale attività è stata condotta in stretta collaborazione con le BCN, che raccolgono le informazioni dai soggetti segnalanti e le trasmettono alla BCE, che a sua volta produce gli aggregati per l'area dell'euro.

Sono stati compiuti sforzi per rafforzare la collaborazione al fine di migliorare la disponibilità e la tempestività di dati mensili e trimestrali comparabili e coerenti a livello internazionale. Inoltre, sono state intraprese iniziative per sviluppare un quadro statistico completo dei conti trimestrali finanziari e non finanziari, volto a migliorare la coerenza tra le

diverse statistiche. Nel 2002 la BCE ha tenuto la sua prima Conferenza sulle Statistiche e ha altresì organizzato seminari che hanno coinvolto utenti delle statistiche, in particolare sulla destagionalizzazione dei dati e sulle statistiche relative ai mercati finanziari.

L'Eurosistema mira a soddisfare la domanda di dati affidabili, completi e di qualità elevata, riducendo al minimo gli oneri di segnalazione che gravano sulle istituzioni. A tal fine, esso si avvale ove possibile di dati esistenti. I nuovi requisiti statistici sono soggetti a un'analisi dei meriti e dei costi nella quale sono coinvolti i soggetti segnalanti. Nel 2002 l'analisi formale per la valutazione dei vantaggi e dei costi delle nuove statistiche è stata ulteriormente affinata.

L'Eurosistema ha fornito assistenza ai paesi candidati nello sviluppo di statistiche di qualità elevata, anche attraverso l'organizzazione di vari seminari su specifici tipi di statistiche (cfr. il capitolo VI).

## 2 Le statistiche monetarie e bancarie e quelle sui mercati finanziari

La produzione regolare di statistiche monetarie e bancarie e di quelle sui mercati finanziari è proceduta in conformità con i tempi prestabiliti.

La segnalazione dei dati di bilancio da parte delle IFM avviene con frequenza mensile e trimestrale, in adempimento dei requisiti statistici stabiliti all'avvio dell'UEM. La *Lista delle IFM a fini statistici* è aggiornata ogni mese e pubblicata sul sito Internet della BCE. L'obiettivo è quello di mantenere un'applicazione coerente della definizione di IFM nell'insieme dell'area dell'euro e dell'UE.

Nel 2002 la BCE e le BCN hanno dedicato considerevoli risorse all'applicazione del Regolamento della BCE relativo al bilancio consolidato del settore delle istituzioni finanziarie monetarie (BCE/2001/13), adottato dal Consiglio direttivo nel novembre 2001.

I nuovi requisiti statistici vengono sviluppati in collaborazione con le istituzioni creditizie e le loro associazioni. A tal fine, nel novembre 2002 sono state pubblicate le *Guidance Notes* per il Regolamento BCE/2001/13 sulle statistiche di bilancio delle IFM. La compilazione dei dati conformemente al nuovo regolamento avverrà per la prima volta all'inizio del 2003. Il principale miglioramento delle statistiche di bilancio delle IFM riguarda informazioni mensili più dettagliate su prestiti e depositi, nonché nuove statistiche sugli aggiustamenti per le rivalutazioni applicate a titoli e prestiti. Le informazioni più dettagliate si riferiscono alla disponibilità di scomposizioni per tipo di strumento, scadenza originaria e settore di controparte nelle voci del bilancio delle IFM. Quanto agli aggiustamenti da rivalutazioni, vi sarà un significativo miglioramento del calcolo dei flussi su base mensile. Inoltre, gli aggiustamenti (ad esempio, la

cancellazione/svalutazione dei prestiti) possono avere un proprio contenuto informativo e arricchire l'analisi degli aggregati monetari e delle contropartite.

Analogamente, la BCE e le BCN hanno dedicato considerevoli risorse all'applicazione del nuovo Regolamento della BCE relativo alle statistiche sui tassi di interesse applicati dalle IFM (BCE/2001/18) adottato dal Consiglio direttivo nel dicembre 2001. Tali statistiche forniranno dati completi, dettagliati e armonizzati sui tassi di interesse, migliorando considerevolmente l'analisi dei canali di trasmissione della politica monetaria e l'analisi monetaria stessa. Esse sono inoltre necessarie per valutazioni sulla stabilità finanziaria. In totale vengono compilati 45 indicatori, sia sulle nuove accensioni sia sulle consistenze in essere di depositi e prestiti. Le nuove statistiche sui tassi di interesse applicati dalle IFM perverranno alla BCE entro il diciannovesimo giorno lavorativo dalla fine del mese di riferimento. Tutto il 2003 sarà considerato un periodo di transizione. Va sottolineato che è stata condotta dall'Eurosistema un'indagine sui prestiti bancari di complemento alle statistiche sui tassi di interesse.

Nel novembre 2002 il Consiglio direttivo ha adottato un Regolamento (BCE/2002/8) relativo alla produzione di statistiche mensili sui detentori di quote o partecipazioni in fondi comuni monetari, disaggregate per residenza del detentore. Lo scopo di questo emendamento del Regolamento BCE/2001/13 è quello di migliorare la stabilità a lungo termine e la qualità dei dati sui detentori di quote o partecipazioni in fondi comuni monetari, già utilizzati nel calcolo di M3.

Alla luce della decisione di utilizzare tassi di crescita sui dodici mesi calcolati su tassi destagionalizzati per il confronto della crescita di M3 con il suo valore di riferimento, sono stati anche compiuti sforzi ulteriori per assicurare uno standard elevato di tali statistiche. Le correzioni di flusso sono state migliorate tenendo conto in modo più accurato delle variazioni dei tassi di cambio (che influenzano le voci non in euro dei bilanci

delle IFM) e sono state estese a dati trimestrali più dettagliati. Ciò permette il corretto calcolo dei tassi di crescita di, ad esempio, depositi e prestiti per settore delle IFM.

Sono stati inoltre costruiti nuovi indicatori al fine di valutare la stabilità finanziaria e gli sviluppi strutturali del settore bancario.

Nel gennaio 2003 la BCE ha pubblicato, per la prima volta, statistiche sulle istituzioni finanziarie non monetarie (diverse dalle imprese di assicurazione e dai fondi pensione). Tali statistiche mostrano le consistenze in essere a fine trimestre nell'area dell'euro dei fondi di investimento disaggregati per strategia di investimento (fondi azionari, fondi obbligazionari, fondi misti, fondi immobiliari e altri fondi) e per restrizioni, ove previste, sull'acquisto di quote o partecipazioni dei fondi (fondi aperti al pubblico e fondi riservati a investitori specializzati). I dati non sono ancora completamente armonizzati all'interno dell'area dell'euro, sebbene le BCN si siano già adoperate per rendere il più possibile coerenti i propri contributi nazionali. Su tale base, possono essere compilati aggregati per l'area dell'euro di qualità accettabile.

L'Eurosistema ha inoltre affrontato alcune questioni riguardanti l'impatto delle operazioni di conversione del contante in euro sulle presentazioni della disaggregazione nazionale delle statistiche di bilancio delle IFM, sulle quali sono basate le statistiche monetarie.

Sono state migliorate le statistiche relative alle emissioni di titoli. L'applicazione di un nuovo metodo di calcolo, che separa la crescita delle transazioni da rivalutazioni, riclassificazioni e altri aggiustamenti non derivanti da transazioni, ha portato a tassi di crescita sui dodici mesi più accurati e coerenti nell'area dell'euro. In aggiunta, nel gennaio 2003 la BCE ha avviato, sulla base del lavoro preparatorio della BCE e delle BCN, la pubblicazione regolare di nuove statistiche mensili sulle consistenze in essere di azioni quotate, scomposte per settore dell'emittente.

Nel contempo la BCE ha continuato a sviluppare metodologie comuni per calcolare indi-

catori statistici dei mercati finanziari comparabili per l'area dell'euro.

### **3 Le statistiche sulla bilancia dei pagamenti, le riserve ufficiali, la posizione patrimoniale verso l'estero e i tassi di cambio effettivi**

La compilazione e pubblicazione di dati mensili e trimestrali sulla bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro, di dati annuali sulla posizione patrimoniale netta verso l'estero e di dati mensili sulle riserve ufficiali dell'Eurosistema sono continuate produttivamente nel 2002.

Un significativo miglioramento è stata la pubblicazione da parte della BCE, nel novembre 2002, di dati di fine d'anno sulla posizione patrimoniale verso l'estero per il periodo 1999-2001, indicanti separatamente le attività e le passività dell'area dell'euro; precedentemente erano disponibili solo le posizioni nette. La variazione, tra due fine d'anno, della posizione patrimoniale sull'estero è in parte spiegata dai flussi della bilancia dei pagamenti verificatisi in corso d'anno. I dati sulle consistenze rispecchiano inoltre l'effetto degli aggiustamenti dovuti a variazioni dei prezzi delle attività e dei tassi di cambio, nonché ad altri mutamenti (ad esempio, cancellazioni, riclassificazioni) non connessi con i flussi. Il suddetto miglioramento accresce pertanto considerevolmente il contenuto informativo e il valore analitico delle statistiche sulla posizione patrimoniale verso l'estero dell'area dell'euro.

Come negli anni precedenti, l'Eurosistema ha lavorato per migliorare la qualità e la disponibilità dei dati. Una delle principali sfide riguarda gli investimenti di portafoglio. Nel giugno 2002 la BCE ha pubblicato un rapporto che delinea i possibili passi da intraprendere a livello nazionale per migliorare i sistemi di raccolta dei dati sugli investimenti di portafoglio. In collaborazione con le BCN, la BCE sta sviluppando un archivio centraliz-

zato dei titoli, volto ad accrescere la qualità dei dati sugli investimenti di portafoglio. La BCE ha anche ampiamente contribuito al lavoro svolto a livello europeo per definire criteri e indicatori operativi volti a valutare la qualità delle bilance dei pagamenti e delle statistiche collegate. Sono state adottate ulteriori misure per migliorare la coerenza delle bilance dei pagamenti con le statistiche collegate, da un lato, e con i dati monetari e bancari e con il settore resto del mondo nei conti nazionali, dall'altro.

Nel corso del 2002 sono state considerate le proposte di modifica dell'Indirizzo BCE/2000/4, che predispone il quadro giuridico per la compilazione delle statistiche relative alla bilancia dei pagamenti, alle riserve internazionali e alla posizione netta verso l'estero dell'area dell'euro. Un aggiornamento di tale indirizzo è previsto per il primo trimestre del 2003.

Una versione rivista della pubblicazione annuale *European Union balance of payments/international investment position statistical methods* è stata diffusa nel novembre 2002. Tale pubblicazione contiene informazioni sulle metodologie statistiche utilizzate dagli Stati membri per la compilazione dei dati sulla bilancia dei pagamenti e sulla posizione patrimoniale verso l'estero, contribuendo così a migliorare la trasparenza nella compilazione delle statistiche dell'area.

Dall'ottobre 1999 la BCE ha pubblicato dati sui tassi di cambio effettivi nominali e reali dell'euro e ha reso disponibili dati per valutare il ruolo internazionale dell'euro.

## 4 I conti finanziari

La segnalazione regolare di dati sui conti finanziari trimestrali per i settori non finanziari dell'area dell'euro, pubblicati per la prima volta nel maggio 2001, è continuata regolarmente. L'indirizzo della BCE sui requisiti statistici in ambito di conti finanziari trimestrali, adottato dal Consiglio direttivo nel novembre 2002, farà sì che continui la regolare segnalazione dei conti finanziari trimestrali all'interno dell'Eurosistema. L'indirizzo riguarda le attuali necessità a livello di statistiche per la compilazione dei conti finanziari dell'Unione monetaria e gli obblighi di segna-

lazione per le statistiche nazionali, in particolare su imprese di assicurazione e fondi pensione che saranno disponibili a breve. Il nuovo indirizzo è entrato in vigore nel novembre 2002.

Ulteriori miglioramenti sono stati apportati alle statistiche sui conti finanziari assicurando la coerenza fra il conto del capitale e il conto finanziario. In aggiunta, è stato affrontato il trattamento statistico delle banconote non riconsegnate.

## 5 Le statistiche sulla finanza pubblica

Come negli anni precedenti, la BCE ha pubblicato i dati annuali sulle entrate e sulle spese pubbliche nell'area dell'euro. Tali dati forniscono inoltre dettagli sul debito pubblico e un'analisi della differenza fra disavanzi pubblici e variazioni del debito pubblico. La tra-

missione di questi dati annuali è progredita senza difficoltà nel corso del 2002. È in preparazione un indirizzo della BCE sugli obblighi di segnalazione statistica e sulle procedure per lo scambio delle informazioni nell'ambito delle statistiche sulla finanza pubblica.

## 6 Le statistiche economiche generali

Le statistiche economiche generali, che includono i dati relativi ai prezzi, ai costi e alla contabilità nazionale, le statistiche sul mercato del lavoro e un'ampia gamma di altre statistiche economiche, sono un sostegno per la strategia di politica monetaria della BCE. La BCE e la Commissione europea (che ha la principale responsabilità per tali statistiche a livello europeo) hanno collaborato strettamente per controllare l'osservanza del Piano d'azione sui requisiti statistici dell'UEM presentato al Consiglio Ecofin nel settembre 2000. Portando avanti quanto previsto dal Piano d'azione dell'UEM e da altre iniziative, le statistiche economiche generali a livello nazionale ed europeo sono state migliorate, ma molto resta ancora da fare. Una comunicazione dettagliata presentata dalla Commis-

sione europea nel novembre 2002 ha descritto i progressi compiuti nel miglioramento delle metodologie per le statistiche e gli indicatori dell'area dell'euro e ha proposto ulteriori miglioramenti. La BCE ha anche contribuito, come in passato, alla stesura di un nuovo rapporto sullo stato di avanzamento dei requisiti informativi nell'UEM (*Progress Report on Information Requirements in EMU*) che esamina i risultati conseguiti e i requisiti stabiliti dal Piano d'azione dell'UEM ed è stato nel frattempo adottato dal Consiglio Ecofin.

La BCE ha inoltre sottolineato la necessità di accrescere ulteriormente la comparabilità delle statistiche a livello mondiale.

## **7 La cooperazione con la Commissione europea e le istituzioni internazionali**

A livello europeo, la ripartizione delle competenze in materia statistica concordata fra la BCE e la Commissione europea (Eurostat) ha funzionato correttamente nel 2002, come negli anni precedenti. È in preparazione un aggiornamento del Memorandum d'intesa sulle statistiche economiche e finanziarie tra la BCE e l'Eurostat. La BCE collabora strettamente con la Commissione europea, in parte tramite il Comitato delle Statistiche monetarie, finanziarie e di bilancia dei pagamenti (CMFB), nel quale sono rappresentati gli statistici dell'Eurostat, degli istituti statistici

nazionali, della Banca centrale europea e delle banche centrali nazionali. La BCE ha accolto con favore l'adozione di nuove regole di procedura interne al Comitato per gestire le consultazioni ai fini della procedura per i disavanzi eccessivi.

Per le questioni statistiche la BCE è in stretto contatto anche con la BRI, l'FMI e l'OCSE. In collaborazione con le istituzioni comunitarie europee e le organizzazioni internazionali, la BCE contribuisce alla definizione degli standard statistici e a promuoverne il rispetto.



24 e 25 ottobre 2002



Seconda conferenza della BCE sull'attività di banca centrale, tenutasi a Francoforte

## **Capitolo XI**

### **Altri compiti e attività**

## I 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>1</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 n. 98/415/CE del Consiglio, del 29 giugno 1998. L'articolo 2, paragrafi 1 e 2, della decisione stabilisce le materie specifiche su cui la BCE deve essere consultata, in particolare, relativamente a ogni proposta di legislazione connessa a:

- le questioni valutarie;
- gli strumenti di pagamento;
- le BCN;
- la raccolta, predisposizione e distribuzione di statistiche monetarie, finanziarie, bancarie, sui sistemi di pagamento e sulla bilancia dei pagamenti;
- i sistemi di pagamento e di regolamento;
- le regole applicabili alle istituzioni finanziarie, nella misura in cui esse influenzano

significativamente la stabilità delle istituzioni e dei mercati finanziari.

Inoltre le autorità degli Stati membri non aderenti all'area dell'euro<sup>2</sup> devono consultare la BCE su ogni proposta di legge concernente gli strumenti della politica monetaria.

Complessivamente, nel 2002, sono state avviate 32 consultazioni, di cui 30 per iniziativa di Stati membri e 2 del Consiglio dell'Unione europea. Del totale, nove erano relative agli strumenti di pagamento, sette alle statistiche e 11 ad atti normativi che potrebbero influenzare la stabilità delle istituzioni e dei mercati finanziari.

Per un elenco cronologico dei pareri della BCE, si rinvia al sito Internet della BCE ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)). Inoltre il seguente riquadro fornisce un riepilogo delle consultazioni avviate nel 2002.

<sup>1</sup> 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 e alle autorità di tale paese.

<sup>2</sup> Tranne il Regno Unito (cfr. nota 1).

### Riquadro 10

#### Procedure di consultazione nel 2002

##### a) Consultazioni da parte degli Stati membri<sup>1</sup>

N. <sup>2</sup>	Richiedente	Argomento
CON/2002/1	Finlandia	Revisione della Legge sulle istituzioni creditizie per l'introduzione della moneta elettronica.
CON/2002/2	Germania	Modifica del Regolamento sul commercio con l'estero e sui pagamenti, riguardante la raccolta, compilazione e distribuzione di statistiche monetarie, finanziarie, bancarie, sui sistemi di pagamento e sulla bilancia dei pagamenti.
CON/2002/3	Belgio	Compilazione di statistiche sulla bilancia dei pagamenti e sulla posizione patrimoniale sull'estero del Belgio.

<sup>1</sup> Nel settembre 2002 il Consiglio direttivo ha approvato alcune modifiche alla procedura di pubblicazione dei pareri della BCE resi su richiesta delle autorità nazionali. Da tale momento in poi i pareri della BCE sono pubblicati, di norma, sul sito Internet della BCE sei mesi dopo la data della loro adozione. Per i pareri della BCE di rilevanza generale verrà mantenuta l'attuale prassi che prevede la pubblicazione immediata sul sito Internet della BCE. Il Consiglio direttivo ha anche approvato la pubblicazione sul sito Internet della BCE dei pareri precedentemente adottati dalla BCE e dall'IME. Le autorità nazionali richiedenti verranno informate in proposito.

<sup>2</sup> Le consultazioni sono numerate in base all'ordine cronologico di adozione da parte del Consiglio direttivo.

N. <sup>3</sup>	Richiedente	Argomento
CON/2002/4	Danimarca	Modifica della Legge antiriciclaggio per la lotta al finanziamento del terrorismo.
CON/2002/5	Paesi Bassi	Recepimento delle norme internazionali sulla lotta al terrorismo e adeguamento delle sanzioni finanziarie nella Legge sulle sanzioni.
CON/2002/6	Francia	Abrogazione del corso legale delle banconote e monete metalliche in franchi francesi.
CON/2002/7	Irlanda	Modifica della Legge sull'Unione economica e monetaria riguardante la corresponsione al Tesoro irlandese del profitto netto derivante dall'emissione delle monete metalliche da parte della Central Bank of Ireland.
CON/2002/8	Danimarca	Modifica della Legge sulla negoziazione di titoli, riguardante le garanzie collaterali e la specificazione di alcune competenze in materia di borse valori, protezione dei dati e <i>insider trading</i> .
CON/2002/9	Francia	Modifica del Decreto sulle relazioni finanziarie con paesi esteri che influenzano le statistiche sulla bilancia dei pagamenti e la posizione patrimoniale sull'estero.
CON/2002/10	Danimarca	Modifica della Legge sui servizi finanziari e di altre leggi finanziarie, in materia di vigilanza sui fondi pensione delle imprese, di <i>best practices</i> degli operatori in titoli, eccetera.
CON/2002/12	Finlandia	Poteri del Ministero delle finanze finlandese in materia di emissione di monete metalliche commemorative aventi corso legale in Finlandia.
CON/2002/13	Belgio	Introduzione di un sistema globale di vigilanza prudenziale del settore finanziario e dei servizi finanziari, oltre a una specifica regolamentazione dei mercati secondari degli strumenti finanziari.
CON/2002/14	Spagna	Corresponsione al Tesoro dei profitti del Banco de España.
CON/2002/15	Finlandia	Arrotondamento dei pagamenti effettuati tramite carta bancaria o altre carte di pagamento, denominati in euro, ai cinque centesimi più prossimi.
CON/2002/16	Irlanda	Disegno di legge 2002 sulla Banca centrale e sull'Autorità per i servizi finanziari irlandesi.
CON/2002/17	Lussemburgo	Regolamento per la designazione delle autorità nazionali competenti in materia di contraffazione.
CON/2002/18	Belgio	Chiarimenti sulla specifica relazione tra il quadro istituzionale della Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique e le regole generali riguardanti le società per azioni.
CON/2002/19	Austria	Attuazione delle <i>Speciali raccomandazioni del FAFT</i> concernenti l'antiriciclaggio e la lotta al finanziamento del terrorismo.
CON/2002/20	Austria	Modifica dei tassi di interesse di base e di riferimento.
CON/2002/21	Svezia	Modifiche riguardanti le modalità di raccolta delle statistiche sulla bilancia dei pagamenti, il criterio di liquidità per i titoli utilizzati nelle operazioni di politica monetaria e la proposta di <i>outsourcing</i> di alcune parti di queste attività.
CON/2002/22	Svezia	Proposta per la creazione di un sistema di revisione nazionale sotto l'egida del Parlamento svedese, inclusa la modifica della Legge sulla Sveriges Riksbank.

<sup>3</sup> Le consultazioni sono numerate in base all'ordine cronologico di adozione da parte del Consiglio direttivo.

N. <sup>4</sup>	Richiedente	Argomento
CON/2002/23	Finlandia	Revisione della Legge sull'Autorità di vigilanza finanziaria, inclusi l'aggiornamento dei metodi operativi e nuovi poteri in materia di sanzioni.
CON/2002/24	Belgio	Prevenzione dell'uso del sistema finanziario a scopo di riciclaggio.
CON/2002/26	Grecia	Tutela legale delle banconote in euro.
CON/2002/27	Finlandia	Legge sui poteri straordinari in materia di regolamentazione dei mercati finanziari finlandesi in situazioni di emergenza.
CON/2002/28	Svezia	La Sveriges Riksbank e la pubblicazione delle condizioni relative agli interessi.
CON/2002/29	Svezia	Introduzione di un nuovo sistema di indagine per la raccolta di statistiche sulla bilancia dei pagamenti.
CON/2002/30	Italia	Norme sulla conversione delle obbligazioni in base alla Legge n. 483/93, riguardante il bilancio della Banca d'Italia.
CON/2002/31	Italia	Norme della Legge finanziaria per il 2003 riguardanti le banconote e monete metalliche.
CON/2002/32	Francia	Progetto di legge sulla sicurezza finanziaria.

**(b) Consultazioni da parte di istituzioni europee<sup>5</sup>**

N. <sup>4</sup>	Richiedente	Argomento	Pubblicazione
CON/2002/11	Consiglio UE	Raccomandazione per la nomina del Vice-presidente della Banca centrale europea.	GU L 101 del 14.4.2002, pag. 17
CON/2002/25	Consiglio UE	Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio sui ritardi nella trasmissione dei principali aggregati dei conti nazionali, sulle deroghe in materia e sulla trasmissione dei dati sull'occupazione in termini di ore lavorate.	GU C 253 del 22.10.2002, pag. 14

<sup>4</sup> Le consultazioni sono numerate in base all'ordine cronologico di adozione da parte del Consiglio direttivo.

<sup>5</sup> Pubblicate sul sito Internet della BCE.

## 2 Rispetto dei divieti concernenti il finanziamento monetario e l'accesso privilegiato

In base all'articolo 237 (d) del Trattato, la BCE ha il compito di accertare il rispetto, da parte delle quindici BCN della 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 acquistare 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 2002, il Consiglio generale ha rilevato tre casi di comportamento non conforme ai dettami del Trattato e dei Rego-

lamenti del Consiglio (CE) sopra menzionati da parte di BCN degli Stati membri. In tutti e tre i casi l'ammontare di monete metalliche detenute dalle BCN e accreditate al settore pubblico dopo l'introduzione del contante in euro ha ecceduto il limite del 10 per cento delle monete metalliche in circolazione, contemplato dall'articolo 6 del Regolamento del Consiglio (CE) n. 3603/93. Nel caso della Grecia, questo limite è stato superato nei primi tre mesi del 2002, mentre per la Francia e la Finlandia il problema si è verificato durante tutto il corso dell'anno e non era stato ancora risolto alla fine del 2002. Il Consiglio generale ha sollecitato le rispettive banche centrali a prendere provvedimenti immediati per sanare la situazione.

### **3 La gestione delle operazioni di prestito e indebitamento per conto della Comunità europea**

In conformità con l'articolo 123, paragrafo 2, del Trattato e con l'articolo 9 del Regolamento (CE) n. 332/2002 del Consiglio, del 18 febbraio 2002 (che sostituisce l'articolo II del Regolamento (CEE) n. 1969/99 del Consiglio, del 24 giugno 1988), la BCE continua ad 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 2002, tuttavia, la BCE non ha svolto tali compiti di gestione, in quanto non esisteva alcun saldo residuo a fine 2001 e non sono state aperte nuove operazioni durante l'anno.

*La giuria del concorso internazionale di architettura per la costruzione della nuova sede della BCE visita il nuovo sito a Francoforte, la Grossmarkthalle*



*Il primo incontro della giuria il 30 e 31 ottobre 2002*

## **Capitolo XII**

### **L'attività di comunicazione esterna e la responsabilità per il proprio operato**

## I La politica e le attività di comunicazione della BCE

### I.1 L'attività di comunicazione

Per una banca centrale è essenziale avere una politica di comunicazione esterna efficace e adeguata. In stretta collaborazione con le BCN dell'Eurosistema, la BCE utilizza diversi strumenti di comunicazione per promuovere una migliore comprensione da parte del pubblico dei propri compiti, della propria strategia e delle decisioni basate su di essa. Nel 2002 sono state assunte iniziative per migliorare ulteriormente l'efficacia della comunicazione esterna. Sono state al contempo mantenute continuità e regolarità nelle attività di comunicazione, com'è importante per accrescere la familiarità dell'opinione pubblica con gli strumenti e le procedure di politica monetaria e gli altri aspetti relativi alle attività di banca centrale nell'area dell'euro.

I primi mesi dell'anno sono stati dominati dalla Campagna di informazione Euro 2002, che ha comportato uno sforzo di comunicazione straordinario, con cui l'Eurosistema ha aiutato i cittadini dell'area dell'euro ad acquisire familiarità con la nuova moneta (cfr. il riquadro I 1). Per quanto concerne la comunicazione su altre questioni, la BCE ha utilizzato la consueta gamma di strumenti, fra cui: i comunicati, le conferenze stampa, le pubblicazioni periodiche (Rapporto annuale e Bollettino mensile), i discorsi pubblici e le interviste dei membri dei propri organi decisionali, oltre che opuscoli e altre pubblicazioni. Questa ampia varietà di strumenti consente alla BCE di raggiungere pubblici diversi, dagli esponenti del mondo accademico agli specialisti di settore, ai rappresentanti dei mezzi di informazione, agli studenti e al pubblico in generale.

Inoltre, la BCE contribuisce alla diffusione dei risultati di ricerche condotte sull'economia in generale e monetaria in particolare, pubblicando la serie dei *Working Papers* e degli *Occasional Papers* e organizzando conferenze accademiche, seminari e *workshop*. Fra i principali eventi di questo tipo organizzati nel 2002 figurano: il seminario tenuto nell'ambito dell'incontro Asia-Europa in aprile, il seminario

dell'Eurosistema e delle banche centrali dell'America latina in maggio, la seconda *Central Banking Conference 2002* della BCE su *The transformation of the European Financial System* in ottobre, e il seminario sul processo di adesione all'UE, tenuto in dicembre.

Un'attività di comunicazione a parte è rappresentata dal ricevimento di gruppi di visitatori presso la sede della BCE, grazie a cui molti cittadini, in particolare studenti, possono acquisire informazioni dirette sulle sue attività. Nel 2002 più di 9.000 persone sono state ricevute presso la BCE; dal 1998 il numero di visitatori è stato superiore a 40.000.

Un elemento che contribuisce in modo fondamentale a molte di queste attività di comunicazione è rappresentato dal sito Internet della BCE ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)), tramite cui è possibile accedere a tutti i documenti pubblicati dalla Banca. La frequenza delle visite al sito oltre che l'uso delle linee di messaggia elettronica sono rimasti elevati nel 2002. Il sito è servito anche da piattaforma per l'avvio di procedure di consultazione pubblica.

Il ricorso alle consultazioni pubbliche come strumento di comunicazione è stato frequente, con un totale di sei procedure di consultazione pubblica attivate dalla BCE nel 2002. Gli interessati sono stati invitati a proporre i propri commenti sia alla BCE sia alle BCN; l'una e le altre hanno utilizzato i propri siti Internet per le consultazioni. Fra gli argomenti di tali consultazioni figurano i sistemi di pagamento e l'assetto operativo per la conduzione della politica monetaria.

La cooperazione con le BCN riveste un ruolo cruciale nel campo della comunicazione e costituisce un prerequisito fondamentale per ottenere risultati ottimali dalle risorse dedicate a questo fine in ambito SEBC. Il processo di coordinamento pone un accento sugli sforzi per realizzare una comunicazione "con un'unica voce" sulla politica monetaria unica per l'area dell'euro. Altrettanto importante è

che il SEBC riesca a rivolgersi a una moltitudine di pubblici, regionali e nazionali, nelle rispettive lingue e contesti.

La BCE è costantemente impegnata nella ricerca di modi per migliorare ulteriormente l'efficacia degli strumenti esistenti; nel quadro di tale sforzo è stata condotta nell'autunno del 2002 un'indagine rivolta ai lettori del Bollettino mensile. Nella stessa ottica, è stato avviato un progetto per migliorare la veste grafica di tale pubblicazione.

## 1.2 Argomenti importanti nella comunicazione nel 2002

Alcune questioni sono state, più di altre, al centro delle attività di comunicazione dell'Eurosistema nel 2002. Sebbene tali questioni siano trattate in dettaglio nei rispettivi capitoli di questo Rapporto, è utile indicarle qui di seguito per riassumere le sfide cui l'Eurosi-

stema ha dovuto far fronte nel campo della comunicazione nel 2002.

In alcuni casi la BCE ha operato in maniera proattiva, al fine di migliorare le conoscenze dell'opinione pubblica su questioni che rientrano negli ambiti di competenza della BCE; in altri, ha risposto alle domande di informazione espresse dai mezzi di informazione, da specialisti di settore e dal pubblico.

Alcune delle questioni più importanti dell'attività di comunicazione nel 2002 sono state:

- l'orientamento di politica monetaria (cfr. il capitolo I);
- l'introduzione delle banconote e delle monete in euro il 1° gennaio 2002. La Campagna di informazione Euro 2002 si è conclusa positivamente nel secondo trimestre del 2002 (cfr. il riquadro I I);
- il ruolo dell'Eurosistema nel processo di allargamento dell'UE (cfr. il capitolo VI);

### Riquadro I I

#### La Campagna di informazione Euro 2002

L'Eurosistema ha lanciato la Campagna di informazione Euro 2002 all'inizio del 2001, con l'obiettivo di accrescere la familiarità del pubblico con la nuova moneta e con le modalità di introduzione delle banconote e delle monete in euro. Tale campagna ha costituito sotto molti aspetti un'esperienza del tutto inedita. Lo stesso concetto creativo e la stessa struttura sono stati usati in tutta l'area dell'euro nelle undici lingue ufficiali della Comunità, con un'attenzione anche al pubblico al di fuori dell'area. Per il suo sviluppo e la sua realizzazione è stata stanziata una somma di 80 milioni di euro, cui si sono aggiunte le misure complementari assunte a livello nazionale e, in alcuni casi, internazionale dalle BCN.

La strategia della campagna si è basata su cinque principi fondamentali: collaborazione con partner in vari settori, raccolta di informazioni di *feedback* sulle esigenze informative mediante ricerche, interazione fra il livello nazionale ed europeo, approccio multimediale, approccio multidisciplinare (per esempio relazioni pubbliche, marketing diretto, pubblicità).

La campagna di comunicazione attraverso i mezzi di informazione ha beneficiato della collaborazione di diversi mezzi di informazione e dell'acquisto di spazi preferenziali in riviste e in televisione e radio. La campagna ha raggiunto il proprio obiettivo, ovvero garantire all'80 per cento della popolazione la possibilità di vedere ciascuno spot pubblicitario televisivo 2,5 volte. In alcuni paesi la percentuale di popolazione raggiunta è stata pari al 90 per cento.

Nel complesso la campagna di informazione ha conseguito gli obiettivi previsti. Un programma di ricerca quantitativa svolto in diverse fasi (l'ultima delle quali nel febbraio 2002) ha dimostrato che la conoscenza dell'aspetto esteriore delle banconote in euro e dei loro elementi di sicurezza è cresciuta gradualmente durante la campagna e che, al momento della loro immissione in circolazione, aveva raggiunto un livello soddisfacente in tutti i paesi dell'area.

- le operazioni di politica monetaria (cfr. il capitolo II);
- le discussioni inerenti ad aspetti di vigilanza e di stabilità finanziaria a livello europeo e internazionale (cfr. i capitoli V e IX);
- la struttura dei mercati finanziari nell'area dell'euro (cfr. i capitoli V e IX);
- alcuni aspetti organizzativi della BCE, in particolare il bando di un concorso internazionale per la progettazione della futura sede della BCE (cfr. il capitolo XIII);
- il parere del Consiglio direttivo della BCE sul Patto di stabilità e crescita (cfr. il capitolo I).

## 2 Lo scambio di informazioni e di opinioni con il Parlamento europeo

### 2.1 Sintesi delle relazioni fra la BCE e il Parlamento europeo

Nel 2002 la BCE ha proseguito il consueto dialogo con il Parlamento europeo, secondo quanto previsto dall'articolo 113, paragrafo 3, del Trattato. Come negli anni scorsi, questi contatti sono stati principalmente realizzati attraverso le audizioni trimestrali dinanzi alla Commissione per i problemi economici e monetari del Parlamento, durante le quali il Presidente della BCE ha riferito sulle decisioni assunte dal Consiglio direttivo in materia di politica monetaria e di altre aree di competenza della BCE, rispondendo alle successive richieste di chiarimenti dei membri della Commissione. Il Presidente ha inoltre presentato il Rapporto annuale 2001 della BCE alla sessione plenaria del Parlamento, che ha poi tenuto un dibattito e approvato una risoluzione.

Oltre a ricevere il Presidente della BCE nel quadro delle audizioni trimestrali, la Commissione per i problemi economici e monetari ha invitato anche altri membri del Comitato esecutivo per scambiare opinioni su una serie di questioni. Come negli anni scorsi, il Rapporto annuale è stato presentato alla Commissione dal Vicepresidente della BCE. Otmar Issing è stato invitato a presentare il parere della BCE sul contesto economico e sulla bozza degli Indirizzi di massima per le politiche economiche, mentre Tommaso Padoa-Schioppa ha partecipato a un'audizione sulla vigilanza finanziaria nell'UE, durante la quale ha presentato il parere della BCE sulle strutture per la regolamentazione, la vigilanza e la stabilità. Padoa-Schioppa è inoltre stato invitato dalla Com-

missione a un'audizione sullo sviluppo e le nuove prospettive dell'unione economica europea.

Oltre a questi incontri pubblici, una delegazione di membri della Commissione per i problemi economici e monetari è venuta in visita alla BCE per uno scambio di opinioni informale con i membri del Comitato esecutivo su problematiche diverse.

Infine, il Parlamento europeo ha deciso di emendare il proprio regolamento interno al fine di istituire una procedura che consenta ai parlamentari di presentare interrogazioni scritte alla BCE per il tramite del Presidente della Commissione per i problemi economici e monetari. Tali interrogazioni saranno successivamente pubblicate nella Gazzetta Ufficiale delle Comunità europee<sup>1</sup>, insieme alle risposte della BCE. Posto che né il Trattato né lo Statuto del SEBC prevedono disposizioni o obblighi al riguardo, la BCE si è volontariamente impegnata a rispondere alle interrogazioni, nella misura in cui queste siano attinenti all'attuazione del suo mandato, come già fatto in passato. Tuttavia, la BCE ha sottolineato che ciò non deve in alcun modo sminuire l'importanza delle audizioni ordinarie, che rappresentano la sede in cui continuare a discutere le principali questioni inerenti le decisioni di politica monetaria. Le risposte scritte ai quesiti posti dai parlamentari durante le audizioni del Presidente sono pubblicate sul sito Internet della BCE.

<sup>1</sup> La Gazzetta Ufficiale delle Comunità europee è divenuta Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea dall'entrata in vigore del Trattato di Nizza.

## **2.2 La posizione della BCE su alcune questioni specifiche sollevate durante gli incontri con il Parlamento europeo**

I vari scambi di opinione tra il Parlamento europeo e la BCE hanno riguardato un'ampia gamma di questioni. Naturalmente la valutazione dell'evoluzione economica e monetaria e le decisioni di politica monetaria della BCE sono state fra le questioni di maggior rilievo, ma i parlamentari hanno chiesto chiarimenti anche sugli altri compiti assegnati dal Trattato all'Eurosistema.

Il Parlamento europeo ha affrontato alcune di queste questioni nella risoluzione sul Rapporto annuale 2001 della BCE, adottata durante la sessione plenaria del 3 luglio. Le sezioni seguenti forniscono informazioni su alcune delle questioni di maggior rilievo sollevate nella risoluzione e riportano il parere presentato dalla BCE.

### ***L'introduzione del contante in euro***

Il 1° gennaio 2002 la moneta unica è diventata una realtà tangibile. Quel giorno le banconote e le monete in euro hanno acquisito corso legale in tutta l'area dell'euro e sono diventate un simbolo visibile dell'identità europea. La BCE ha riferito in maniera esauriente sui preparativi e sull'attuazione di tale evento storico al Parlamento europeo, ricevendo i complimenti dei parlamentari nella risoluzione sul Rapporto annuale 2001 della BCE, per la "brillante attuazione della sostituzione del contante".

Tuttavia, pur sottolineando che l'euro potrebbe avere un impatto positivo sull'andamento dei prezzi al consumo mediante un'azione di stimolo alla concorrenza, il Parlamento europeo ha criticato gli abusi in fase di arrotondamento rilevati in alcuni casi (in particolare nel settore dei servizi).

Dal 2001 la BCE e le BCN dell'Eurosistema compiono un attento monitoraggio e un'analisi dei possibili effetti sui prezzi collegati

all'introduzione del contante in euro. Durante le diverse audizioni di fronte al Parlamento europeo, il Presidente ha spiegato che, anche se la percezione dei consumatori può essere stata diversa, gli effetti dell'introduzione del contante sull'inflazione sono stati in realtà molto limitati (cfr. il capitolo I).

### ***Trasparenza e responsabilità della BCE***

Un'altra questione sollevata durante gli incontri attiene alla responsabilità della BCE di dar conto del proprio operato. Nella sua risoluzione sul Rapporto annuale 2001 della BCE, il Parlamento europeo ha suggerito che una sintesi del verbale di ciascuna riunione del Consiglio direttivo dovrebbe essere pubblicata immediatamente dopo la riunione successiva, includendo, in forma anonima, la ripartizione dei voti e le opinioni di minoranza.

In risposta a tali suggerimenti, il Presidente ha ricordato che la BCE offre spiegazioni esaurienti delle ragioni che informano le proprie decisioni di politica monetaria durante le conferenze stampa tenute subito dopo la prima riunione mensile del Consiglio direttivo in cui tali decisioni sono di norma assunte, oltre che nel suo Bollettino mensile. Pertanto, le argomentazioni alla base delle decisioni del Consiglio direttivo sono presentate al pubblico in tempi molto più rapidi rispetto a quelli richiesti per l'approvazione formale di un verbale.

Il Presidente ha spiegato anche che la BCE va oltre i già stringenti obblighi di comunicazione definiti dal Trattato e che, mediante l'ampia gamma di strumenti di comunicazione in uso (cfr. la sezione I di questo capitolo) ha conseguito standard elevati in termini di trasparenza e responsabilità per il proprio operato. Inoltre, la scelta di non pubblicare i verbali dettagliati è in linea con le disposizioni del Trattato, secondo cui i verbali delle riunioni del Consiglio direttivo devono restare riservati, pur lasciando al Consiglio la possibilità di rendere pubblico il risultato delle proprie deliberazioni.

A proposito del suggerimento di rendere pubbliche le informazioni sul comportamento di voto e le opinioni dei singoli membri del Consiglio direttivo si deve tenere ben presente che la BCE attua una politica monetaria unica per l'area dell'euro nel suo insieme. In questo contesto, una procedura che consenta di pubblicare, anche in forma anonima, i voti e le posizioni individuali potrebbe indebitamente promuovere un allontanamento dalla prospettiva comune. Inoltre il Consiglio direttivo è un organo collegiale ed è collettivamente responsabile per le proprie decisioni. Per tutti questi motivi la BCE non ritiene che l'adozione di tale suggerimento sia giustificata e continuerà ad attenersi alla politica che le è propria di presentare gli argomenti rilevanti in forma chiara, tempestiva e coerente al fine di fornire le necessarie informazioni per la comprensione delle decisioni di politica monetaria.

Infine, va rilevato che gli obblighi di rendiconto della BCE, definiti dal Trattato, sono sostanzialmente analoghi a quelli di altre importanti banche centrali. Per quanto riguarda le pratiche e le procedure sviluppate negli anni per l'adempimento dell'obbligo di dar conto del proprio operato, in particolare relativamente ai rapporti con il Parlamento europeo, la BCE non è da meno dei suoi omologhi internazionali<sup>1</sup>.

***Il ruolo delle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema e il suggerimento di pubblicare un'analisi dell'area dell'euro paese per paese***

La risoluzione del Parlamento europeo sul Rapporto annuale 2001 della BCE affronta anche la questione delle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema. Più specificatamente, il Parlamento europeo ha suggerito che tali proiezioni dovrebbero fornire valori puntuali piuttosto che intervalli di valori e dovrebbero essere fatte proprie dal Consiglio direttivo, offrendo la possibilità ai membri in disaccordo di far registrare il proprio dissenso in forma anonima. Esso ha inoltre suggerito che la BCE

dovrebbe pubblicare con cadenza annuale un'analisi delle tendenze economiche in ciascuno dei paesi dell'area dell'euro.

Il Presidente ha chiarito che le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema rappresentano un importante contributo tecnico alle delibere del Consiglio direttivo, in quanto contribuiscono a sintetizzare e valutare in modo coerente le implicazioni di un'ampia quantità di dati sull'inflazione futura. Ciò nonostante, esse non hanno in alcun modo un ruolo onnicomprensivo nel processo di formulazione della politica monetaria, ma costituiscono un elemento fra gli altri per la valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi nell'ambito del secondo pilastro. Le proiezioni sono il risultato delle competenze tecniche del personale dell'Eurosistema e dovrebbero, nell'interesse della trasparenza, essere tenute separate dalle analisi e dalle valutazioni finali del Consiglio direttivo relativamente al giudizio complessivo sui rischi per la stabilità dei prezzi. Gli intervalli di valori usati nelle proiezioni rispecchiano la complessità e le incertezze dell'esercizio e, a livello più fondamentale, dell'economia stessa.

Per quanto riguarda il suggerimento di pubblicare un'analisi economica annuale relativa ai singoli paesi, la ripartizione dei compiti all'interno dell'Eurosistema non ha ad oggi evidenziato la necessità di adottare tale pratica. Ovviamente l'Eurosistema segue con attenzione gli andamenti macroeconomici e strutturali all'interno dei singoli paesi membri al fine di migliorare la comprensione complessiva delle condizioni economiche prevalenti nell'area dell'euro. Tali andamenti sono peraltro oggetto di regolare osservazione e analisi da parte delle BCN dell'Eurosistema nei rispettivi paesi, mentre la BCE deve, anche ai sensi del suo mandato, concentrare la propria analisi di politica monetaria sull'andamento dell'area dell'euro nel suo insieme.

---

<sup>1</sup> Per ulteriori dettagli su queste questioni, si vedano gli articoli pubblicati nel numero di novembre del Bollettino mensile della BCE intitolati *La responsabilità della BCE per il proprio operato* e *La trasparenza della politica monetaria della BCE*.

### **Le politiche di bilancio e il Patto di stabilità e crescita**

Gli scambi di opinioni fra il Parlamento europeo e la BCE hanno di frequente riguardato anche le politiche fiscali e l'evoluzione delle posizioni di bilancio degli Stati membri. In questo contesto, i membri della Commissione hanno espresso le proprie opinioni sul Patto di stabilità e crescita e sulla possibilità di modificarne le disposizioni.

Nel corso delle audizioni, il Presidente ha sottolineato che il Consiglio direttivo considera l'attuale quadro di riferimento per la finanza pubblica, quale è definito dal Trattato e ulteriormente sviluppato dal Patto di stabilità e crescita, come una giusta soluzione di compromesso fra disciplina e flessibilità. Nel prescrivere l'obiettivo di raggiungere condizioni di bilancio prossime al pareggio o in avanzo nel medio termine, il Patto di stabilità e crescita garantisce che le politiche di bilancio preserveranno la sostenibilità dei conti pubblici pur lasciando la flessibilità sufficiente al funzionamento degli stabilizzatori automatici. Un assetto istituzionale che possa trovare

applicazione ed essere credibile nella conduzione delle politiche di bilancio nei paesi dell'area dell'euro costituisce inoltre un complemento necessario alla politica monetaria unica, orientata alla stabilità dei prezzi (cfr. i capitoli I e V).

Politiche di bilancio solide, che promuovano la stabilità macroeconomica, favoriscono la crescita dell'occupazione e del PIL in termini reali. Il pieno rispetto delle disposizioni del Trattato e del Patto di stabilità e crescita risponde quindi all'interesse di ciascuno Stato membro. Gli Stati membri che ancora presentano squilibri di bilancio dovrebbero pertanto impegnarsi in una chiara strategia di risanamento, al fine di conseguire gli obiettivi fissati nel Patto di stabilità e crescita nel più breve tempo possibile. Nella sua risoluzione sul Rapporto annuale 2001 della BCE, il Parlamento europeo ha anche sottolineato che il Patto di stabilità e crescita costituisce un elemento essenziale della credibilità dell'area dell'euro e che il conseguimento di una posizione di bilancio in pareggio costituisce un requisito necessario per il pieno funzionamento degli stabilizzatori automatici.

*Mostra fotografica della BCE The Making of the Euro presso la sede centrale della Banca nazionale di Polonia a Varsavia dal 2 dicembre 2002 al 15 gennaio 2003*



*Eugenio Domingo Solans, membro del Comitato esecutivo della BCE, e Leszek Balcerowicz, Presidente della Banca nazionale di Polonia, inaugurano la mostra*



## **Capitolo XIII**

# **L'assetto istituzionale dell'Eurosistema e del Sistema europeo di banche centrali**



## I 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) dei quindici Stati membri; esso include pertanto anche le tre BCN degli Stati membri che non hanno ancora adottato l'euro. Per assicurare una maggiore trasparenza e agevolare la comprensione della struttura che svolge le funzioni di banca centrale nell'area dell'euro, il Consiglio direttivo della BCE ha adottato il termine "Eurosistema". L'Eurosistema 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 del sistema e assicura che i compiti dell'Eurosistema siano svolti sia attraverso le proprie attività sia tramite le BCN. Mentre il processo decisionale

all'interno dell'Eurosistema e del SEBC è centralizzato, 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.

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. oltre, sezione 5). 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.

## 2 Gli organi decisionali della BCE

L'Eurosistema e il SEBC sono retti dagli organi decisionali della BCE: il Consiglio direttivo e il Comitato esecutivo. 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>.

### 2.1 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. La prima riunione del mese è specificamente dedicata alla valutazione approfondita degli andamenti monetari ed economici e alle relative decisioni, mentre la seconda, di norma, è riservata alle questioni connesse agli altri compiti e responsabilità della BCE e dell'Eurosistema. Nel 2002, una riunione è stata tenuta in teleconferenza e due in sedi diverse da Francoforte: una è stata ospitata dalla De Nederlandsche Bank a Maastricht e l'altra dalla Banque Centrale du Luxembourg in Lussemburgo.

Nel prendere decisioni sulla politica monetaria e sugli altri compiti 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".

Nel dicembre 2002 il Consiglio direttivo ha deciso all'unanimità i contenuti della proposta relativa alla futura modifica delle modalità di voto del Consiglio direttivo stesso. Tale adeguamento si renderà necessario al fine di preservare l'efficienza e la tempestività del processo decisionale del Consiglio direttivo in un'area dell'euro ampliata. La proposta è stata elaborata ai sensi della "clausola abilitativa" della BCE contenuta nel trattato di Nizza (cfr. il capitolo VI). 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.

In base alla raccomandazione, tutti i membri del Consiglio direttivo continuerebbero a prendere parte alle riunioni e alle decisioni a titolo personale e indipendente. Tuttavia il numero di governatori delle BCN aventi diritto di voto non sarebbe 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 un qualsiasi momento i governatori con diritto di voto provengano da paesi membri che, nel loro complesso, siano rappresentativi dell'intera economia

<sup>1</sup> I Regolamenti interni sono stati pubblicati sulla Gazzetta ufficiale delle Comunità europee, cfr. Regolamento interno della Banca centrale europea, GU L 125 del 19.5.1999, pag. 34 e L 314 dell'8.12.1999, pag. 32; 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. Fatta eccezione per quest'ultimo, i documenti sono stati riprodotti nell'annuario legale della BCE, Compendium: raccolta di strumenti giuridici, giugno 1998 – dicembre 2001, del marzo 2002 (disponibile anche sul sito Internet della BCE).

dell'area dell'euro, i governatori stessi eserciterebbero il diritto di voto con frequenze differenti. Tuttavia, tale differenziazione si applicherebbe 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 sarebbero assegnati a gruppi differenti, secondo una graduatoria stilata in base alla dimensione dell'economia dei rispettivi paesi. Il sistema di rotazione, articolato in due gruppi, risulterebbe operativo a partire dal momento in cui il numero dei paesi dell'area dell'euro risulti superiore a 15.

Quando i paesi dell'area dell'euro si attestano a 22, entrerebbe in funzione un sistema di rotazione composto da tre gruppi. La rotazione sarebbe solida e automatica nel senso che l'assegnazione dei governatori ai diversi gruppi e le rispettive frequenze di voto sarebbero riviste periodicamente in modo tale da adattarsi a qualsiasi andamento del processo di allargamento dell'area dell'euro fino a 27 paesi membri, ossia gli attuali Stati membri dell'UE e i 12 paesi candidati all'adesione elencati nella dichiarazione relativa all'allargamento dell'Unione europea allegata al Trattato di Nizza. Precise disposizioni attuative sarebbero deliberate dal Consiglio direttivo, a maggioranza di due terzi di tutti i suoi componenti.

## Il Consiglio direttivo



*Seconda fila (da sinistra a destra): Vítor Constâncio, Jean-Claude Trichet, Nicholas Garganas, Guy Quaden, Matti Vanhala, Klaus Liebscher, Ernst Welteke, Yves Mersch, John Hurley, Jaime Caruana, Antonio Fazio, Nout Wellink  
Prima fila (da sinistra a destra): Tommaso Padoa-Schioppa, Otmar Issing, Lucas D. Papademos, Willem F. Duisenberg, Sirkka Hämäläinen, Eugenio Domingo Solans*

Willem F. Duisenberg  
Christian Noyer (fino al 31 maggio 2002)  
Lucas D. Papademos (dal 1° giugno 2002)  
Jaime Caruana  
Vítor Constâncio  
Eugenio Domingo Solans  
Antonio Fazio  
Nicholas Garganas (dal 1° giugno 2002)  
Sirkka Hämäläinen  
John Hurley (dall'11 marzo 2002)  
Otmar Issing  
Klaus Liebscher  
Yves Mersch  
  
Maurice O'Connell (fino al 10 marzo 2002)  
Tommaso Padoa-Schioppa  
Lucas D. Papademos (fino al 31 maggio 2002)  
Guy Quaden  
  
Jean-Claude Trichet  
Matti Vanhala  
Nout Wellink  
Ernst Welteke

*Presidente della BCE  
Vicepresidente della BCE  
Vicepresidente della BCE  
Governatore del Banco de España  
Governatore del Banco de Portugal  
Membro del Comitato esecutivo della BCE  
Governatore della Banca d'Italia  
Governatore della Banca di Grecia  
Membro del Comitato esecutivo della BCE  
Governatore della Central Bank of Ireland  
Membro del Comitato esecutivo della BCE  
Governatore della Oesterreichische Nationalbank  
Governatore della Banque centrale  
du Luxembourg  
Governatore della Central Bank of Ireland  
Membro del Comitato esecutivo della BCE  
Governatore della Banca di Grecia  
Governatore della Nationale Bank  
van België/Banque Nationale de Belgique  
Governatore della Banque de France  
Governatore della Suomen Pankki/Finlands Bank  
Presidente della De Nederlandsche Bank  
Presidente della Deutsche Bundesbank*

## 2.2 Il Comitato esecutivo

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 a esso delegati dal Consiglio direttivo, inclusi quelli di natura regolamentare.



Seconda fila (da sinistra a destra): Eugenio Domingo Solans, Otmar Issing, Tommaso Padoa-Schioppa  
Prima fila (da sinistra a destra): Lucas D. Papademos, Willem F. Duisenberg, Sirkka Hämäläinen

Willem F. Duisenberg  
Christian Noyer (fino al 31 maggio 2002)  
Lucas D. Papademos (dal 1° giugno 2002)  
Eugenio Domingo Solans  
Sirkka Hämäläinen  
Otmar Issing  
Tommaso Padoa-Schioppa

Presidente della BCE  
Vicepresidente della BCE  
Vicepresidente della BCE  
Membro del Comitato esecutivo della BCE

### **2.3 Il Consiglio generale**

Il Consiglio generale è costituito dal Presidente e dal Vicepresidente della BCE e dai governatori delle quindici BCN 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 adot-

tato la moneta unica. Nel 2002, il Consiglio generale si è riunito cinque volte, in un caso in teleconferenza. Il Consiglio generale ha deciso che, non appena sarà firmato il Trattato di adesione all'UE con i relativi Paesi candidati, i governatori delle rispettive banche centrali saranno invitati a partecipare alle riunioni del Consiglio generale in veste di osservatori.

## Il Consiglio generale



Seconda fila (da sinistra a destra): Nicholas Garganas, Guy Quaden, Matti Vanhala, Klaus Liebscher, Ernst Welteke, Yves Mersch, Edward A. J. George, John Hurley, Jaime Caruana, Nout Wellink, Antonio Fazio  
Prima fila (da sinistra a destra): Vítor Constâncio, Jean-Claude Trichet, Lucas D. Papademos, Willem F. Duisenberg, Bodil Nyboe Andersen, Urban Bäckström

Willem F. Duisenberg  
Christian Noyer (fino al 31 maggio 2002)  
Lucas D. Papademos (dal 1° giugno 2002)  
Bodil Nyboe Andersen  
Urban Bäckström (fino al 31 dicembre 2002)  
Jaime Caruana  
Vítor Constâncio  
Antonio Fazio  
Nicholas Garganas (dal 1° giugno 2002)  
Edward A. J. George  
Lars Heikensten (dal 1° gennaio 2003)  
John Hurley (dall'11 marzo 2002)  
Klaus Liebscher  
Yves Mersch  
  
Maurice O'Connell (fino al 10 marzo 2002)  
Lucas D. Papademos (fino al 31 maggio 2002)  
Guy Quaden  
  
Jean-Claude Trichet  
Matti Vanhala  
Nout Wellink  
Ernst Welteke

Presidente della BCE  
Vicepresidente della BCE  
Vicepresidente della BCE  
Governatore della Danmarks Nationalbank  
Governatore della Sveriges Riksbank  
Governatore del Banco de España  
Governatore del Banco de Portugal  
Governatore della Banca d'Italia  
Governatore della Banca di Grecia  
Governatore della Bank of England  
Governatore della Sveriges Riksbank  
Governatore della Central Bank of Ireland  
Governatore della Oesterreichische Nationalbank  
Governatore della Banque centrale  
du Luxembourg  
Governatore della Central Bank of Ireland  
Governatore della Banca di Grecia  
Governatore della Nationale Bank  
van België/Banque Nationale de Belgique  
Governatore della Banque de France  
Governatore della Suomen Pankki/Finlands Bank  
Presidente della De Nederlandsche Bank  
Presidente della Deutsche Bundesbank

### 3 L'organizzazione della BCE

#### 3.1 Le regole di amministrazione e di controllo

Oltre agli organi decisionali descritti nella sezione 2, le regole di amministrazione e di controllo della BCE prevedono vari livelli di controllo interni ed esterni.

Lo Statuto del SEBC prevede due livelli: quello dei revisori esterni e la Corte dei Conti europea. I revisori esterni verificano i conti annuali della BCE (articolo 27.1 dello Statuto del SEBC), mentre la Corte dei Conti europea verifica l'efficienza operativa della gestione della BCE (articolo 27.2).

La Direzione Revisione interna svolge incarichi di revisione su mandato del Comitato esecutivo; il mandato della Direzione è definito nello Statuto dei revisori della BCE<sup>2</sup>. Inoltre, il Comitato dei revisori interni ha la responsabilità degli incarichi di revisione su mandato del Consiglio direttivo, con l'intento di assicurare la revisione anche dei progetti e dei sistemi operativi congiunti a livello del 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 "muraglie cinesi" che regola le attività della Direzione Generale Operazioni. Oltre a questi controlli, la Direzione Pianificazione e controllo e la Divisione Gestione dei rischi svolgono funzioni consultive o propositive presso il Comitato esecutivo, riguardo a specifiche problematiche di controllo concernenti l'organizzazione nel suo complesso.

Nel maggio 2002 i membri del Consiglio direttivo hanno concordato un Codice di condotta che ne contempla la responsabilità nella salvaguardia dell'integrità e della reputazione dell'Eurosistema e nel mantenimento dell'effi-

cienza del proprio funzionamento<sup>3</sup>. Il Consiglio direttivo ha nominato un consulente, incaricato di fornire assistenza su alcuni aspetti della condotta professionale. Questo codice funge da complemento 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 perseguire elevati standard professionali e deontologici nello svolgimento dei loro compiti<sup>4</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>5</sup>. Un Consulente per la deontologia, nominato dal Comitato esecutivo, assicura un'interpretazione coerente di tale regolamento.

L'organo responsabile dell'approvazione del bilancio preventivo della BCE è il Consiglio direttivo, che lo adotta su proposta del Comitato esecutivo. Nelle questioni relative al bilancio della BCE il Consiglio direttivo è assistito dal Comitato per il Bilancio preventivo. Quest'ultimo, istituito ai sensi dell'articolo 15 del Regolamento interno della BCE, è composto da rappresentanti delle banche centrali dell'Eurosistema ed è presieduto da Liam Barron.

<sup>2</sup> Cfr. lo Statuto dei revisori della BCE sul sito Internet della BCE.

<sup>3</sup> 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.

<sup>4</sup> Cfr. il Codice di condotta della Banca centrale europea ai sensi dell'articolo 11.3 del Regolamento interno della Banca centrale europea, GU C 76 dell'8.3.2001, pag. 12 e il sito Internet della BCE.

<sup>5</sup> 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.

Al fine di contribuire agli sforzi delle istituzioni delle Comunità europee e degli Stati membri nella lotta alle frodi e ad altre attività illegali, i livelli di controllo esistenti nella BCE sono stati rafforzati con la costituzione di un Comitato antifrode indipendente, conformemente alla decisione della BCE sulla prevenzione delle frodi<sup>6</sup>. Il Comitato, che ha tenuto due riunioni nel 2002, è regolarmente informato dalla Direzione Revisione interna sulle questioni attinenti all'espletamento dei suoi compiti. Il Consiglio direttivo ha deciso di estendere la durata dell'incarico triennale inizialmente conferito agli attuali membri del Comitato.

### **3.2 La gestione delle risorse umane**

#### ***L'evoluzione del personale***

Alla fine del 2002 il personale della BCE era pari a 1.109 unità (equivalenti a 1.105,5 unità a tempo pieno), rispetto alle 1.043 unità del 2001, a fronte di un totale di posizioni previste di 1.172,5 unità (a tempo pieno). Il bilancio preventivo del 2003 prevede un tetto di 1.263,5 posizioni (a tempo pieno), pari a un incremento del 7,8 per cento.

Nel 2002 la BCE ha attuato programmi di formazione della durata media di quattro mesi rivolti a 135 studenti e laureati, aventi principalmente un background economico. Inoltre, 44 dipendenti delle banche centrali dell'UE e dei Paesi candidati sono stati presso la BCE per periodi della durata media di circa quattro mesi.

Nell'ambito del *Research Visitors Programme*, volto allo sviluppo di progetti specifici e di livello elevato nel campo della politica monetaria, nel 2002 sono stati accolti 20 ricercatori. Il *Graduate Research Programme*, rivolto ai migliori studenti che stanno terminando il dottorato di ricerca, ha interessato 12 partecipanti, per un periodo della durata media di tre mesi.

L'*External Work Experience Scheme* è stato introdotto nel gennaio 2003: questo pro-

gramma permetterà al personale della BCE di maturare esperienza professionale presso le banche centrali, comprese o meno nel SEBC, o presso organismi europei o internazionali, promuovendo in tal modo i legami tra la BCE e le sue controparti.

#### ***Le politiche di gestione delle risorse umane***

Il sistema utilizzato per la determinazione degli incrementi salariali annuali del personale della BCE (*General Salary Adjustment*) è stato rivisto e ne è stata aggiornata la metodologia. Il principale elemento della nuova metodologia, in vigore dal 1° luglio 2002 e che resterà valida per tre anni, continua a essere l'adeguamento dei compensi in base a una media ponderata degli accordi salariali in essere presso un gruppo di organismi di riferimento, che includono, ora, oltre alle BCN e alla Banca dei regolamenti internazionali, alcune istituzioni internazionali e sovranazionali con sede in Europa.

La BCE ha nominato un Consigliere sociale indipendente, incaricato di fornire consulenze riservate ai dipendenti su questioni lavorative e di fungere da mediatore in caso di conflitti interpersonali sul luogo di lavoro. La BCE ha altresì designato un Consulente per le pari opportunità, indipendente, incaricato di fornire consigli su questioni riguardanti le pari opportunità in senso lato, ovvero in materia di sesso, nazionalità, età, ecc.

#### ***L'asilo nido della BCE e la Scuola europea***

L'asilo nido della BCE è stato ampliato, con l'aggiunta di una seconda struttura permanente, e ora offre complessivamente 123 posti per bambini di età compresa principalmente tra tre mesi e tre anni. Nondimeno, a fronte di una continua ed elevata domanda di

<sup>6</sup> Cfr. la Decisione della Banca centrale europea, del 7 ottobre 1999 sulla prevenzione delle frodi (BCE/1999/5), GU L 291 del 13.11.1999, pag. 36. In relazione a questa, il Regolamento interno della Banca centrale europea è stato emendato da un nuovo articolo 9a, cfr. GU L 314 dell'8.12.1999, pag. 32.

posti, sono già iniziati i preparativi per l'acquisto di una terza struttura.

La Scuola europea di Francoforte ha iniziato nel settembre 2002 il suo primo anno scolastico con cinque classi delle elementari e due delle pre-elementari. Dopo essere stati inizialmente sistemati in una sede provvisoria, gli allievi sono stati trasferiti nel nuovo edificio scolastico all'inizio del 2003. La scuola ha quattro sezioni linguistiche: inglese, francese, tedesco e italiano.

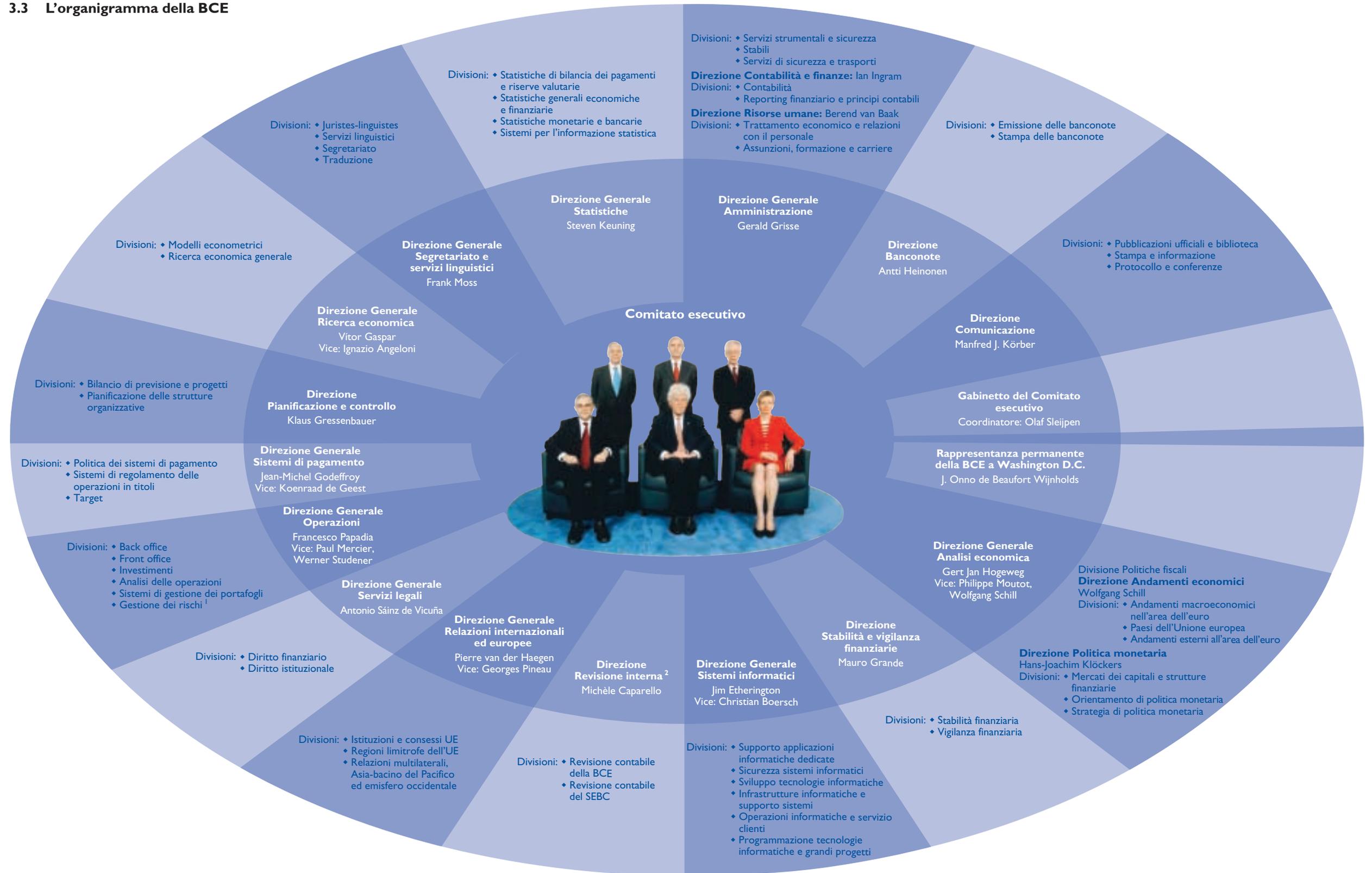
### **Le relazioni con il personale**

In conformità alle Condizioni di impiego, la BCE consulta il Comitato di rappresentanti

del personale sullo sviluppo delle sue politiche in materia di risorse umane. Interpella anche il sindacato del personale della BCE (*Union of the Staff of the ECB, USE*) circa le problematiche relative a proposte di modifica delle condizioni di impiego.

La richiesta avanzata dall'USE e da una confederazione esterna di lavoratori (*International and European Public Services Organisation, IPSO*) di essere riconosciuti come controparti nella negoziazione dei contratti collettivi di lavoro è stata ritenuta inammissibile dal Tribunale di primo grado. L'appello presentato dall'IPSO dinanzi alla Corte di giustizia delle Comunità europee è stato successivamente ritirato.

### 3.3 L'organigramma della BCE



<sup>1</sup> Per questioni specifiche risponde direttamente al Comitato esecutivo.

<sup>2</sup> All'interno della Direzione Revisione interna è stata costituita un'Unità antifrode che risponde, attraverso il Direttore della Revisione interna, al Comitato antifrode istituito in conformità della decisione della Banca centrale europea del 7 ottobre 1999 relativa alla prevenzione delle frodi (BCE/1999/5).

#### Comitato esecutivo

Prima fila: **Presidente:** Willem F. Duisenberg (al centro); **Vicepresidente:** Lucas Papademos (a sinistra); Sirkka Härmäläinen  
 Seconda fila (da sinistra): Eugenio Domingo Solans; Otmar Issing; Tommaso Padoa-Schioppa

### 3.4 La sede della BCE

Svolgendo attualmente le proprie attività in immobili in affitto, la BCE intende far costruire una nuova sede. Per questo motivo,

ha acquistato un terreno dalla Città di Francoforte e ha indetto una gara d'appalto a livello internazionale, per lo sviluppo architettonico del sito.

## 4 Il “Dialogo sociale” nell’ambito del SEBC

Nel 2002 si sono svolti due incontri di Dialogo sociale nell’ambito del SEBC. Come negli anni passati, sono state discusse questioni inerenti le banconote, i sistemi di pagamento e la vigilanza prudenziale. Le opinioni delle federazioni sindacali europee e dei trentuno rappresentanti dei lavoratori partecipanti al Dialogo sono state rese note al Consiglio direttivo e al

Consiglio generale. È stata accettata una proposta da parte di tre federazioni sindacali europee di includere rappresentanti dei lavoratori delle banche centrali dei paesi candidati, in veste di osservatori. Essa troverà applicazione a partire dal momento della firma del Trattato di adesione.

## 5 I Comitati del SEBC

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 ai comitati del SEBC è

generalmente riservata a rappresentanti 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

### Comitati del SEBC e loro presidenti

Comitato per le Questioni contabili Reddito Monetario (AMICO) Ian Ingram	Comitato per le Relazioni internazionali (IRC) Hervé Hannoun
Comitato per la Vigilanza bancaria (BSC) Edgar Meister	Comitato Legale (LEGCO) Antonio Sáinz de Vicuña
Comitato per le Banconote (BANCO) Antti Heinonen	Comitato per le Operazioni di mercato (MOC) Francesco Papadia
Comitato per le Comunicazioni esterne (ECCO) Manfred J. Körber	Comitato per la Politica monetaria (MPC) Gert Jan Hogeweg
Comitato per le Tecnologie informatiche (ITC) Jim Etherington	Comitato per i Sistemi di pagamento e Regolamento (PSSC) Jean-Michel Godeffroy
Comitato dei Revisori interni (IAC) Michèle Caparelli	Comitato per le Statistiche (STC) Steven Keuning

organismi competenti, come le autorità nazionali di vigilanza nel caso del Comitato per la Vigilanza bancaria. Attualmente esistono

dodici Comitati del SEBC, tutti istituiti ai sensi dell'articolo 9 del Regolamento interno della BCE.



*Mostra Contemporary Art from Portugal  
presso la BCE il 4 dicembre 2002*



*Vitor Constâncio, governatore del Banco de Portugal, e Lucas Papademos, Vicepresidente  
della BCE, inaugurano la mostra*

## **Capitolo XIV**

# **Conti annuali della BCE e stato patrimoniale consolidato dell'Eurosistema per il 2002**

## Stato patrimoniale al 31 dicembre 2002

Attivo	Nota n.	2002 €	2001 €
<b>Oro e crediti in oro</b>	<b>1</b>	<b>8.058.187.254</b>	<b>7.766.265.040</b>
<b>Crediti denominati in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro</b>	<b>2</b>		
Crediti verso l'FMI		164.788.323	72.074.161
Conti presso banche e investimenti in titoli, prestiti esteri e altre attività sull'estero		37.151.511.287	41.162.620.238
		<b>37.316.299.610</b>	<b>41.234.694.399</b>
<b>Crediti denominati in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro</b>	<b>2</b>	<b>3.047.976.497</b>	<b>3.636.568.460</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>183.237.923</b>	<b>391.170.869</b>
<b>Titoli denominati in euro emessi da residenti nell'area dell'euro</b>	<b>4</b>	<b>0</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		28.681.074.010	0
Altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti)		5.468.478.796	9.697.303.920
		<b>34.149.552.806</b>	<b>9.697.303.920</b>
<b>Altre attività</b>	<b>6</b>		
Immobilizzazioni materiali e immateriali		112.624.758	100.585.654
Altre attività finanziarie		5.529.030.465	4.516.504.313
Ratei e risconti attivi		1.260.718.561	620.508.777
Varie		609.968.394	97.569.394
		<b>7.512.342.178</b>	<b>5.335.168.138</b>
<b>Totale attivo</b>		<b>90.267.596.268</b>	<b>68.061.170.826</b>

<b>Passivo</b>	<b>Nota n.</b>	<b>2002</b> €	<b>2001</b> €
<b>Banconote in circolazione</b>	<b>7</b>	<b>28.681.074.010</b>	<b>0</b>
<b>Passività denominate in euro verso altri residenti nell'area dell'euro</b>	<b>8</b>	<b>1.036.000.000</b>	<b>1.022.000.000</b>
<b>Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	<b>9</b>	<b>227.805.777</b>	<b>271.375.580</b>
<b>Passività denominate in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro</b>	<b>10</b>	<b>0</b>	<b>17.192.783</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>5.192.380.656</b>	<b>5.840.349.099</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		1.417.939.194	1.759.319.678
Varie		75.191.137	94.122.190
		<b>1.493.130.331</b>	<b>1.853.441.868</b>
<b>Accantonamenti</b>	<b>13</b>	<b>2.644.780.685</b>	<b>2.803.216.269</b>
<b>Conti di rivalutazione</b>	<b>14</b>	<b>4.404.834.096</b>	<b>9.429.002.830</b>
<b>Capitale e riserve</b>	<b>15</b>		
Capitale		4.097.229.250	4.097.229.250
Riserve		772.757.209	408.393.225
		<b>4.869.986.459</b>	<b>4.505.622.475</b>
<b>Utile dell'esercizio</b>		<b>1.220.454.254</b>	<b>1.821.819.922</b>
<b>Totale passivo</b>		<b>90.267.596.268</b>	<b>68.061.170.826</b>

## Conto economico per l'esercizio terminato il 31 dicembre 2002

	Nota n.	2002 €	2001 €
Interessi attivi sulle riserve ufficiali		990.618.897	1.707.431.459
Interessi attivi derivanti dall'allocatione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema		726.917.226	0
Altri interessi attivi		1.965.003.344	2.271.293.068
<i>Interessi attivi</i>		3.682.539.467	3.978.724.527
Remunerazione dei crediti delle BCN relativamente alle riserve ufficiali trasferite		(1.140.963.789)	(1.509.312.118)
Altri interessi passivi		(1.547.042.623)	(1.698.022.587)
<i>Interessi passivi</i>		(2.688.006.412)	(3.207.334.705)
<b>Interessi attivi netti</b>	<b>19</b>	<b>994.533.055</b>	<b>771.389.822</b>
Utili e perdite realizzati rivenienti da operazioni finanziarie	<b>20</b>	735.425.388	1.351.881.733
Svalutazioni di attività e di posizioni finanziarie	<b>21</b>	(276.955.036)	(109.023.392)
Accantonamenti ai/utilizzi dei fondi per rischi di cambio e di prezzo		154.000.000	109.023.392
<b>Risultato netto di operazioni finanziarie, svalutazioni e trasferimenti ai/dai fondi rischi</b>		<b>612.470.352</b>	<b>1.351.881.733</b>
<b>(Spese)/proventi netti da provvigioni e commissioni</b>	<b>22</b>	<b>(227.158)</b>	<b>298.120</b>
<b>Altri proventi</b>	<b>23</b>	<b>3.744.153</b>	<b>1.393.851</b>
<b>Proventi totali netti</b>		<b>1.610.520.402</b>	<b>2.124.963.526</b>
Spese per il personale	<b>24 e 25</b>	(120.003.344)	(97.288.818)
Spese di amministrazione	<b>26</b>	(133.966.576)	(185.712.394)
Ammortamento di immobilizzazioni materiali e immateriali		(17.738.206)	(20.142.392)
Servizi di produzione di banconote	<b>27</b>	(118.358.022)	0
<b>Utile dell'esercizio</b>		<b>1.220.454.254</b>	<b>1.821.819.922</b>

Francoforte sul Meno, 11 marzo 2003

BANCA CENTRALE EUROPEA

Willem F. Duisenberg  
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 di seguito delineati, che il Consiglio direttivo della BCE ritiene adeguati alle funzioni proprie di una banca centrale. 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.

### 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 modificati 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 in base alla 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. Le rendite e le spese sono convertite al tasso di cambio in essere al momento dell'operazione. La valutazione delle attività e passività in valuta estera viene

effettuata separatamente per ogni valuta, considerando sia le poste di bilancio sia quelle "fuori bilancio".

Con riferimento alle attività e passività denominate in divisa estera, la valutazione al prezzo di mercato ha luogo separatamente da quella al tasso di cambio.

Per l'oro non viene effettuata alcuna distinzione fra le differenze di valutazione in base 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, determinato sulla scorta del tasso di cambio dell'euro rispetto al dollaro statunitense al 31 dicembre 2002.

### Titoli

Tutti i titoli di debito negoziabili e le altre attività simili sono valutati ai prezzi medi di mercato alla data di riferimento del bilancio. Per l'esercizio terminato il 31 dicembre 2002 sono stati applicati i prezzi medi di mercato del 30 dicembre 2002. 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 sono iscritti nel conto economico. Per calcolare il costo d'acquisizione di ogni singola voce si utilizza il metodo del costo medio su base giornaliera. 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 a fine esercizio.

<sup>1</sup> 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. Pur essendo entrata in vigore il 1° gennaio 2003, la decisione si applica anche alla redazione dello stato patrimoniale e del conto economico annuali della BCE per l'esercizio terminato il 31 dicembre 2002. Le modifiche apportate a tali criteri rispetto agli anni precedenti non sono significative.

Le plusvalenze (non realizzate) non sono imputate al conto economico come componenti positive di reddito, ma iscritte direttamente in un conto di rivalutazione.

Le minusvalenze (non realizzate) sono imputate al conto economico se eccedenti rispetto a preesistenti rivalutazioni registrate nel corrispondente conto di rivalutazione. Le minusvalenze (non realizzate) relative a uno specifico titolo, a una specifica valuta o all'oro non sono compensate con plusvalenze (non realizzate) relative ad altre specie di titoli, valute oppure oro.

I premi e gli sconti su titoli acquistati vengono assimilati agli interessi e ammortizzati sulla base della vita residua dei titoli.

### **Operazioni temporanee**

Le operazioni temporanee condotte nel quadro di operazioni di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine sono iscritte nello stato patrimoniale come depositi (ricevuti) garantiti. La situazione patrimoniale mostra l'ammontare dei depositi e il valore dei titoli a garanzia. I titoli oggetto di tali transazioni restano nella situazione patrimoniale della BCE e sono considerati come facenti ancora parte del portafoglio di provenienza. Le transazioni di questa specie relative a titoli denominati in valuta estera non hanno effetto sul costo medio della posizione in valuta.

Le operazioni temporanee effettuate nel quadro di operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine sono registrate come prestiti garantiti nell'attivo dello stato patrimoniale, per l'ammontare del prestito stesso. I titoli acquistati mediante tali operazioni non sono soggetti a rivalutazione.

Le operazioni temporanee, incluse le operazioni di prestito in titoli, condotte nel quadro di un programma di prestito titoli automatizzato sono contabilizzate con effetto sullo stato patrimoniale solo nel caso in cui la garanzia venga fornita in contanti dal richiedente il prestito per tutta la durata dell'ope-

razione. Nel 2002 la BCE non ha ricevuto alcuna garanzia rispondente a tali requisiti.

### **Operazioni "fuori bilancio"**

Le operazioni "fuori bilancio" in valuta, cioè gli acquisti o 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 perdite in cambi. Le operazioni "fuori bilancio" su tassi di interesse sono valutate separatamente l'una dall'altra. Alla data di contrattazione i *future* su tassi di interesse sono registrati in conti "fuori bilancio". I movimenti giornalieri dei margini di variazione sono iscritti sopra la linea. Le minusvalenze da valutazione (non realizzate) imputate al conto economico a fine esercizio non vengono stornate negli esercizi successivi a fronte di plusvalenze da valutazione (non realizzate); il conto economico viene accreditato per eventuali utili all'atto della chiusura (o scadenza) dell'operazione.

### **Fatti contabili rilevanti successivi alla data di riferimento del bilancio**

Le attività e le passività sono oggetto di aggiustamenti relativi a eventi che si manifestino fra la data di riferimento del bilancio annuale e quella in cui tale bilancio 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**

Le transazioni intra-SEBC sono operazioni transfrontaliere tra due banche centrali dell'UE. Queste operazioni hanno luogo principalmente tramite Target<sup>2</sup> e danno origine a saldi bilaterali in appositi conti detenuti tra le

<sup>2</sup> Target è il sistema transeuropeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale (cfr. anche il capitolo VIII).

BCN dell'UE collegate a Target. Tali saldi sono compensati alla fine di ogni giornata lavorativa mediante novazione nei confronti della BCE con la conseguenza che ogni BCN presenta un'unica posizione bilaterale netta, esclusivamente nei confronti della BCE. Tale posizione, appostata nei conti della BCE, rappresenta il credito o il debito netto di ogni BCN nei confronti del resto del SEBC.

I saldi intra-SEBC delle BCN dei paesi partecipanti all'area dell'euro nei confronti della BCE (ad eccezione di quelli afferenti il capitale della BCE e il trasferimento di riserve valutarie alla stessa) sono indicati come crediti/debiti intra-Eurosistema ed esposti nella situazione patrimoniale della BCE in un'unica posizione netta attiva o passiva.

I saldi intra-SEBC rivenienti dall'allocazione dei biglietti in euro nell'ambito dell'Eurosistema confluiscono in un'unica posizione netta attiva, alla voce "Crediti derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema" (cfr. la sezione *Banconote in circolazione* nelle presenti note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

I saldi intra-SEBC delle BCN dei paesi non partecipanti all'area dell'euro nei confronti della BCE sono esposti alla voce "Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro".

### **Immobilizzazioni materiali e immateriali**

Le immobilizzazioni materiali (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 presunta" del bene. In particolare:

- computer, relativo hardware/software e automezzi: 4 anni;
- impianti, mobili e attrezzature: 10 anni;
- fabbricati e spese di rinnovamento capitalizzate: 25 anni.

Con riferimento alle spese per i fabbricati e per le opere di rinnovamento capitalizzate relative ai locali attualmente utilizzati 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. Tale modifica inciderà sui conti annuali principalmente a decorrere dal 2003.

Le immobilizzazioni il cui costo sia inferiore a 10.000 euro sono interamente imputate al conto economico nell'anno di acquisto.

### **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. 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 integrazione delle prestazioni a contribuzione definita.

### **Banconote in circolazione**

La BCE e le dodici BCN dell'area dell'euro, che assieme formano l'Eurosistema, hanno emesso banconote in euro a partire dal 1° gennaio 2002<sup>3</sup>. L'ammontare totale dei biglietti in circolazione è ripartito l'ultimo giorno lavorativo di ogni mese sulla base dello schema di allocazione delle banconote<sup>4</sup>.

<sup>3</sup> *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.*

<sup>4</sup> *Per "schema di allocazione delle banconote" si intendono le percentuali che risultano tenendo conto della quota della BCE sul totale delle banconote emesse in euro e applicando le quote di capitale sottoscritto alla quota delle BCN in tale totale.*

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'allocatione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema" (cfr. la sezione *Saldi intra-SEBC* nelle presenti note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio). Gli interessi attivi confluiscono nella voce "Interessi attivi netti". Il Consiglio direttivo ha deciso che tale reddito sarà riconosciuto separatamente alle BCN mediante una distribuzione provvisoria di utili<sup>6</sup>. Questo 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 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. Per l'esercizio 2002 è stata effettuata una sola distribuzione provvisoria il secondo giorno lavorativo del 2003. A

partire da quest'anno tali distribuzioni avranno luogo dopo la fine di ciascun trimestre.

### **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 PricewaterhouseCoopers GmbH quale revisore esterno della BCE per l'esercizio finanziario terminato il 31 dicembre 2002.

---

<sup>5</sup> *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.*

<sup>6</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.*

## Note allo stato patrimoniale

### 1 Oro e crediti in oro

La BCE detiene 24,7 milioni di onces di oro fino (lo stesso quantitativo esposto nel 2001). Nel corso del 2002 non è stata effettuata alcuna operazione in oro; la variazione di tale voce nello stato patrimoniale è dovuta alle rivalutazioni trimestrali (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 2002, 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 inglese e yen giapponese). A fini contabili, i DSP sono trattati come attività in valuta 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 sono rappresentati da saldi con banche estere, prestiti denominati in valuta estera e investimenti in titoli denominati in dollari statunitensi e yen giapponesi.

### 3 Crediti denominati in euro verso non residenti nell'area dell'euro

Tale voce dell'attivo comprende i depositi bancari in essere con non residenti nell'area dell'euro alla data del 31 dicembre 2002.

### 4 Titoli denominati in euro emessi da residenti nell'area dell'euro

Tutti i titoli denominati in euro emessi da residenti nell'area dell'euro e detenuti dalla BCE rappresentano una contropartita diretta del capitale e delle riserve della Banca. La BCE ha deciso una riclassificazione di tali consistenze in un portafoglio specifico, che è attualmente incluso nella voce "Altre attività finanziarie". A fini di comparazione, il saldo al 31 dicembre 2001 è stato modificato di conseguenza.

### 5 Crediti interni all'Eurosistema

#### *Crediti derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema*

Questa voce comprende i crediti della BCE nei confronti delle BCN dei paesi dell'area dell'euro relativamente all'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema (cfr. la sezione *Banconote in circolazione* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

#### *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 relativi alla distribuzione provvisoria degli utili rivenienti alla BCE dalle banconote (cfr. le sezioni *Banconote in circolazione* e *Saldi intra-SEBC* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

	2002 €	2001 €
Saldi Target a debito delle BCN dei paesi dell'area dell'euro	56.546.091.330	66.908.187.928
Saldi Target a credito delle BCN dei paesi dell'area dell'euro	(50.471.612.534)	(57.210.884.008)
Saldi a credito delle BCN dei paesi dell'area dell'euro nel quadro della distribuzione provvisoria degli utili rivenienti alla BCE dalle banconote	(606.000.000)	0
<b>Posizione netta</b>	<b>5.468.478.796</b>	<b>9.697.303.920</b>

## 6 Altre attività

### *Immobilizzazioni materiali e immateriali*

Principali voci iscritte al 31 dicembre 2002:

	Valore netto contabile al 31 dicembre 2002 €	Valore netto contabile al 31 dicembre 2001 €
Terreni e fabbricati	51.496.140	39.288.068
Computer	33.522.388	28.703.744
Impianti, mobili, attrezzature all'interno degli edifici e automezzi	2.575.083	4.492.005
Immobilizzazioni in corso	9.092.185	8.077.125
Altre immobilizzazioni	15.938.962	20.024.712
<b>Totale</b>	<b>112.624.758</b>	<b>100.585.654</b>

Il principale incremento, relativo alla voce "Terreni e fabbricati", è riconducibile alla capitalizzazione dei costi per l'utilizzo delle strutture della BCE presso le sue due sedi (Eurotower ed Eurotheum).

### *Altre attività finanziarie*

Le principali componenti di questa voce sono:

- a) Titoli denominati in euro emessi da residenti nell'area dell'euro, valutati in 5,4 miliardi di euro (4,4 miliardi nel 2001, cfr. nota 4).

b) Investimenti di portafoglio relativi al fondo pensioni della BCE, valutati in 61,9 milioni di euro (53,9 milioni nel 2001). Tali attività rappresentano gli investimenti dei contributi previdenziali a carico della BCE e del personale che risultavano accumulati al 31 dicembre 2002; tali 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 valore delle attività a fronte dello schema pensionistico viene determinato dal gestore esterno utilizzando i prezzi di mercato di fine anno.

- c) 3.000 azioni della Banca per i regolamenti internazionali contabilizzate al costo di acquisto di 38,5 milioni di euro.

### *Ratei e risconti attivi*

Questa voce comprende un ammontare di 727 milioni di euro a titolo di interessi maturati sui crediti della BCE relativi all'allocatione delle banconote in euro all'interno dell'Euro-sistema (cfr. la sezione *Banconote in circolazione* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio). La rimanente parte è principalmente costituita da interessi maturati su titoli e altre attività finanziarie.

### *Varie*

L'incremento di questa voce per il 2002 è dovuto principalmente al reddito riveniente alla BCE dalle banconote non ancora corrisposto alle BCN conformemente allo schema di distribuzione provvisoria (cfr. la nota 5 e la sezione *Banconote in circolazione* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

## 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

Questa 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 sono rappresentate principalmente dai saldi debitori della BCE nei confronti delle BCN dei paesi non facenti parte dell'area dell'euro che derivano dalle operazioni effettuate tramite il sistema Target (cfr. la sezione *Saldi intra-SEBC* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

## 10 Passività denominate in valuta estera verso residenti e non residenti nell'area dell'euro

In questa voce confluiscono le passività generate da operazioni di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine effettuate con residenti e non residenti nell'area dell'euro nel quadro della gestione delle riserve in valuta estera della BCE.

## 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. Le passività originarie sono state denominate in euro su base fissa determinata dal valore delle attività

all'epoca del loro trasferimento e 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 sezione *Note al conto economico*, nota 19).

	Quote di partecipazione al capitale della BCE (in percentuale) €	
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 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 BCE (cfr. nota 11). Questa voce include anche le passività della BCE connesse con il fondo pensioni per un ammontare di 61,9 milioni di euro (53,9 milioni nel 2001), nonché altri ratei passivi.

## 13 Fondi di accantonamento

In considerazione dell'elevata esposizione della BCE ai rischi di cambio e di tasso d'interesse nonché della dimensione delle sue riserve da rivalutazione, è stato costituito un accantonamento generale volto a fronteggiare tali rischi. L'ammontare di tale accantona-

mento e l'esigenza stessa di continuare a disporre sono riesaminati con cadenza annuale, sulla base della valutazione della BCE riguardo alla propria esposizione futura ai rischi summenzionati.

Questa voce comprende anche gli accantonamenti per spese di amministrazione 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.

#### 14 Conti di rivalutazione

Tali conti rappresentano riserve da rivalutazione originate da plusvalenze non realizzate rilevate su attività e passività. La contrazione di questi saldi è principalmente dovuta al deprezzamento del dollaro statunitense nei confronti dell'euro (cfr. la sezione *Oro e attività e passività in valuta estera* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

	2002 €	2001 €
Oro	1.983.835.491	1.691.913.278
Valuta estera	1.682.723.875	7.428.130.700
Titoli	738.274.730	308.958.852
Totale	4.404.834.096	9.429.002.830

#### 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:

	Quote di partecipazione al capitale della BCE (in percentuale) €	
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,8658	143.290.000
Deutsche Bundesbank	24,4935	1.224.675.000
Banca di Grecia	2,0564	102.820.000
Banco de España	8,8935	444.675.000
Banque de France	16,8337	841.685.000
Central Bank of Ireland	0,8496	42.480.000
Banca d'Italia	14,8950	744.750.000
Banque centrale du Luxembourg	0,1492	7.460.000
De Nederlandsche Bank	4,2780	213.900.000
Oesterreichische Nationalbank	2,3594	117.970.000
Banco de Portugal	1,9232	96.160.000
Suomen Pankki - Finlands Bank	1,3970	69.850.000
Totale	80,9943	4.049.715.000

Le contribuzioni delle BCN non appartenenti all'area dell'euro, pari al 5 per cento dell'ammontare che le stesse dovrebbero versare qualora i paesi di rispettiva appartenenza partecipassero all'unione monetaria, ammontano a 47.514.250 euro, così ripartiti:

	Quote di partecipazione al capitale della BCE (in percentuale) €	
Danmarks Nationalbank	1,6709	4.177.250
Sveriges Riksbank	2,6537	6.634.250
Bank of England	14,6811	36.702.750
Totale	19,0057	47.514.250

Gli importi versati dalle BCN non appartenenti all'area dell'euro rappresentano un contributo ai costi operativi sostenuti dalla BCE per lo svolgimento di attività nell'interesse di tali BCN. Queste ultime, fino al loro ingresso nell'Eurosistema, non sono soggette al versamento di alcun contributo aggiuntivo rispetto agli importi già stabiliti. Esse non hanno titolo a partecipare alla ripartizione degli utili, incluso il reddito riveniente dall'allocatione delle banconote in euro all'interno dell'Euro-

sistema, né sono tenute al ripianamento delle perdite della BCE.

#### Riserve

Ai sensi dell'articolo 33 dello Statuto del SEBC e della decisione presa il 21 marzo 2002 dal Consiglio direttivo, un ammontare di 364 milioni di euro dell'utile netto dell'esercizio terminato il 31 dicembre 2001 è stato trasferito al fondo di riserva generale.

### 16 Procedura automatica per i prestiti in titoli

Per gestire una parte dei fondi propri, la BCE aderisce a 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 2002 risultavano in essere operazioni temporanee condotte nel quadro di accordi di vendita/acquisto a pronti con patto di riacquisto/rivendita a termine, per un valore di 1,4 miliardi di euro rispettivamente (1,6 miliardi nel 2001); cfr. la sezione *Operazioni temporanee* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio.

### 17 Future su tassi di interesse

Nell'esercizio 2002 la BCE ha fatto ricorso ai *future* su tassi di interesse in valuta estera nel quadro della gestione delle riserve ufficiali. Al 31 dicembre 2002 risultavano in essere le seguenti operazioni (riportate al valore nominale):

Future su tassi di interesse in valuta	Valore dei contratti €
Acquisti	1.130.775.475
Vendite	682.464.004

### 18 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 predifinita, 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.

## Note al conto economico

### 19 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.

	2002 €	2001 €
Interessi attivi lordi sulle riserve ufficiali	1.060.990.318	1.851.694.324
Interessi passivi sulle riserve ufficiali	(70.371.421)	(144.262.865)
Interessi attivi netti sulle riserve ufficiali	990.618.897	1.707.431.459

#### *Interessi attivi derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema*

Confluiscono in questa voce gli interessi attivi della BCE relativi alla quota dell'8 per cento ad essa assegnata sul totale delle emissioni di banconote in euro (cfr. la sezione *Banconote in circolazione* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio). Tali interessi vengono remunerati alla BCE all'ultimo tasso marginale disponibile applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema.

#### *Remunerazione dei crediti delle BCN relativamente alle riserve ufficiali trasferite*

Indica la remunerazione pagata alle BCN dell'area dell'euro sui crediti in essere verso la BCE a fronte del trasferimento di attività di riserva 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.

Se si esclude la voce "Interessi attivi derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema", gli interessi attivi netti sono diminuiti rispetto al 2001, principalmente a causa del calo dei tassi di interesse in euro e in dollari statunitensi registrato nel corso dell'anno.

### 20 Utili e perdite realizzati rivenienti da operazioni finanziarie

Utili netti da negoziazione sono stati realizzati a fronte di vendite di titoli effettuate nell'ambito della gestione ordinaria di portafoglio. Nel 2002 non si sono registrati rilevanti esiti di valute estere.

### 21 Svalutazioni di attività e di posizioni finanziarie

Tali oneri sono dovuti quasi interamente all'appostazione di svalutazioni in diminuzione del costo di acquisizione delle consistenze di yen giapponesi e DSP detenute dalla BCE al rispettivo tasso di cambio al 31 dicembre 2002, in seguito al loro deprezzamento nei confronti dell'euro in corso d'anno (cfr. la sezione *Rilevazione delle rendite e delle spese* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

### 22 (Spese)/proventi netti da provvigioni e commissioni

Questa voce comprende le rendite e le spese di seguito indicate. Le rendite derivano dall'irrogazione di sanzioni pecuniarie alle istituzioni

	2002 €	2001 €
Provvigioni e commissioni attive	634.241	931.206
Provvigioni e commissioni passive	(861.399)	(633.086)
Proventi netti da provvigioni e commissioni	(227.158)	298.120

creditizie per il mancato adempimento degli obblighi di riserva.

### **23 Altri proventi**

Questa voce comprende principalmente il trasferimento al conto economico di accantonamenti per spese amministrative non utilizzati.

### **24 Spese per il personale**

La voce comprende gli stipendi e le indennità per un importo di 92,6 milioni di euro (82,4 milioni nel 2001), 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 a 2 milioni di euro (1,9 milioni nel 2001). Nel corso dell'anno non sono state liquidate pensioni a precedenti membri del Comitato esecutivo, né a persone a carico degli stessi. 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 2002 la BCE presentava un organico di 1.105 dipendenti, di cui 79 dirigenti. Il numero medio dei dipendenti della BCE nel 2002 è stato di 1.080 unità, rispetto alle 997 del 2001. Nel periodo in esame sono stati assunti 113 dipendenti, mentre 51 hanno lasciato la BCE.

### **25 Piano pensionistico della BCE**

La normativa che regola il piano pensionistico prevede una valutazione attuariale triennale completa. L'ultima è stata condotta con riferimento al 31 dicembre 2001 utilizzando il metodo *Projected Unit Credit*, nel rispetto delle passività minime corrispondenti agli importi forfettari pagabili al personale all'atto della cessazione dal servizio.

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 27,4 milioni di euro (14,9 milioni nel 2001). Questo ammontare comprende accantonamenti per le pensioni dei membri del Comitato esecutivo pari a 2,1 milioni di euro (0,7 milioni nel 2001) e qualsiasi contribuzione aggiuntiva. Sulla base delle indicazioni dell'attuario, nel 2002 la BCE ha effettuato una contribuzione aggiuntiva di 10,5 milioni di euro. 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.

### **26 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.

Il decremento netto delle spese di amministrazione rispetto al 2001 è dovuto principalmente al fatto che in quell'esercizio sono stati sostenuti oneri aggiuntivi per consulenze in relazione alla *Campagna di informazione euro 2002*.

### **27 Servizi di produzione di banconote**

Nel 2001 i costi di produzione sostenuti al fine di costituire una riserva di banconote in euro per l'Eurosistema in vista della sostituzione del contante sono stati capitalizzati in attesa di assegnare tale giacenza alle BCN al prezzo di costo come previsto. Dopo l'immissione in circolazione dell'euro il Consiglio direttivo della BCE ha deciso che il quantitativo residuo di banconote avrebbe costituito il nucleo di una riserva strategica dell'Eurosistema;

in seguito a tale decisione, questi costi e oneri analoghi sostenuti nel 2002 sono stati imputati alle spese dell'esercizio. I rimanenti costi legati alla costituzione di detta riserva sono stati sopportati direttamente dalle BCN.

Il Consiglio direttivo ha deciso che l'ammontare di tale spesa fosse detratto dalla distribuzione provvisoria del reddito riveniente dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema.

Al Presidente e al Consiglio direttivo  
della Banca centrale europea

Francoforte sul Meno

Abbiamo esaminato gli acclusi conti annuali della Banca centrale europea al 31 dicembre 2002, per i quali è responsabile il Comitato esecutivo della Banca centrale europea. È nostra responsabilità esprimere un parere su questi conti annuali, sulla scorta della revisione da noi effettuata.

Abbiamo svolto la 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 direzione, 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 gli acclusi conti annuali, redatti in base ai criteri contabili indicati nella prima parte della relativa nota integrativa, rappresentano in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria della Banca centrale europea al 31 dicembre 2002 e il risultato economico dell'esercizio terminato in quella data.

Francoforte sul Meno, 12 marzo 2003

*PricewaterhouseCoopers*

GmbH  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

[firmato]  
(Wagener)  
Revisore dei conti

[firmato]  
(Roennberg)  
Revisore dei conti

## Nota sulla distribuzione degli utili

La presente nota non costituisce parte del bilancio della BCE per l'esercizio 2002; essa viene pubblicata nel Rapporto annuale a scopo puramente informativo.

### Distribuzione degli utili

#### *Reddito riveniente dalle banconote emesse dalla BCE*

Conformemente alla decisione del Consiglio direttivo del 19 dicembre 2002, un importo pari a 606 milioni di euro, comprensivo di parte del reddito derivante dalla quota assegnata alla BCE del valore totale delle banconote in euro in circolazione, è stato distribuito alle BCN il 3 gennaio 2003, in misura proporzionale alle quote sottoscritte del capitale della BCE.

#### *Trasferimenti al fondo di riserva generale*

L'articolo 33 dello Statuto del SEBC stabilisce che il profitto netto della BCE deve essere trasferito nell'ordine seguente:

- un importo stabilito dal Consiglio direttivo, che non può superare il 20 per cento del profitto netto, viene trasferito al fondo di riserva generale entro un limite pari al 100 per cento del capitale;
- il rimanente profitto netto viene distribuito ai detentori di quote della BCE in proporzione alle quote sottoscritte.

Ai sensi di tale articolo, il 20 marzo 2003 il Consiglio direttivo ha deciso di non effettuare trasferimenti al fondo di riserva generale e di distribuire l'importo residuo di 614 milioni di euro alle BCN dei paesi dell'area dell'euro in misura proporzionale alle quote rispettivamente sottoscritte.

Le BCN dei paesi non appartenenti all'area dell'euro non hanno titolo a ricevere quote dell'utile della BCE.

	2002 €	2001 €
Utile d'esercizio	1.220.454.254	1.821.819.922
Reddito riveniente dalle banconote emesse dalla BCE distribuito alle BCN	(606.000.000)	0
Utile d'esercizio al netto della distribuzione del reddito riveniente dalle banconote emesse dalla BCE	614.454.254	1.821.819.922
Trasferimenti al fondo di riserva generale	0	(364.363.984)
Utile distribuibile	614.454.254	1.457.455.938
Distribuzione alle BCN	(614.454.254)	(1.457.455.938)
<b>Totale</b>	<b>0</b>	<b>0</b>



## Stato patrimoniale consolidato dell'Eurosistema al 31 dicembre 2002

(in milioni di euro)

Attivo	31 dicembre 2002	31 dicembre 2001
<b>1 Oro e crediti in oro</b>	<b>130.739</b>	<b>126.801</b>
<b>2 Crediti denominati in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro</b>	<b>234.486</b>	<b>264.986</b>
2.1 Crediti verso l'FMI	31.305	32.008
2.2 Conti presso banche e investimenti in titoli, prestiti esteri e altre attività sull'estero	203.181	232.978
<b>3 Crediti denominati in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro</b>	<b>19.823</b>	<b>24.804</b>
<b>4 Crediti denominati in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	<b>4.190</b>	<b>5.707</b>
4.1 Conti presso banche, investimenti in titoli e prestiti	4.190	5.707
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>227.654</b>	<b>203.597</b>
5.1 Operazioni di rifinanziamento principali	180.000	142.000
5.2 Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	45.000	60.000
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	2.621	1.573
5.6 Crediti connessi a richieste di margini	33	24
<b>6 Altri crediti denominati in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	<b>147</b>	<b>488</b>
<b>7 Titoli denominati in euro emessi da residenti nell'area dell'euro *</b>	<b>27.828</b>	<b>24.417</b>
<b>8 Crediti verso la pubblica amministrazione denominati in euro</b>	<b>44.486</b>	<b>67.722</b>
<b>9 Altre attività</b>	<b>105.808</b>	<b>95.567</b>
<b>Totale attivo</b>	<b>795.161</b>	<b>814.089</b>

Il totale generale e i totali parziali potrebbero non quadrare per effetto degli arrotondamenti.

\* La variazione della voce è in parte da imputare ad un cambiamento dei criteri di redazione del bilancio seguiti dalla BCE, descritto in dettaglio al punto 4 delle Note allo Stato patrimoniale della BCE.

<b>Passivo</b>	<b>31 dicembre 2002</b>	<b>31 dicembre 2001</b>
<b>1 Banconote in circolazione</b>	<b>371.866</b>	<b>269.558</b>
<b>2 Passività verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro relative a operazioni di politica monetaria e denominate in euro</b>	<b>133.565</b>	<b>148.072</b>
2.1 Conti correnti (inclusi i depositi di riserva obbligatoria)	133.495	147.580
2.2 Depositi presso la banca centrale ( <i>overnight</i> )	70	488
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	0	4
<b>3 Altre passività denominate in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	<b>15</b>	<b>37.159</b>
<b>4 Certificati di debito emessi</b>	<b>2.029</b>	<b>2.939</b>
<b>5 Passività denominate in euro verso altri residenti nell'area dell'euro</b>	<b>46.197</b>	<b>51.277</b>
5.1 Pubblica amministrazione	41.123	44.970
5.2 Altre passività	5.074	6.307
<b>6 Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	<b>8.813</b>	<b>9.446</b>
<b>7 Passività denominate in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro</b>	<b>1.125</b>	<b>2.524</b>
<b>8 Passività denominate in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro</b>	<b>18.588</b>	<b>20.227</b>
8.1 Depositi, conti di natura diversa e altre passività	18.588	20.227
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>6.340</b>	<b>6.967</b>
<b>10 Altre passività</b>	<b>59.702</b>	<b>77.181</b>
<b>11 Conti di rivalutazione</b>	<b>82.615</b>	<b>125.397</b>
<b>12 Capitale e riserve</b>	<b>64.306</b>	<b>63.342</b>
<b>Totale passivo</b>	<b>795.161</b>	<b>814.089</b>



## Strumenti giuridici adottati dalla Banca centrale europea nel 2002

Questo elenco illustra gli strumenti giuridici vincolanti adottati dalla BCE nel 2002 e pubblicati nella Gazzetta ufficiale delle Comunità europee<sup>1</sup>. Questi e altri strumenti giuridici adottati dalla BCE e pubblicati nella Gazzetta ufficiale possono essere richiesti all'Ufficio delle Pubblicazioni ufficiali delle Comunità europee. L'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)).

<sup>1</sup> In conformità con il punto 38 dell'articolo 2 del Trattato di Nizza, che modifica l'articolo 254 del Trattato istitutivo della Comunità europea, la Gazzetta ufficiale delle Comunità europee è divenuta, dall'entrata in vigore del Trattato di Nizza, la Gazzetta ufficiale dell'Unione europea.

Numero	Titolo	Pubblicazione
BCE/2002/1	Indirizzo della Banca centrale europea, del 27 febbraio 2002, che modifica l'Indirizzo BCE/2001/3 relativo a un sistema di trasferimento espresso trans-europeo automatizzato di regolamento lordo in tempo reale (Target)	GU L 67 del 9.3.2002, pagg. 74-76
BCE/2002/2	Indirizzo della Banca centrale europea, del 7 marzo 2002, che modifica l'Indirizzo BCE/2000/7 sugli strumenti e sulle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema	GU L 185 del 15.7.2002, pagg. 1-78
BCE/2002/3	Regolamento della Banca centrale europea, del 18 aprile 2002, che modifica il Regolamento BCE/1998/15 sull'applicazione delle riserve obbligatorie minime	GU L 106 del 23.4.2002, pagg. 9-10
BCE/2002/4	Regolamento della Banca centrale europea, del 6 giugno 2002, che rettifica il Regolamento BCE/2001/13 relativo al bilancio consolidato del settore delle istituzioni finanziarie monetarie	GU L 151 dell'11.6.2002, pag. 11
BCE/2002/5	Indirizzo della Banca centrale europea, del 30 luglio 2002, 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 220 del 15.8.2002, pagg. 67-71
BCE/2002/6	Indirizzo della Banca centrale europea, del 26 settembre 2002, sulle norme minime di comportamento applicabili alla Banca centrale europea e alle banche centrali nazionali nello svolgimento di operazioni di politica monetaria, di operazioni sui cambi con le riserve in valuta estera della BCE e nella gestione delle attività di riserva in valuta della BCE	GU L 270 dell'8.10.2002, pagg. 14-16
BCE/2002/7	Indirizzo della Banca centrale europea, del 21 novembre 2002, relativo agli obblighi di segnalazione statistica alla Banca centrale europea nel settore dei conti finanziari trimestrali	GU L 334 dell'11.12.2002, pagg. 24-44
BCE/2002/8	Regolamento della Banca centrale europea, del 21 novembre 2002, che modifica il regolamento BCE/2001/13 relativo al bilancio consolidato del settore delle istituzioni finanziarie monetarie	GU L 330 del 6.12.2002, pagg. 29-32

<b>Numero</b>	<b>Titolo</b>	<b>Pubblicazione</b>
BCE/2002/9	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	GU L 323 del 28.11.2002, pagg. 49–50
BCE/2002/10	Indirizzo della Banca centrale europea, del 5 dicembre 2002, sull'assetto giuridico delle segnalazioni contabili e finanziarie nel Sistema europeo di banche centrali	GU L 58 del 3.3.2003, pagg. 1–37
BCE/2002/11	Decisione della Banca centrale europea, del 5 dicembre 2002, sul bilancio annuale della Banca centrale europea	GU L 58 del 3.3.2003, pagg. 38–59
BCE/2002/12	Decisione della Banca centrale europea, del 19 dicembre 2002, relativa all'approvazione del volume di conio delle monete metalliche per il 2003	GU L 358 del 31.12.2002, pagg. 144–145
BCE/2002/13	Raccomandazione della Banca centrale europea, del 19 dicembre 2002, al Consiglio dell'Unione europea relativamente ai revisori esterni della Banca centrale europea e della Suomen Pankki	GU C 331 del 31.12.2002, pag. 56

# Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea

Scopo di questo elenco è informare i lettori sui principali documenti pubblicati dalla Banca centrale europea. 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 dall'Istituto monetario europeo, si prega di consultare il sito Internet della BCE ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)).

## Rapporto annuale

*Rapporto annuale 1998*, aprile 1999.

*Rapporto annuale 1999*, aprile 2000.

*Rapporto annuale 2000*, maggio 2001.

*Rapporto annuale 2001*, aprile 2002.

---

## Rapporto sulla convergenza

*Rapporto sulla convergenza 2000*, maggio 2000.

*Rapporto sulla convergenza 2002*, maggio 2002.

---

## Bollettino mensile

Articoli pubblicati dal gennaio 1999:

*L'area dell'euro all'inizio della terza fase*, gennaio 1999.

*La strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, orientata alla stabilità*, gennaio 1999.

*Gli aggregati monetari dell'area dell'euro e il loro ruolo nella strategia di politica monetaria dell'Eurosistema*, febbraio 1999.

*Il ruolo degli indicatori economici di breve termine nell'analisi dell'andamento dei prezzi nell'area dell'euro*, aprile 1999.

*Il settore bancario dell'area dell'euro: caratteristiche strutturali e tendenze*, aprile 1999.

*L'assetto operativo dell'Eurosistema: descrizione e prime valutazioni*, maggio 1999.

*L'attuazione del Patto di stabilità e crescita*, maggio 1999.

*Andamento di lungo periodo e variazioni cicliche dei principali indicatori economici nei paesi dell'area dell'euro*, luglio 1999.

*L'assetto istituzionale del Sistema europeo di banche centrali*, luglio 1999.

*Il ruolo internazionale dell'euro*, agosto 1999.

*I bilanci delle Istituzioni finanziarie monetarie dell'area dell'euro agli inizi del 1999*, agosto 1999.

*I differenziali d'inflazione in una unione monetaria*, ottobre 1999.

*I preparativi del SEBC per l'anno 2000*, ottobre 1999.

*Politiche orientate alla stabilità e andamento dei tassi di interesse reali a lungo termine negli anni novanta*, novembre 1999.

*TARGET e i pagamenti in euro*, novembre 1999.

*Gli strumenti giuridici della Banca centrale europea*, novembre 1999.

*L'area dell'euro un anno dopo l'introduzione della moneta unica: caratteristiche principali e mutamenti della struttura finanziaria*, gennaio 2000.

*Le riserve valutarie e le operazioni in valuta estera dell'Eurosistema, gennaio 2000.*  
*L'Eurosistema e il processo di ampliamento della UE, febbraio 2000.*  
*Il processo di consolidamento nel settore dei servizi di regolamento delle transazioni in titoli, febbraio 2000.*  
*I tassi di cambio effettivi nominali e reali dell'euro, aprile 2000.*  
*L'UEM e la vigilanza bancaria, aprile 2000.*  
*Il contenuto informativo dei tassi di interesse e dei relativi derivati per la politica monetaria, maggio 2000.*  
*Evoluzione e caratteristiche strutturali dei mercati del lavoro nell'area dell'euro, maggio 2000.*  
*Il passaggio alle aste a tasso variabile nelle operazioni di rifinanziamento principali, luglio 2000.*  
*La trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro, luglio 2000.*  
*Invecchiamento della popolazione e politica di bilancio nell'area dell'euro, luglio 2000.*  
*Indicatori dei prezzi e dei costi per l'area dell'euro: uno sguardo d'insieme, agosto 2000.*  
*Il commercio con l'estero dell'area dell'euro: principali caratteristiche e tendenze recenti, agosto 2000.*  
*Crescita del prodotto potenziale e output gap: concetto, utilizzi e stime, ottobre 2000.*  
*I rapporti della BCE con le istituzioni e gli organi della Comunità europea, ottobre 2000.*  
*I due pilastri della strategia di politica monetaria della BCE, novembre 2000.*  
*Le problematiche connesse allo sviluppo della moneta elettronica, novembre 2000.*  
*L'area dell'euro dopo l'ingresso della Grecia, gennaio 2001.*  
*La politica monetaria in presenza di incertezza, gennaio 2001.*  
*I rapporti della BCE con le organizzazioni e i consessi internazionali, gennaio 2001.*  
*Caratteristiche del finanziamento alle imprese nell'area dell'euro, febbraio 2001.*  
*Verso un livello uniforme di servizi per i pagamenti al dettaglio nell'area dell'euro, febbraio 2001.*  
*La comunicazione esterna della Banca centrale europea, febbraio 2001.*  
*Una valutazione delle statistiche economiche generali per l'area dell'euro, aprile 2001.*  
*Il sistema delle garanzie per le operazioni di finanziamento dell'Eurosistema, aprile 2001.*  
*L'introduzione delle banconote e delle monete in euro, aprile 2001.*  
*Il quadro di riferimento e gli strumenti dell'analisi monetaria, maggio 2001.*  
*La nuova regolamentazione sull'adeguatezza patrimoniale: il punto di vista della BCE, maggio 2001.*  
*Fonti di finanziamento e investimenti finanziari dei settori non finanziari nell'area dell'euro, maggio 2001.*  
*Nuove tecnologie e produttività nell'area dell'euro, luglio 2001.*  
*Le misure dell'inflazione di fondo nell'area dell'euro, luglio 2001.*  
*Le politiche di bilancio e la crescita economica, agosto 2001.*  
*Le riforme dei mercati dei beni e dei servizi nell'area dell'euro, agosto 2001.*  
*Il processo di consolidamento nei sistemi di compensazione con controparte centrale nell'area dell'euro, agosto 2001.*  
*Alcune questioni riguardanti le regole di politica monetaria, ottobre 2001.*  
*L'andamento delle richieste delle controparti nelle regolari operazioni di mercato aperto dell'Eurosistema, ottobre 2001.*  
*La sostituzione del contante in euro nei mercati al di fuori dell'area dell'euro, ottobre 2001.*  
*Il contenuto informativo degli indicatori compositi del ciclo economico dell'area dell'euro, novembre 2001.*  
*Il quadro di riferimento per le politiche economiche nell'UEM, novembre 2001.*  
*I fattori di fondo dell'economia e il tasso di cambio dell'euro, gennaio 2002.*  
*I preparativi per le banconote in euro: dalla sostituzione del contante ai lavori previsti dopo la transizione, gennaio 2002.*  
*Il mercato azionario e la politica monetaria, febbraio 2002.*  
*La recente evoluzione della cooperazione internazionale, febbraio 2002.*  
*Il funzionamento degli stabilizzatori automatici di bilancio nell'area dell'euro, aprile 2002.*

*Il ruolo dell'Eurosistema nei sistemi di pagamento e di compensazione*, aprile 2002.  
*Miglioramenti delle statistiche sui bilanci e sui tassi di interesse delle IFM*, aprile 2002.  
*La gestione delle liquidità da parte della BCE*, maggio 2002.  
*La cooperazione internazionale in materia di vigilanza prudenziale*, maggio 2002.  
*Implicazioni della sostituzione del contante in euro sull'andamento delle banconote e monete in circolazione*, maggio 2002.  
*Caratteristiche del ciclo economico dell'area dell'euro negli anni novanta*, luglio 2002.  
*Il dialogo dell'Eurosistema con i paesi candidati all'adesione*, luglio 2002.  
*Andamenti dei flussi di investimenti esteri diretti e di portafoglio dell'area dell'euro*, luglio 2002.  
*Convergenza dei prezzi e concorrenza nell'area dell'euro*, agosto 2002.  
*I recenti sviluppi e i rischi del settore bancario nell'area dell'euro*, agosto 2002.  
*Risparmio, fonti di finanziamento e investimenti nell'area dell'euro*, agosto 2002.  
*Recenti risultati sulla trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro*, ottobre 2002.  
*Caratteristiche principali del mercato delle operazioni pronti contro termine nell'area dell'euro*, ottobre 2002.  
*La responsabilità della BCE per il proprio operato*, novembre 2002.  
*La trasparenza della politica monetaria della BCE*, novembre 2002.  
*La composizione della crescita dell'occupazione nell'area dell'euro negli anni recenti*, novembre 2002.  
*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.

---

### Occasional Papers Series

- 1 *The impact of the euro on money and bond markets*, di J. Santillán, M. Bayle e C. Thygesen, luglio 2000.
- 2 *The effective exchange rates of the euro*, di L. Buldorini, S. Makrydakis e C. Thimann, febbraio 2002.
- 3 *Estimating the trend of M3 income velocity undestying the reference value for monetary growth*, di C. Brand, D. Gestesmeier e B. Roffia, maggio 2002.
- 4 *Labour force developments in the euro area since the 1980s*, di V. Genre e R. Gómez-Salvador, luglio 2002.
- 5 *The evolution of clearing and central counterparty services for exchange-traded derivatives in the United States and Europe: a comparison*, di D. Russo, T. L. Hart e A. Schönenberger, settembre 2002.
- 6 *Banking integration in the euro area*, di J. Cabral, F. Dierik e J. Vesala, dicembre 2002.
- 7 *Economic relations with regions neighbouring the euro area in the "euro time zone"*, di F. Mazzaferro, A. Mehl, M. Sturm, C. Thimann e A. Winkler, dicembre 2002.

---

### Working Papers Series

- 1 *A global hazard index for the world foreign exchange markets*, di V. Brousseau e F. Scacciavillani, maggio 1999.
- 2 *What does the single monetary policy do? A SVAR benchmark for the European Central Bank*, di C. Monticelli e O. Tristani, maggio 1999.
- 3 *Fiscal policy effectiveness and neutrality results in a non-Ricardian world*, di C. Dekten, maggio 1999.
- 4 *From the ERM to the euro: new evidence on economic and policy convergence among EU countries*, di I. Angeloni e L. Dedola, maggio 1999.

- 5 *Core inflation: a review of some conceptual issues*, di M. Wynne, maggio 1999.
- 6 *The demand for M3 in the euro area*, di G. Coenen e J.-L. Vega, settembre 1999.
- 7 *A cross-country comparison of market structures in European banking*, di O. De Bandt e E. P. Davis, settembre 1999.
- 8 *Inflation zone targeting*, di A. Orphanides e V. Wieland, ottobre 1999.
- 9 *Asymptotic confidence bands for the estimated autocovariance and autocorrelation functions of vector autoregressive models*, di G. Coenen, gennaio 2000.
- 10 *On the effectiveness of sterilised foreign exchange intervention*, di R. Fatum, febbraio 2000.
- 11 *Is the yield curve a useful information variable for the Eurosystem?*, di J. M. Berk e P. van Bergeijk, febbraio 2000.
- 12 *Indicator variables for optimal policy*, di L. E. O. Svensson e M. Woodford, febbraio 2000.
- 13 *Monetary policy with uncertain parameters*, di U. Söderström, febbraio 2000.
- 14 *Assessing nominal income rules for monetary policy with model and data uncertainty*, di G. D. Rudebusch, febbraio 2000.
- 15 *The quest for prosperity without inflation*, di A. Orphanides, marzo 2000.
- 16 *Estimating the implied distribution of the future short-term interest rate using the Longstaff-Schwartz model*, di P. Hördahl, marzo 2000.
- 17 *Alternative measures of the NAIRU in the euro area: estimates and assessment*, di S. Fabiani e R. Mestre, marzo 2000.
- 18 *House prices and the macroeconomy in Europe: results from a structural VAR analysis*, di M. Iacoviello, aprile 2000.
- 19 *The euro and international capital markets*, di C. Detken e P. Hartmann, aprile 2000.
- 20 *Convergence of fiscal policies in the euro area*, di O. De Bandt e F. P. Mongelli, maggio 2000.
- 21 *Firm size and monetary policy transmission: evidence from German business survey data*, di M. Ehrmann, maggio 2000.
- 22 *Regulating access to international large-value payment systems*, di C. Holthausen e T. Rønde, giugno 2000.
- 23 *Escaping Nash inflation*, di In-Koo Cho e T. J. Sargent, giugno 2000.
- 24 *What horizon for price stability*, di F. Smets, luglio 2000.
- 25 *Caution and conservatism in the making of monetary policy*, di P. Schellekens, luglio 2000.
- 26 *Which kind of transparency? On the need for clarity in monetary policy-making*, di B. Winkler, agosto 2000.
- 27 *This is what the US leading indicators lead*, di M. Camacho e G. Perez-Quiros, agosto 2000.
- 28 *Learning, uncertainty and central bank activism in an economy with strategic interactions*, di M. Ellison e N. Valla, agosto 2000.
- 29 *The sources of unemployment fluctuations: an empirical application to the Italian case*, di S. Fabiani, A. Locarno, G. Oneto e P. Sestito, settembre 2000.
- 30 *A small estimated euro area model with rational expectations and nominal rigidities*, di G. Coenen e V. Wieland, settembre 2000.
- 31 *The disappearing tax base: Is foreign direct investment eroding corporate income taxes?*, di R. Gropp e K. Kostial, settembre 2000.
- 32 *Can indeterminacy explain the short-run non-neutrality of money?*, di F. de Fiore, settembre 2000.
- 33 *The information content of M3 for future inflation in the euro area*, di C. Trecroci e J.-L. Vega, ottobre 2000.
- 34 *Capital market development, corporate governance and the credibility of exchange rate pegs*, di O. Castrén e T. Takalo, ottobre 2000.
- 35 *Systemic risk: A survey*, di O. De Bandt e P. Hartmann, novembre 2000.
- 36 *Measuring core inflation in the euro area*, di C. Morana, novembre 2000.
- 37 *Business fixed investment: evidence of a financial accelerator in Europe*, di P. Vermeulen, novembre 2000.

- 38 *The optimal inflation tax when taxes are costly to collect*, di F. De Fiore, novembre 2000.
- 39 *A money demand system for euro area M3*, di C. Brand e N. Cassola, novembre 2000.
- 40 *Financial structure and the interest rate channel of ECB monetary policy*, di B. Mojon, novembre 2000.
- 41 *Why adopt transparency? The publication of central bank forecasts*, di P. M. Geraats, gennaio 2001.
- 42 *An area-wide model (AWM) for the euro area*, di G. Fagan, J. Henry e R. Mestre, gennaio 2001.
- 43 *Sources of economic renewal: from the traditional firm to the knowledge firm*, di D. Rodrigues Palenzuela, febbraio 2001.
- 44 *The supply and demand for Eurosystem deposits – the first 18 months*, di U. Bindseil e F. Seitz, febbraio 2001.
- 45 *Testing the rank of the Hankel matrix: A statistical approach*, di G. Camba-Mendez e G. Kapetanios, marzo 2001.
- 46 *A two-factor model of the German term structure of interest rates*, di N. Cassola e J. B. Luís, marzo 2001.
- 47 *Deposit insurance and moral hazard: does the counterfactual matter?*, di R. Gropp e J. Vesala, marzo 2001.
- 48 *Financial market integration in Europe: on the effects of EMU on stock markets*, di M. Fratzscher, marzo 2001.
- 49 *Business cycle and monetary policy analysis in a structural sticky-price model of the euro area*, di M. Casares, marzo 2001.
- 50 *Employment and productivity growth in service and manufacturing sectors in France, Germany and the US*, di T. von Wachter, marzo 2001.
- 51 *The functional form of the demand for euro area M1*, di L. Stracca, marzo 2001.
- 52 *Are the effects of monetary policy in the euro area greater in recessions than in booms?*, di G. Peersman e F. Smets, marzo 2001.
- 53 *An evaluation of some measures of core inflation for the euro area*, di J.-L. Vega e M. A. Wynne, aprile 2001.
- 54 *Assessment criteria for output gap estimates*, di G. Camba-Méndez e D. Rodriguez Palenzuela, aprile 2001.
- 55 *Modelling the demand for loans to the private sector in the euro area*, di A. Calza, G. Gartner e J. Sousa, aprile 2001.
- 56 *Stabilization policy in a two country model and the role of financial frictions*, di E. Faia, aprile 2001.
- 57 *Model-based indicators of labour market rigidity*, di S. Fabiani e D. Rodriguez Palenzuela, aprile 2001.
- 58 *Business cycle asymmetries in stock returns: evidence from higher order moments and conditional densities*, di G. Pérez-Quirós e A. Timmermann, aprile 2001.
- 59 *Uncertain potential output: implications for monetary policy*, di M. Ehrmann e F. Smets, aprile 2001.
- 60 *A multi-country trend indicator for euro area inflation: computation and properties*, di E. Angelini, J. Henry e R. Mestre, aprile 2001.
- 61 *Diffusion index-based inflation forecasts for the euro area*, di E. Angelini, J. Henry e R. Mestre, aprile 2001.
- 62 *Spectral based methods to identify common trends and common cycles*, di G. C. Mendez e G. Kapetanios, aprile 2001.
- 63 *Does money lead inflation in the euro area?*, di S. Nicoletti Altimari, maggio 2001.
- 64 *Exchange rate volatility and euro area imports*, di R. Anderson e F. Skudelny, maggio 2001.
- 65 *A system approach for measuring the euro area NAIRU*, di S. Fabiani e R. Mestre, maggio 2001.

- 66 *Can short-term foreign exchange volatility be predicted by the Global Hazard Index?*, di V. Brousseau e F. Scacciavillani, giugno 2001.
- 67 *The daily market for funds in Europe: has something changed with the EMU?*, di G. Pérez-Quirós e H. R. Mendizábal, giugno 2001.
- 68 *The performance of forecast-based monetary policy rules under model uncertainty*, di A. Levin, V. Wieland e J. C. Williams, luglio 2001.
- 69 *The ECB monetary policy strategy and the money market*, di V. Gaspar, G. Pérez-Quirós e J. Sicilia, luglio 2001.
- 70 *Central bank forecasts of liquidity factors: quality, publication and the control of the overnight rate*, di U. Bindseil, luglio 2001.
- 71 *Asset market linkages in crisis periods*, di P. Hartmann, S. Straetmans e C. G. de Vries, luglio 2001.
- 72 *Bank concentration and retail interest rates*, di S. Corvoisier e R. Gropp, luglio 2001.
- 73 *Interbank lending and monetary policy transmission – evidence for Germany*, di M. Ehrmann e A. Worms, luglio 2001.
- 74 *Interbank market integration under asymmetric information*, di X. Freixas e C. Holthausen, agosto 2001.
- 75 *Value at risk models in finance*, di S. Manganelli e R. F. Engle, agosto 2001.
- 76 *Rating agency actions and the pricing of debt and equity of European banks: what can we infer about private sector monitoring of bank soundness?*, di R. Gropp e A. J. Richards, agosto 2001.
- 77 *Cyclically adjusted budget balances: an alternative approach*, di C. Bouthevillain, P. Cour-Thimann, G. van den Dool, P. Hernández de Cos, G. Langenus, M. Mohr, S. Momigliano e M. Tujula, settembre 2001.
- 78 *Investment and monetary policy in the euro area*, di B. Mojon, F. Smets e P. Vermeulen, settembre 2001.
- 79 *Does liquidity matter? Properties of a synthetic division monetary aggregate in the euro area*, di L. Stracca, ottobre 2001.
- 80 *The microstructure of the euro money market*, di P. Hartmann, M. Manna e A. Manzanares, ottobre 2001.
- 81 *What can changes in structural factors tell us about unemployment in Europe?*, di J. Morgan e A. Mourougane, ottobre 2001.
- 82 *Economic forecasting: some lessons from recent research*, di D. Hendry e M. P. Clements, ottobre 2001.
- 83 *Chi-squared tests of interval and density forecasts, and the Bank of England's fan charts*, di K. F. Wallis, novembre 2001.
- 84 *Data uncertainty and the role of money as an information variable for monetary policy*, di G. Coenen, A. Levin e V. Wieland, novembre 2001.
- 85 *Determinants of the euro real effective exchange rate: a BEER/PEER approach*, di F. Maeso-Fernandez, C. Osbat e B. Schnatz, novembre 2001.
- 86 *Rational expectations and near rational alternatives: how best to form expectations*, di M. Beeby, S. G. Hall e S. B. Henry, novembre 2001.
- 87 *Credit rationing, output gap and business cycles*, di F. Boissay, novembre 2001.
- 88 *Why is it so difficult to beat the random walk forecast of exchange rates?*, di L. Kilian e M. P. Taylor, novembre 2001.
- 89 *Monetary policy and fears of instability*, di V. Brousseau e Carsten Detken, novembre 2001.
- 90 *Public pensions and growth*, di S. Lambrecht, P. Michel e J.-P. Vidal, novembre 2001.
- 91 *The monetary transmission mechanism in the euro area: more evidence from VAR analysis*, di G. Peersman e F. Smets, dicembre 2001.
- 92 *A VAR description of the effects of the monetary policy in the individual countries of the euro area*, di B. Mojon e G. Peersman, dicembre 2001.

- 93 *The monetary transmission mechanism at the euro-area level: issues and results using structural macroeconomic models*, di P. McAdam e J. Morgan, dicembre 2001.
- 94 *Monetary policy transmission in the euro area: what do aggregate and national structural models tell us?*, di P. van Els, A. Locarno, J. Morgan e J.-P. Villetelle, dicembre 2001.
- 95 *Some stylised facts on the euro area business cycle*, di A.-M. Agresti e B. Mojon, dicembre 2001.
- 96 *The reaction of bank lending to monetary policy measures in Germany*, di A. Worms, dicembre 2001.
- 97 *Asymmetries in bank lending behaviour. Austria during the 1990s.*, di S. Kaufmann, dicembre 2001.
- 98 *The credit channel in the Netherlands: evidence from bank balance sheets*, di L. De Haan, dicembre 2001.
- 99 *Is there a bank lending channel of monetary policy in Spain?*, di I. Hernando e J. Martínez-Pagés, dicembre 2001.
- 100 *Transmission of monetary policy shocks in Finland: evidence from bank level data on loans*, di J. Topi e J. Vilmunen, dicembre 2001.
- 101 *Monetary policy and bank lending in France: are there asymmetries?*, di C. Loupias, F. Savignac e P. Sevestre, dicembre 2001.
- 102 *The bank lending channel of monetary policy: identification and estimation using Portuguese micro bank data*, di L. Farinha e C. Robalo Marques, dicembre 2001.
- 103 *Bank-specific characteristics and monetary policy transmission: the case of Italy*, di L. Gambacorta, dicembre 2001.
- 104 *Is there a bank lending channel of monetary policy in Greece? Evidence from bank level data*, di S. N. Brissimis, N. C. Kamberoglou e G. T. Simigiannis, dicembre 2001.
- 105 *Financial systems and the role of banks in monetary policy transmission in the euro area*, di M. Ehrmann, L. Gambacorta, J. Martínez-Pagés, P. Sevestre e A. Worms, dicembre 2001.
- 106 *Investment, the cost of capital, and monetary policy in the nineties in France: a panel data investigation*, di J. B. Chatelain e A. Tiomo, dicembre 2001.
- 107 *The interest rate and credit channel in Belgium: an investigation with micro-level firm data*, di P. Butzen, C. Fuss e P. Vermeulen, dicembre 2001.
- 108 *Credit channel and investment behaviour in Austria: a micro-econometric approach*, di M. Valderrama, dicembre 2001.
- 109 *Monetary transmission in Germany: new perspectives on financial constraints and investment spending*, di U. von Kalckreuth, dicembre 2001.
- 110 *Does monetary policy have asymmetric effects? A look at the investment decisions of Italian firms*, di E. Gaiotti e A. Generale, dicembre 2001.
- 111 *Monetary transmission: empirical evidence from Luxembourg firm level data*, di P. Lünemann e T. Mathä, dicembre 2001.
- 112 *Firm investment and monetary transmission in the euro area*, di J. B. Chatelain, A. Generale, I. Hernando, U. von Kalckreuth e P. Vermeulen, dicembre 2001.
- 113 *Financial frictions and the monetary transmission mechanism: theory, evidence and policy implications*, di C. Bean, J. Larsen e K. Nikolov, gennaio 2002.
- 114 *Monetary transmission in the euro area: where do we stand?*, di I. Angeloni, A. Kashyap, B. Mojon e D. Terlizzese, gennaio 2002.
- 115 *Monetary policy rules, macroeconomic stability and inflation: a view from the trenches*, di A. Orphanides, dicembre 2001.
- 116 *Rent indices for housing in west Germany 1985 to 1998*, di J. Hoffmann e C. Kurz, gennaio 2002.
- 117 *Hedonic house prices without characteristics: the case of new multiunit housing*, di O. Bover e P. Velilla, gennaio 2002.

- 118 *Durable goods, price indexes and quality change: an application to automobile prices in Italy, 1988-1998*, di G. M. Tomat, gennaio 2002.
- 119 *Monetary policy and the stock market in the euro area*, di N. Cassola e C. Morana, gennaio 2002.
- 120 *Learning stability in economics with heterogenous agents*, di S. Honkapohja e K. Mitra, gennaio 2002.
- 121 *Natural rate doubts*, di A. Beyer e R. E. A. Farmer, febbraio 2002.
- 122 *New technologies and productivity growth in the euro area*, di F. Vijselaar e R. Albers, febbraio 2002.
- 123 *Analysing and combining multiple credit assessments of financial institutions*, di E. Tabakis e A. Vinci, febbraio 2002.
- 124 *Monetary policy, expectations and commitment*, di G. W. Evans e S. Honkapohja, febbraio 2002.
- 125 *Duration, volume and volatility impact of trades*, di S. Manganelli, febbraio 2002.
- 126 *Optimal contracts in a dynamic costly state verification model*, di C. Monnet e E. Quintin, febbraio 2002.
- 127 *Performance of monetary policy with internal central bank forecasting*, di S. Honkapohja e K. Mitra, febbraio 2002.
- 128 *Openness, imperfect exchange rate pass-through and monetary policy*, di F. Smets e R. Wouters, marzo 2002.
- 129 *Non-standard central bank loss functions, skewed risks and certainty equivalence*, di A. al-Nowaihi e L. Stracca, marzo 2002.
- 130 *Harmonized indexes of consumer prices: their conceptual foundations*, di E. Diewert, marzo 2002.
- 131 *Measurement bias in the HICP: what do we know, and what do we need to know?*, di M. A. Wynne e D. Rodríguez-Palenzuela, marzo 2002.
- 132 *Inflation dynamics and dual inflation in accession countries: a "new Keynesian" perspective*, di O. Arratibel, D. Rodríguez-Palenzuela e C. Thimann, marzo 2002.
- 133 *Can confidence indicators be useful to predict short term real GDP growth?*, di A. Mourougane e M. Roma, marzo 2002.
- 134 *The cost of private transportation in the Netherlands, 1992-1999*, di B. Bode e J. Van Dalen, marzo 2002.
- 135 *The optimal mix of taxes on money, consumption and income*, di F. De Fiore e P. Teles, aprile 2002.
- 136 *Retail bank interest rate pass-through: new evidence at the euro area level*, di G. de Bondt, aprile 2002.
- 137 *Equilibrium bidding in the Eurosystem's open market operations*, di U. Bindseil, aprile 2002.
- 138 *"New" views on the optimum currency area theory: what is EMU telling us?*, di F. P. Mongelli, aprile 2002.
- 139 *On currency crises and contagion*, di M. Fratzscher, aprile 2002.
- 140 *Price setting and the steady-state effects of inflation*, di M. Casares, maggio 2002.
- 141 *Asset prices and fiscal balances*, di F. Eschenbach e L. Schuknecht, maggio 2002.
- 142 *Modelling the daily banknotes in circulation in the context of the liquidity management of the European Central Bank*, di A. Cabrero, G. Camba-Mendez, A. Hirsch e F. Nieto, maggio 2002.
- 143 *A non-parametric method for valuing new goods*, di L. Blow e I. Crawford, maggio 2002.
- 144 *A failure in the measurement of inflation: results from a hedonic and matched experiment using scanner data*, di M. Silver e S. Heravi, maggio 2002.
- 145 *Towards a new early warning system of financial crises*, di M. Bussiere e M. Fratzscher, maggio 2002.

- 146 *Competition and stability – what’s special about banking?*, di E. Carletti e P. Hartmann, maggio 2002.
- 147 *Time-to-build approach in a sticky price, sticky wage optimizing monetary model*, di M. Casares, maggio 2002.
- 148 *The functional form of yield curves*, di V. Brousseau, maggio 2002.
- 149 *The Spanish block of the ESCB-multi-country model*, di A. Willman e A. Estrada, maggio 2002.
- 150 *Equity and bond market signals as leading indicators of bank fragility*, di R. Gropp, J. Vesala e G. Vulpes, giugno 2002.
- 151 *G-7 inflation forecasts*, di F. Canova, giugno 2002.
- 152 *Short-term monitoring of fiscal policy discipline*, di G. Camba-Mendez e A. Lamo, giugno 2002.
- 153 *Euro area production function and potential output: a supply side system approach*, di A. Willman, giugno 2002.
- 154 *The euro bloc, the dollar bloc and the yen bloc: how much monetary policy independence can exchange rate flexibility buy in an interdependent world?*, di M. Fratzscher, giugno 2002.
- 155 *Youth unemployment in the OECD: demographic shifts, labour market institutions, and macroeconomic shocks*, di J. F. Jimeno e D. Rodriguez-Palenzuela, giugno 2002.
- 156 *Identifying endogenous fiscal policy rules for macroeconomic models*, di J. J. Perez e P. Hiebert, luglio 2002.
- 157 *Bidding and performance in repo auctions: evidence from ECB open market operations*, di Kjell G. Nyborg, U. Bindseil e J. A. Strebulaev, luglio 2002.
- 158 *Quantifying embodied technological change*, di P. Sakellaris e D. J. Wilson, luglio 2002.
- 159 *Optimal public money*, di C. Monnet, luglio 2002.
- 160 *Model uncertainty and the equilibrium value of the real effective euro exchange rate*, di C. Detken, A. Dieppe, J. Henry, C. Mann e F. Smets, luglio 2002.
- 161 *The optimal allocation of risks under prospect theory*, di L. Stracca, luglio 2002.
- 162 *Public debt asymmetries: the effect on taxes and spending in the European Union*, di S. Krogstrup, agosto 2002.
- 163 *The rationality of consumers’ inflation expectations: survey-based evidence for the euro area*, di M. Forsells e G. Kenny, agosto 2002.
- 164 *Euro area corporate debt securities market: first empirical evidence*, di G. de Bondt, agosto 2002.
- 165 *The industry effects of monetary policy in the euro area*, di G. Peersman e F. Smets, agosto 2002.
- 166 *Monetary and fiscal policy interactions in a micro-founded model of a monetary union*, di R. M. W. J. Beetsma e H. Jensen, agosto 2002.
- 167 *Identifying the effects of monetary policy shocks on exchange rates using high frequency data*, di J. Faust, J. H. Rogers, E. Swanson e J. H. Wright, agosto 2002.
- 168 *Estimating the effects of fiscal policy in OECD countries*, di R. Perotti, agosto 2002.
- 169 *Modeling model uncertainty*, di A. Onatski e N. Williams, agosto 2002.
- 170 *What measure of inflation should a central bank target?*, di G. Mankiw e R. Reis, agosto 2002.
- 171 *An estimated stochastic dynamic general equilibrium model of the euro area*, di F. Smets e R. Wouters, agosto 2002.
- 172 *Constructing quality-adjusted price indices: a comparison of hedonic and discrete choice models*, di N. Jonker, settembre 2002.
- 173 *Openness and equilibrium determinacy under interest rate rules*, di F. de Fiore e Z. Liu, settembre 2002.
- 174 *International monetary policy coordination and financial market integration*, di A. Sutherland, settembre 2002.

- 175 *Monetary policy and the financial accelerator in a monetary union*, di S. Gilchrist, J. O. Hairault e H. Kempf, settembre 2002.
- 176 *Macroeconomics of international price discrimination*, di G. Corsetti e L. Dedola, settembre 2002.
- 177 *A theory of the currency denomination of international trade*, di P. Bacchetta e E. van Wincoop, settembre 2002.
- 178 *Inflation persistence and optimal monetary policy in the euro area*, di P. Benigno e J. D. López-Salido, settembre 2002.
- 179 *Optimal monetary policy with durable and non-durable goods*, di C. J. Erceg e A. T. Levin, settembre 2002.
- 180 *Regional inflation in a currency union: fiscal policy vs. fundamentals*, di M. Duarte e A. L. Wolman, settembre 2002.
- 181 *Inflation dynamics and international linkages: a model of the United States, the euro area and Japan*, di G. Coenen e V. Wieland, settembre 2002.
- 182 *The information content of real-time output gap estimates, an application to the euro area*, di G. Rünstler, settembre 2002.
- 183 *Monetary policy in a world with different financial systems*, di E. Faia, ottobre 2002.
- 184 *Efficient pricing of large value interbank payment systems*, di C. Holthausen e J. C. Rochet, ottobre 2002.
- 185 *European integration: what lessons for other regions? The case of Latin America*, di E. Dorrucci, S. Firpo, M. Fratzscher e F. P. Mongelli, ottobre 2002.
- 186 *Using money market rates to assess the alternatives of fixed vs. variable rate tenders: the lesson from 1989-1998 data for Germany*, di M. Manna, ottobre 2002.
- 187 *A fiscal theory of sovereign risk*, di M. Uribe, ottobre 2002.
- 188 *Should central banks really be flexible?*, di H. P. Grüner, ottobre 2002.
- 189 *Debt reduction and automatic stabilisation*, di P. Hiebert, J. J. Pérez e M. Rostagno, ottobre 2002.
- 190 *Monetary policy and the zero bound to interest rates: a review*, di T. Yates, ottobre 2002.
- 191 *The fiscal costs of financial instability revisited*, di L. Schuknecht e F. Eschenbach, novembre 2002.
- 192 *Is the European Central Bank (and the United States Federal Reserve) predictable?*, di G. Perez-Quiros e J. Sicilia, novembre 2002.
- 193 *Sustainability of public finances and automatic stabilisation under a rule of budgetary discipline*, di J. Marín, novembre 2002.
- 194 *Sensitivity analysis of volatility: a new tool for risk management*, di S. Manganelli, V. Ceci e W. Vecchiato, novembre 2002.
- 195 *In-sample or out-of-sample tests of predictability: which one should we use?*, di A. Inoue e L. Kilian, novembre 2002.
- 196 *Bootstrapping autoregressions with conditional heteroskedasticity of unknown form*, di S. Gonçalves e L. Kilian, novembre 2002.
- 197 *A model of the Eurosystem's operational framework for monetary policy implementation*, di C. Ewerhart, novembre 2002.
- 198 *Extracting risk neutral probability densities by fitting implied volatility smiles: some methodological points and an application to the 3M Euribor futures option prices*, di A. B. Andersen e T. Wagener, dicembre 2002.
- 199 *Time variation in the tail behaviour of bunds futures returns*, di T. Werner e C. Upper, dicembre 2002.
- 200 *Interdependence between the euro area and the US: what role for EMU?*, di M. Ehrmann e M. Fratzscher, dicembre 2002.
- 201 *Euro area inflation persistence*, di N. Batini, dicembre 2002.

- 202 *Aggregate loans to the euro area private sector*, di A. Calza, M. Manrique e J. Sousa, gennaio 2003.
- 203 *Myopic loss aversion, disappointment aversion, and the equity premium puzzle*, di D. Fielding e L. Stracca, gennaio 2003.
- 204 *Asymmetric dynamics in the correlations of global equity and bond returns*, di L. Cappiello, R. F. Engle e K. Sheppard, gennaio 2003.
- 205 *Real exchange rate in an inter-temporal n-country-model with incomplete markets*, di B. Mercereau, gennaio 2003.
- 206 *Empirical estimates of reaction functions for the euro area*, di D. Gerdesmeier e B. Roffia, gennaio 2003.
- 207 *A comprehensive model on the euro overnight rate*, di F. R. Würtz, gennaio 2003.
- 208 *Do demographic changes affect risk premiums? Evidence from international data*, by A. Ang e A. Maddaloni, gennaio 2003
- 209 *A framework for collateral risk control determination*, by D. Cossin, Z. Huang, D. Aunon-Nerin e F. González, gennaio 2003.
- 210 *Anticipated Ramsey reforms and the uniform taxation principle: the role of international financial markets*, di S. Schmitt-Grohé e M. Uribe, gennaio 2003.
- 211 *Self-control and savings*, di P. Michel e J. P. Vidal, gennaio 2003.
- 212 *Modelling the implied probability of stock market movements*, di E. Glatzer e M. Scheicher, gennaio 2003.
- 213 *Aggregation and euro area Phillips curves*, di S. Fabiani e J. Morgan, febbraio 2003.
- 214 *On the selection of forecasting models*, di A. Inoue e L. Kilian, febbraio 2003.
- 215 *Budget institutions and fiscal performance in central and eastern European countries*, di H. Gleich, febbraio 2003.
- 216 *The admission of accession countries to an enlarged monetary union: a tentative assessment*, di M. Ca' Zorzi e R. A. De Santis, febbraio 2003.
- 217 *The role of product market regulations in the process of structural change*, di J. Messina, marzo 2003.
- 218 *The zero-interest-rate bound and the role of the exchange rate for monetary policy in Japan*, di G. Coenen e V. Wieland, marzo 2003.

---

### **Altre pubblicazioni**

*The TARGET service level*, luglio 1998.

*Report on electronic money*, agosto 1998.

*Assessment of EU securities settlement systems against the standards for their use in ESCB credit operations*, settembre 1998.

*Money and banking statistics compilation guide*, settembre 1998.

*La politica monetaria unica nella terza fase: caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria del SEBC*, settembre 1998.

*Third progress report on the TARGET project*, novembre 1998.

*Correspondent central banking model (CCBM)*, dicembre 1998.

*Payment systems in the European Union: Addendum incorporating 1997 figures*, gennaio 1999.

*Possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term*, febbraio 1999.

*Euro area monetary aggregates: conceptual reconciliation exercise*, luglio 1999.

*The effects of technology on the EU banking system*, luglio 1999.

*Payment systems in countries that have applied for membership of the European Union*, agosto 1999.

*Rendere più efficienti i pagamenti transfrontalieri al dettaglio – La posizione dell'Eurosistema*, settembre 1999.

*Compendium: raccolta degli strumenti giuridici, giugno 1998-maggio 1999*, ottobre 1999.

*European Union balance of payments/international investment position statistical methods*, novembre 1999.  
*Money and Banking Statistics Compilation Guide, Addendum I: Money market paper*, novembre 1999.  
*Money and Banking Statistic Sector Manual, seconda edizione*, novembre 1999.  
*Report on the legal protection of banknotes in the European Union Member States*, novembre 1999.  
*Correspondent central banking model (CCBM)*, novembre 1999.  
*Cross-border payments in TARGET: A users' survey*, novembre 1999.  
*Money and Banking Statistics: Series keys for the exchange of balance sheet items time series*, novembre 1999.  
*Money and Banking Statistics: Handbook for the compilation of flow statistics*, dicembre 1999.  
*Payment systems in the European Union: Addendum incorporating 1998 figures*, febbraio 2000.  
*Interlinking: Data dictionary, Version 2.02*, marzo 2000.  
*Asset prices and banking stability*, aprile 2000.  
*EU banks' income structure*, aprile 2000.  
*Informazioni statistiche raccolte ed elaborate dal SEBC*, maggio 2000.  
*Correspondent central banking model (CCBM)*, luglio 2000.  
*Requisiti della Banca centrale europea nel campo delle statistiche economiche generali*, agosto 2000.  
*Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area*, agosto 2000.  
*Improving cross-border retail payment services*, settembre 2000.  
*Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves*, ottobre 2000.  
*European Union balance of payments/international investment position statistical methods*, novembre 2000.  
*Information guide for credit institutions using TARGET*, novembre 2000.  
*La politica monetaria unica nella terza fase. Caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema*, novembre 2000.  
*EU banks' margin and credit standards*, dicembre 2000.  
*Mergers and acquisitions involving the EU banking industry: facts and implications*, dicembre 2000.  
*Annual report on the activities of the Anti-Fraud Committee of the European Central Bank*, gennaio 2001.  
*Cross-border use of collateral: A user's survey*, febbraio 2001.  
*Price effects of regulatory reform in selected net work industries*, marzo 2001.  
*Il ruolo delle banche centrali nella vigilanza prudenziale*, marzo 2001.  
*Money and banking statistics in the accession countries: Methodological manual*, aprile 2001.  
*TARGET: Annual Report*, maggio 2001.  
*A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, giugno 2001.  
*Payment and securities settlement systems in the European Union*, giugno 2001.  
*Why price stability?*, giugno 2001.  
*The euro bond market*, luglio 2001.  
*The euro money market*, luglio 2001.  
*The euro equity markets*, agosto 2001.  
*The monetary policy of the ECB*, agosto 2001.  
*Monetary analysis: tools and applications*, agosto 2001.  
*Review of the international role of the euro*, settembre 2001.  
*The Eurosystem's policy line with regard to consolidation in central counterparty clearing*, settembre 2001.  
*Provisional list of MFIs of the accession countries (as at the end of December 2000)*, ottobre 2001.  
*TARGET: the Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system – update 2001*, novembre 2001.

European Union balance of payments/international investment position statistical methods, novembre 2001.

Fair value accounting in the banking sector, novembre 2001.

Towards an integrated infrastructure for credit transfers in euro, novembre 2001.

Accession countries: Balance of payments/international investment position statistical methods, febbraio 2002.

List of Monetary Financial Institutions and institutions subject to minimum reserves, febbraio 2002.

Labour market mismatches in euro area countries, marzo 2002.

Compendium: raccolta degli strumenti giuridici, giugno 1998-dicembre 2001, marzo 2002.

Evolution of the 2002 cash changeover, aprile 2002.

TARGET Annual Report 2001, aprile 2002.

The single monetary policy in the euro area: general documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures, aprile 2002.

Annual report on the activities of the Anti-Fraud Committee of the European Central Bank, covering the period from January 2001 to January 2002, maggio 2002.

Developments in banks' liquidity profile and management, maggio 2002.

Criteri generali dell'eurosistema sull'uso delle apparecchiature di introito ed esito del contante da parte delle istituzioni creditizie e di altri soggetti dell'area dell'euro che effettuano a titolo professionale la selezione delle banconote e la loro erogazione al pubblico, maggio 2002.

Bond markets and long-term interest rates in European Union accession countries, giugno 2002.

TARGET minimum common performance features of RTGS systems within TARGET as at November 2001, giugno 2002.

TARGET Instestinking data dictionary as at November 2001, giugno 2002.

TARGET Instestinking specification as at November 2001, giugno 2002.

TARGET Instestinking user requirement as at November 2001, giugno 2002.

Task force on portfolio investment collection systems, Final Report, giugno 2002.

Measurement issues in European consumer price indices and the conceptual framework of the HICP, luglio 2002.

Payment and securities settlement systems in the European Union: Addendum incorporating 2000 figures, luglio 2002.

Financial sectors in EU accession countries, agosto 2002.

Payment and securities settlement systems in accession countries, agosto 2002.

TARGET Interlinking specification, novembre 2002.

TARGET Interlinking data dictionary, novembre 2002.

Guidance note to the regulation ECB/2001/13 on the MFI balance sheet statistics, novembre 2002.

Structural analysis of the EU banking sector, novembre 2002.

European Union balance of payments/international investment position statistical methods, novembre 2002.

Review of the international role of the euro, dicembre 2002.

Euro money market study 2001 (MOC), dicembre 2002.

EU banking sector stability, febbraio 2003.

Review of the foreign exchange market structure, marzo 2003.

List of Monetary Financial Institutions and institutions subject to minimum reserves, febbraio 2003.

Structural factors in the EU housing markets, marzo 2003.

List of Monetary Financial Institutions in the accession countries, marzo 2003.

---

### **Opuscoli informativi**

TARGET: Facts, figures, future, settembre 1999.

EPM: the ECB payment mechanism, agosto 2000.

The euro: integrating financial services, agosto 2000 (esaurito).

*TARGET*, agosto 2000 (esaurito).  
*The European Central Bank*, aprile 2001.  
*Le banconote e le monete in euro*, maggio 2001.  
*TARGET – update 2001*, luglio 2001.  
*The euro and the integration of financial services*, settembre 2001.  
*L'euro, la nostra moneta*, giugno 2002.

## **Allegati**

## Cronologia delle misure di politica monetaria<sup>1</sup>

### 3 gennaio 2002

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 3,25, al 4,25 e al 2,25 per cento, rispettivamente.

Decide inoltre che in ciascuna delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine del 2002 verrà aggiudicato un ammontare pari a 20 miliardi di euro. Tale ammontare è stabilito tenendo conto del fabbisogno di liquidità atteso del sistema bancario dell'area dell'euro nel 2002 e del desiderio dell'Eurosistema di continuare a fornire la maggior parte del rifinanziamento al settore finanziario attraverso le operazioni di rifinanziamento principali. Il Consiglio direttivo potrà modificare il volume in aggiudicazione nel corso dell'anno a fronte di sviluppi inattesi nelle esigenze di liquidità.

### 7 febbraio, 7 marzo, 4 aprile, 2 maggio, 6 giugno e 4 luglio 2002

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 3,25, al 4,25 e al 2,25 per cento, rispettivamente.

### 10 luglio 2002

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre da 20 a 15 miliardi di euro l'importo da assegnare tramite ciascuna operazione di rifinanziamento a più lungo termine che sarà condotta nella seconda metà del 2002. 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 della liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento principali.

### 1 agosto, 12 settembre, 10 ottobre e 7 novembre 2002

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 3,25, al 4,25 e al 2,25 per cento, rispettivamente.

### 5 dicembre 2002

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principale di 0,50 punti percentuali, al 2,75 per cento, con effetto dalla operazione con regolamento l'11 dicembre 2002. Decide, inoltre, 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 3,75 e all'1,75 per cento, a decorrere dal 6 dicembre 2002.

In aggiunta, decide che il valore di riferimento per il tasso di crescita annuale dell'aggregato monetario ampio M3 rimanga al 4<sup>1/2</sup> per cento.

### 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.

<sup>1</sup> Per la cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema adottate dal 1999 al 2001, si vedano le pagg. 181-185 del Rapporto annuale 1999 della BCE, le pagg. 220-223 del Rapporto annuale 2000 della BCE e le pagg. 231-232 del Rapporto annuale 2001 della BCE.

### **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.

Si prevede che queste misure divengano 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.

## Glossario

**Accounting Regulatory Committee (ARC):** Comitato istituito per assistere la Commissione europea nella validazione degli standard contabili internazionali (**International Accounting Standards, IAS**) sui quali dovrà basarsi, a partire dal 2005, la compilazione dei rendiconti finanziari consolidati delle società quotate nelle borse europee.

**Acquis communautaire:** termine usato comunemente per fare riferimento all'intero corpo legislativo comunitario, che comprende i Trattati, i regolamenti e le direttive dell'UE. I paesi che entrano a far parte dell'UE devono aver recepito l'*acquis communautaire* esistente al momento dell'adesione.

**Agente di regolamento [settlement agent]:** istituto che gestisce il regolamento finale di una compensazione (ad esempio, la determinazione delle posizioni di regolamento e il controllo dello scambio di pagamenti) per i sistemi di trasferimento o altri meccanismi che necessitano di regolamento.

**Aggregati monetari [monetary aggregates]:** somma delle **banconote e monete in circolazione** e delle consistenze in essere di alcune passività delle **istituzioni finanziarie monetarie** e delle amministrazioni centrali che possiedono un elevato "carattere monetario" detenute da residenti nell'**area dell'euro** diversi dalle IFM e non facenti parte delle amministrazioni centrali. L'aggregato monetario ristretto **M1** è stato definito come l'insieme delle banconote e monete in circolazione e dei **depositi a vista**. L'aggregato monetario "intermedio" **M2** comprende M1, i **depositi con durata prestabilita** fino a due anni e i **depositi rimborsabili su preavviso** fino a tre mesi. L'aggregato monetario ampio **M3** si compone di M2 più le **operazioni pronti contro termine**, le **quote e partecipazioni in fondi comuni monetari**, i titoli di mercato monetario e i **titoli di debito** con scadenza fino a due anni emessi dalle IFM. Nell'ottobre del 1998 il **Consiglio direttivo** della BCE ha annunciato un valore di riferimento per la crescita di M3, successivamente riconfermato (cfr. **valore di riferimento per la crescita della moneta**).

**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.

**Altri conti passivi [other accounts payable]:** passività finanziarie che si generano in contropartita di una transazione finanziaria o non finanziaria quando la transazione e il corrispondente regolamento non sono contestuali.

**Amministrazione centrale [central government]:** comprende 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 degli 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 l'**amministrazione centrale**, quelle statali (nei paesi a struttura federale) e locali, nonché gli enti di previdenza e assistenza sociale, conformemente alla definizione del **Sistema europeo dei conti 1995 (SEC 95)**.

**Apparecchiatura di introito/esito di contante [cash recycling machine]:** unità operativa indipendente utilizzabile autonomamente dalla clientela in grado di accettare, verificare e riesitare banconote; svolge le funzioni di un ATM standard unitamente a quella di deposito di contante.

**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 **Banca centrale europea**. L'area dell'euro comprende attualmente Belgio, Germania, Grecia (entrata a farne parte il 1° gennaio 2001), Spagna, Francia, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia.

**Associazione bancaria per l'euro [Euro Banking Association (EBA)]:** organizzazione tra banche che costituisce un foro per l'indagine e la discussione di tutte le questioni bancarie di interesse per i suoi membri e, in particolare, di quelle relative all'uso dell'euro e al regolamento delle transazioni in euro. L'EBA ha istituito una Società di compensazione (ABE Clearing, Société par Actions Simplifiée à capital variable) con l'obiettivo di gestire il Sistema di compensazione in euro (Euro 1) dal 1° gennaio 1999. Tale sistema succede al Sistema di compensazione e regolamento dell'ECU.

**Asta standard [standard tender]:** procedura d'asta applicata dall'**Eurosistema** nelle regolari **operazioni di mercato aperto**. Le aste standard si svolgono nell'arco di 24 ore. Tutte le **controparti** che soddisfino i requisiti generali di partecipazione hanno titolo a presentare un'offerta.

**Asta veloce [quick tender]:** la procedura d'asta usata dall'**Eurosistema** per le **operazioni di regolazione puntuale**. Le aste veloci sono effettuate nell'arco di un'ora e riservate a un gruppo specifico di **controparti**.

**Attività di primo livello [tier one asset]:** un'attività negoziabile che soddisfa determinati criteri di idoneità, specificati dalla **Banca centrale europea**, uniformi per tutta l'**area dell'euro**.

**Attività di secondo livello [tier two asset]:** un'attività negoziabile o non negoziabile che soddisfa determinati criteri di idoneità stabiliti da una banca centrale nazionale e soggetti ad approvazione da parte della **Banca centrale europea**.

**Attività nette sull'estero del settore delle IFM [net external assets of the MFI sector]:** differenza tra le attività e le passività sull'estero delle **istituzioni finanziarie monetarie (IFM)** dell'**area dell'euro**. Le principali attività sull'estero detenute da tali istituzioni includono l'oro, le banconote in valute diverse dall'euro, i titoli emessi da non residenti nell'area e i prestiti a non residenti nell'area (inclusi i depositi presso banche non residenti). Le passività sull'estero delle IFM includono principalmente i depositi detenuti e i prestiti ricevuti da non residenti nell'area dell'euro. Le variazioni nelle attività nette sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro riflettono principalmente transazioni di residenti dell'area diversi dalle IFM con **controparti** non residenti, realizzate con l'intermediazione del settore delle IFM.

**Back-testing:** l'analisi dei risultati che avrebbe ottenuto una determinata strategia di investimento se l'investitore l'avesse posta in essere in uno specifico periodo del passato.

**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** 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 banche centrali nazionali, 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**.

**Banche corrispondenti [correspondent banking]:** un accordo con il quale una **istituzione creditizia** fornisce servizi di pagamento e di altro genere a un'altra istituzione creditizia. I pagamenti effettuati tramite banche corrispondenti vengono di solito eseguiti tramite conti reciproci (i conti "nostro" e "loro"), ai quali possono essere collegate linee di credito permanenti. I servizi di corrispondenza sono forniti principalmente a livello internazionale, ma sono anche presenti, con il nome di rapporti di agenzia, in alcuni contesti nazionali. Conto "loro" è il termine impiegato da un corrispondente per descrivere un conto tenuto per un'istituzione creditizia estera; l'istituzione creditizia estera definirà a sua volta questo conto come conto "nostro".

**Banconote e monete in circolazione [currency in circulation]:** le banconote e le monete in circolazione comunemente utilizzate per effettuare pagamenti. Per tutto il 2002 esse hanno compreso le banconote emesse dall'**Eurosistema** e da altre **istituzioni finanziarie monetarie** (in Irlanda e nel Lussemburgo), nonché le monete denominate in **euro** e nelle unità monetarie nazionali coniate dai governi dell'**area dell'euro**, sebbene dal 1° marzo 2002 l'euro sia l'unica valuta ad avere corso legale in tutti i paesi dell'area. Le banconote e monete denominate nelle unità monetarie nazionali non sono più incluse nell'aggregato dal 1° gennaio 2003, per quanto concerne sia i rendiconti finanziari dell'Eurosistema sia le statistiche. Le banconote e monete in circolazione comprese in **M3** sono da intendersi al netto, cioè si riferiscono soltanto a quelle detenute al di fuori del settore delle istituzioni finanziarie monetarie (sono escluse le banconote e monete emesse ma detenute da IFM, ovvero la "cassa contante"). Non vi rientrano gli stock di biglietti delle banche centrali (in quanto non emessi), né le monete celebrative, che non vengono utilizzate correntemente per i pagamenti.

**Benchmark:** quando è utilizzato con riferimento agli investimenti finanziari, questo termine indica un portafoglio di riferimento, o indice, costruito in funzione degli obiettivi di liquidità, rischio e remuneratività degli investimenti stessi. Il *benchmark* serve come termine di raffronto per la valutazione dell'andamento del portafoglio effettivo. Con riferimento alla gestione delle riserve in valuta della **Banca centrale europea (BCE)**, il *benchmark* strategico rappresenta un portafoglio di riferimento che riflette le preferenze di lungo periodo della BCE in termini di rischio e rendimento; viene modificato solo in circostanze eccezionali. Il *benchmark* tattico riflette le preferenze della BCE in termini di rischio e rendimento su un orizzonte temporale di pochi mesi, definite in base alle condizioni di mercato prevalenti, e viene rivisto mensilmente.

**Bilancio consolidato delle IFM [consolidated MFI balance sheet]:** bilancio aggregato delle IFM al netto delle posizioni fra le IFM stesse (ad esempio, i prestiti e i depositi tra IFM). Fornisce indicazioni statistiche sulle attività e passività del settore delle IFM nei confronti dei residenti nell'**area dell'euro** che non ne fanno parte (**amministrazioni pubbliche** e altri soggetti) e sulle loro attività e passività verso l'estero (saldi nei confronti dei non residenti). Il bilancio consolidato costituisce la principale fonte statistica per il calcolo degli **aggregati monetari**, nonché la base per l'analisi periodica delle contropartite di **M3**.

**Carta prepagata multiuso [multi-purpose prepaid card]:** carta prepagata che può essere utilizzata per un'ampia gamma di finalità e che è potenzialmente impiegabile su scala nazionale e internazionale, ma il cui utilizzo potrebbe in alcuni casi essere limitato a una certa area. Una carta prepagata multiuso ricaricabile è altresì nota come “borsellino elettronico” (cfr. **moneta elettronica**).

**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**.

**Collegamento tra sistemi di regolamento delle transazioni in titoli [link between securities settlement systems]:** procedure e accordi che collegano i sistemi di regolamento delle transazioni in titoli consentendo il trasferimento dei titoli mediante scrittura contabile. L'**Eurosistema** utilizza collegamenti idonei, in alternativa al **modello di banche centrali corrispondenti**, per la mobilitazione transfrontaliera di attività stanziabili come **garanzia**.

**Comitato delle Statistiche monetarie, finanziarie e di bilancia dei pagamenti (CMFB) [Committee on Monetary, Financial and Balance of payments statistics (CMFB)]:** è la sede del coordinamento tra gli statistici degli istituti nazionali di statistica ed **Eurostat** da un lato e quelli delle banche centrali nazionali e della **Banca centrale europea** dall'altro. Il CMFB è stato istituito con la Decisione n. 91/115/CEE del Consiglio (G.U. L 59, 6.3.1991, p. 19), emendata dalla Decisione (CE) n. 96/174 del Consiglio (G.U. L 51, 1.3.1996, p. 48).

**Comitato di politica economica (CPE) [Economic Policy Committee (EPC)]:** organo consultivo comunitario; contribuisce alla preparazione dei lavori del Consiglio volti al coordinamento delle politiche economiche degli Stati membri e della Comunità e fornisce consulenza alla Commissione e al Consiglio. Coopera strettamente con il **Comitato economico e finanziario** 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. Gli Stati membri, la **Commissione europea** e la **Banca centrale europea** nominano fino a quattro membri ciascuno, scelti tra i funzionari che abbiano maturato una significativa esperienza nella formulazione della politica economica e strutturale.

**Comitato economico e finanziario (CEF) [Economic and Financial Committee (EFC)]:** organo consultivo della Comunità istituito all'inizio della Terza fase dell'**Unione economica e monetaria**. Gli Stati membri, la **Commissione europea** e la **Banca centrale europea** nominano ciascuno non più di due membri. I due membri designati da ogni paese vengono scelti ciascuno tra gli alti funzionari delle rispettive amministrazioni pubbliche e della banca centrale nazionale. 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 della Comunità.

**Comitato esecutivo [Executive Board]:** uno degli organi decisionali della **Banca centrale europea**. 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.

**Comitologia [comitology]:** il termine si riferisce, nella sua accezione generale, alle procedure che regolano i rapporti tra la **Commissione europea** e i comitati che assistono quest'ultima nell'esercizio dei poteri di attuazione della legislazione comunitaria conferiti dal **Consiglio UE**. Le diverse modalità di esplicazione delle procedure di comitologia sono riportate nella Decisione del Consiglio del 28 giugno 1999, che stabilisce le procedure per l'esercizio dei poteri

esecutivi conferiti alla Commissione (1999/468/CE). Il termine si riferisce inoltre, nella sua accezione più specifica, alle procedure per l'adozione della legislazione di secondo livello nell'ambito dell'approccio Lamfalussy, proposto dal Comitato dei Saggi sulla regolamentazione dei mercati europei dei valori mobiliari, che prevede che la Commissione debba sottoporre ad un comitato di regolamentazione un progetto contenente le misure di implementazione tecnica della legislazione di primo livello.

**Commissione europea o Commissione delle Comunità europee [European Commission o Commission of the European Communities]:** 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 indirizzi di massima per la Comunità 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, di cui due provenienti da Germania, Spagna, Francia, Italia e Regno Unito, e uno da ciascuno degli altri Stati membri.

**Committee of European Securities Regulators (CESR):** comitato istituito 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 svolge un ruolo importante nella trasposizione della normativa comunitaria negli ordinamenti degli Stati membri.

**Consegna contro pagamento [delivery versus payment (DVP)]:** in un **sistema di regolamento delle transazioni in titoli (SRT)**, è il meccanismo volto ad assicurare che la consegna delle attività (titoli o altri strumenti finanziari) sia eseguito se, e solo se, ha luogo il contestuale pagamento.

**Consiglio dei ministri [Council of Ministers]:** cfr. **Consiglio UE**.

**Consiglio direttivo [Governing Council]:** l'organo decisionale supremo della **Banca centrale europea**. Comprende tutti i membri del **Comitato esecutivo** della BCE e i governatori delle banche centrali nazionali dei paesi che hanno introdotto l'**euro**.

**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. L'assemblea inaugurale dell'EPC si è tenuta il 17 giugno 2002.

**Consiglio generale [General Council]:** uno degli organi direttivi della **Banca centrale europea**. Comprende il Presidente e il Vicepresidente della BCE e i governatori delle banche centrali nazionali dei quindici paesi dell'UE.

**Consiglio UE [EU Council]:** 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, il Consiglio UE si può riunire nella composizione dei capi di Stato o di governo (cfr. **Consiglio europeo**).

**Controparte [counterparty]:** parte opposta in una transazione finanziaria (ad esempio, qualsiasi soggetto che effettui un'operazione con la banca centrale).

**Credito ai residenti nell'area dell'euro [credit to euro area residents]:** misura (in base a una definizione ampia) dei finanziamenti erogati dal comparto delle **istituzioni finanziarie monetarie (IFM)** dell'**area dell'euro** ai residenti nell'area non appartenenti al comparto stesso (**amministrazioni pubbliche** e altri residenti nell'area). Tale definizione comprende i prestiti delle IFM e i titoli da essi detenuti. Questi ultimi includono **titoli di debito**, azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro non appartenenti al comparto delle IFM.

**Debiti finanziari dei settori non finanziari dell'area dell'euro [Debt financing of the euro area non-financial sectors]:** includono i debiti finanziari delle **famiglie**, delle **società non finanziarie** e delle **amministrazioni pubbliche**. I debiti finanziari comprendono: i prestiti erogati dalle **istituzioni finanziarie monetarie** dell'**area dell'euro** e da altre società finanziarie; i **titoli di debito** emessi dalle società non finanziarie e dalle amministrazioni pubbliche; le **riserve dei fondi pensione delle società non finanziarie**; i depositi al passivo delle **amministrazioni centrali**. Non sono inclusi nei debiti finanziari i prestiti dalle amministrazioni pubbliche, dalle società non finanziarie o dalle banche residenti al di fuori dell'area dell'euro, i derivati, le azioni, le partecipazioni e gli **altri conti passivi**. Per i dati annuali è possibile calcolare un aggregato più ampio dei debiti finanziari che include anche i prestiti dai settori non finanziari e dalle banche residenti al di fuori dell'area dell'euro.

**Depositi a vista [overnight deposits]:** depositi con scadenza il giorno successivo. Comprendono principalmente i depositi pienamente trasferibili su richiesta (per mezzo di assegni o strumenti analoghi), senza ritardi, vincoli o penalità. Includono inoltre depositi non trasferibili convertibili su richiesta o a chiusura della successiva giornata operativa.

**Depositi con durata prestabilita [deposits with agreed maturity]:** categoria di strumenti costituita principalmente da depositi a termine con scadenza prestabilita che, a seconda delle consuetudini nazionali, possono essere non convertibili prima della scadenza, oppure convertibili anteriormente alla scadenza solo dietro pagamento di una penale. Vi rientrano, inoltre, alcuni strumenti di debito non trasferibili, quali i certificati di deposito (al dettaglio) non trasferibili. I depositi con scadenza fino a due anni sono compresi in **M2** (e quindi in **M3**), mentre quelli con scadenza superiore a due anni sono inclusi nelle passività finanziarie (non monetarie) a più lungo termine del settore delle **istituzioni finanziarie monetarie**.

**Depositi presso la banca centrale [deposit facility]:** categoria di **operazioni attivabili su iniziativa delle controparti**, che l'**Eurosistema** mette a disposizione delle proprie **controparti**; queste possono farvi ricorso per effettuare depositi *overnight* presso le banche centrali, remunerati a un tasso di interesse prestabilito (cfr. **tassi di interesse di riferimento della BCE**).

**Depositi rimborsabili su preavviso [*deposits redeemable at notice*]:** categoria comprendente depositi a risparmio rimborsabili con un preavviso di durata prestabilita. In alcuni casi è prevista la possibilità di prelevare un determinato ammontare a una certa data o anticipatamente dietro pagamento di una penale. I depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi sono compresi in **M2** (e quindi in **M3**), mentre quelli con un periodo di preavviso più lungo sono inclusi nelle passività finanziarie (non monetarie) a più lungo termine del settore delle **istituzioni finanziarie monetarie**.

**ECU (Unità di conto europea) [*ECU (European Currency Unit)*]:** l'ECU era una valuta paniere composta dalla somma di quantità fisse di dodici delle quindici valute degli Stati membri. Il valore dell'ECU veniva calcolato come media ponderata del valore delle valute che lo componevano. L'ECU è stato sostituito dall'euro al rapporto 1:1 il 1° gennaio 1999.

**Eonia [*Eonia (euro overnight index average)*]:** misura del tasso di interesse effettivo prevalente nel mercato interbancario *overnight* in **euro**. È calcolato come media ponderata dei tassi di interesse sui prestiti *overnight* non garantiti denominati in euro, comunicati da un gruppo selezionato di banche.

**Eurepo:** tasso al quale una banca primaria offre fondi in euro a un'altra banca primaria in cambio di collaterale costituito esclusivamente da obbligazioni e buoni del Tesoro emessi da paesi dell'**area dell'euro**. Il metodo di calcolo dell'Eurepo è analogo a quello dell'**Euribor**. Esso è rappresentativo dei tassi nei mercati garantiti (mercati dei pronti contro termine), a differenza dell'Euribor, che invece riflette le condizioni prevalenti nei mercati non garantiti. Anche il *panel* di banche considerato è diverso.

**Euribor [*Euribor (euro interbank offered rate)*]:** tasso al quale vengono concessi i prestiti in **euro** tra banche con elevato merito di credito. È calcolato quotidianamente per i depositi interbancari con scadenze comprese tra una e tre settimane e tra uno e dodici mesi, come media dei tassi lettera praticati da un gruppo rappresentativo di banche con elevato merito di credito, arrotondata al terzo decimale.

**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 la **Banca centrale europea** ove opportuno, sono invitate a prendere parte alle sue riunioni.

**Eurosistema [*Eurosystem*]:** comprende la **Banca centrale europea** e le banche centrali nazionali degli Stati membri che hanno introdotto l'**euro** a partire dalla Terza fase dell'**Unione economica e monetaria** (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.

**Euro Stoxx:** uno degli indici Dow Jones Stoxx, pubblicati dalla società STOXX Limited, che misurano gli andamenti dei prezzi azionari per l'Europa nel suo complesso. Il Dow Jones Euro Stoxx aggrega i prezzi di un ampio insieme di azioni per i paesi dell'**area dell'euro**; per tale indice sono inoltre disponibili tre tipi di indici settoriali (relativi a settori economici, settori di mercato e gruppi di industrie).

**Famiglie [households]:** uno dei settori istituzionali nel **Sistema Europeo dei Conti 1995 (SEC 95)**. Comprende gli individui o i gruppi di individui nella loro funzione di consumatori e, in taluni casi, anche di imprenditori (ad esempio le imprese individuali e le società di persone non riconosciute come entità giuridiche indipendenti). Secondo il SEC 95 le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie costituiscono un settore istituzionale separato, sebbene nelle statistiche vengano spesso raggruppate assieme alle famiglie.

**Fondo di mercato monetario [money market fund]:** fondo comune di investimento che investe principalmente in strumenti del mercato monetario e/o in altri titoli di debito con vita residua non superiore a un anno, e/o che si prefigge un rendimento prossimo ai tassi di interesse del mercato monetario.

**Franchigia [lump-sum allowance]:** ammontare fisso che un'**istituzione creditizia** può detrarre nel calcolo della propria **riserva obbligatoria** nell'ambito del sistema di riserva dell'**Eurosistema**.

**Garanzia [collateral]:** attività depositata 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**.

**Gruppo di alto livello di esperti del diritto societario [High Level Group of Company Law Experts]:** istituito dalla **Commissione europea** nel settembre 2001 allo scopo di formulare raccomandazioni su una moderna cornice per il diritto societario nell'Unione europea. Nel gennaio 2002 il gruppo ha prodotto un rapporto incentrato sulle questioni relative alla direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto. Ad aprile 2002 il mandato del gruppo fu ampliato per trattare nel dettaglio altri aspetti del diritto societario.

**Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) [Harmonized Index of Consumer Prices (HICP)]:** è l'indice utilizzato dal **Consiglio direttivo** per valutare la **stabilità dei prezzi**. Tale indice è stato sviluppato dalla **Commissione europea (Eurostat)**, in stretta collaborazione con gli istituti nazionali di statistica e con l'**Istituto monetario europeo**, e successivamente con la **Banca centrale europea**, al fine di soddisfare il requisito, stabilito nel **Trattato**, di un indice dei prezzi al consumo costruito in base a criteri comparabili, tenendo conto delle differenze tra le definizioni nazionali.

**Indice azionario Nikkei 225 [Nikkei 225 index]:** indice dei 225 principali titoli azionari giapponesi quotati presso il listino principale della borsa azionaria di Tokyo. L'indice è calcolato con una ponderazione nella quale il peso di ogni singolo titolo è proporzionale alla sua capitalizzazione (ottenuta moltiplicando il prezzo di mercato del titolo per il numero totale dei titoli della specie emessi).

**Indice azionario Standard & Poor's 500 [Standard & Poor's 500 index]:** uno degli indici azionari pubblicati da Standard & Poor's, volti a misurare l'andamento complessivo dei mercati azionari negli Stati Uniti; si riferisce a 500 titoli scelti sulla base dei criteri della capitalizzazione di borsa, della liquidità e del settore industriale di appartenenza. L'indice è calcolato con una ponderazione nella quale il peso di ogni singolo titolo è proporzionale alla sua capitalizzazione (ottenuta moltiplicando il prezzo di mercato del titolo per il numero totale dei titoli della specie emessi).

**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):** standard fissati dall'**International Accounting Standards Board (IASB)**. 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)**.

**International Accounting Standards Board (IASB):** organismo indipendente, finanziato con fondi privati, che fissa standard contabili; ha sede a Londra.

**International Financial Reporting Standards (IFRS):** Standard Internazionali per la compilazione di rendiconti finanziari (cfr. **International Accounting Standards, IAS**).

**Istituto monetario europeo (IME) [European Monetary Institute (EMI)]:** organo di carattere temporaneo fondato all'inizio della Seconda fase dell'**Unione economica e monetaria**, il 1° gennaio 1994. 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**, 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 **Banca centrale europea**, il 1° giugno 1998.

**Istituzione creditizia [credit institution]:** un istituto che corrisponda 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. Per "moneta elettronica" si intende un valore monetario, rappresentato da un credito nei confronti dell'emittente, che è: a) memorizzato su un dispositivo elettronico; b) emesso dietro ricezione di fondi il cui valore non sia inferiore al valore monetario emesso; c) accettato come mezzo di pagamento da imprese diverse dall'emittente.

**Istituzioni finanziarie monetarie (IFM) [Monetary Financial Institutions (MFIs)]:** le istituzioni finanziarie che costituiscono il settore che emette moneta dell'**area dell'euro**. Esse includono l'**Eurosistema**, le **istituzioni creditizie** residenti come definite nella legislazione comunitaria e tutte le altre istituzioni finanziarie residenti la cui attività consista nel ricevere da soggetti diversi dalle IFM depositi e/o strumenti facilmente sostituibili a essi e nel concedere crediti e/o effettuare investimenti in titoli per conto proprio (almeno in termini economici). Queste ultime istituzioni sono prevalentemente fondi comuni monetari. Alla fine del 2002 l'area dell'euro contava 8.545 IFM (13 banche centrali, 6.907 istituzioni creditizie, 1.620 **fondi comuni monetari** e 5 istituzioni finanziarie di altro tipo).

**M1, M2, M3:** cfr. **aggregati monetari**.

**Margine di variazione [variation margin o marking to market]:** l'**Eurosistema** richiede il mantenimento nel tempo di uno specifico margine sul valore delle attività sottostanti utilizzate a fronte di un'**operazione temporanea** di rifinanziamento. Ne consegue che, se il valore delle attività sottostanti, misurato a intervalli regolari, scende al di sotto di un determinato livello, le **controparti** sono tenute a fornire attività aggiuntive (o contante). Similmente, se il valore delle attività sottostanti, a seguito di una loro rivalutazione, eccede il valore dovuto dalla controparte più il margine di variazione, la banca centrale è tenuta a restituire le attività in eccesso (o contante) alla controparte.

**Meccanismo di cambio AEC II [ERM II (exchange rate mechanism II)]:** è 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 che non ne fanno parte. La partecipazione agli AEC II è su base volontaria; tuttavia, ci si attende che gli Stati membri con deroga vi aderiscano. Attualmente la corona danese partecipa agli AEC II con una banda di oscillazione rispetto al suo tasso centrale nei confronti dell'**euro** pari al  $\pm 2,25$  per cento. Gli interventi sul mercato dei cambi e il finanziamento ai margini della banda di fluttuazione normale o di quella ristretta sono, in linea di principio, automatici e illimitati, con disponibilità di finanziamento a brevissimo termine. La **Banca centrale europea** e le banche centrali nazionali partecipanti al meccanismo possono tuttavia sospendere gli interventi automatici qualora questi confliggano con l'obiettivo primario del mantenimento della **stabilità dei prezzi**.

**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 monetario [money market]:** mercato per la raccolta, l'investimento e lo scambio di fondi a breve termine mediante strumenti che generalmente hanno scadenza originaria inferiore 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.

**Modello di banche centrali corrispondenti [Correspondent central banking model (CCBM)]:** meccanismo istituito dal **Sistema europeo di banche centrali** al fine di consentire alle **controparti** di ottenere credito dalla banca centrale del paese nel quale risiedono usando come **garanzia** attività stanziabili detenute in un altro paese. In tale modello, ciascuna banca centrale nazionale (BCN) svolge il ruolo di depositaria per le altre BCN relativamente ai titoli detenuti nel rispettivo **Sistema di regolamento delle transazioni in titoli**.

**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 (cfr. **carta prepagata multiuso**).

**Muraglia cinese [Chinese wall]:** insieme di regole e procedure previste per impedire che informazioni riservate, ad esempio provenienti dalle aree responsabili dell'attuazione della politica monetaria, raggiungano quelle a cui fa capo l'attività di investimento. Essa mira a prevenire ogni uso improprio delle informazioni riservate o qualsiasi situazione che possa far sorgere il sospetto, fondato o meno, di un uso di questo tipo.

**Obbligazione non garantita [uncovered bond]:** obbligazione garantita soltanto dalla solidità finanziaria del debitore e non da **garanzia**.

**OICVM [UCITS]:** organismo il cui oggetto sociale è limitato all'investimento collettivo del capitale versato dal pubblico in titoli negoziabili e le cui quote, su richiesta dei sottoscrittori, possono essere riacquistate o rimborsate riducendo le attività dell'organismo stesso.

**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 la moneta nazionale e quelle estere.

**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** regolare **di mercato aperto** effettuata dall'**Eurosistema** sotto forma di **operazione temporanea**. Operazioni di questo tipo vengono condotte ogni mese tramite **aste standard** e hanno scadenza trimestrale.

**Operazione di rifinanziamento principale [main refinancing operation]:** **operazione** regolare **di mercato aperto** effettuata dall'**Eurosistema** sotto forma di **operazione temporanea**, tramite **aste standard** settimanali con scadenza a due settimane.

**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 banche centrali nazionali (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 predefinita, 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 incluse in **M3** nel caso in cui il venditore sia un'**istituzione finanziaria monetaria** e la controparte sia un soggetto residente nell'**area dell'euro** diverso dalle IFM.

**Operazione pronti contro termine [*repurchase operation (repo)*]:** un'operazione temporanea atta a fornire liquidità, basata su un'operazione di vendita con patto di riacquisto.

**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**.

**Operazioni di rifinanziamento marginale [*marginal lending facility*]:** categoria di **operazioni attivabili su iniziativa delle controparti** messa a disposizione dall'**Eurosistema**, attraverso la quale le **controparti** possono ottenere dalle banche centrali nazionali, a fronte di attività idonee, un credito *overnight* a un tasso di interesse predefinito (cfr. **tassi di interesse di riferimento della BCE**).

**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.

**Osservatorio sui sistemi di pagamento elettronici [*Electronic Payment Systems Observatory (ePSO)*]:** forum aperto in cui condividere informazioni sui pagamenti elettronici. Il suo obiettivo è favorire lo scambio di opinioni fra gli operatori di mercato e rappresentare una fonte di informazioni. L'ePSO, nato come iniziativa della Commissione europea, è gestito dalla BCE dall'inizio del 2003. È possibile consultarne il sito Internet all'indirizzo [www.e-pso.info](http://www.e-pso.info).

**Paesi candidati all'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). Dieci paesi sono stati invitati ad aderire all'UE dal 1° maggio 2004, dopo la firma e la successiva ratifica del Trattato di adesione: Repubblica Ceca, Estonia, Cipro, Lettonia, Lituania, Ungheria, Malta, Polonia, Slovenia e Slovacchia. 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 non ha ancora avviato i negoziati. Quando ci si riferisce ai Paesi candidati, in questo Rapporto annuale, si intendono i dodici paesi per i quali i negoziati per l'adesione all'UE sono stati completati o sono ancora in corso.

**Pagamenti di importo rilevante [*large-value payments*]:** pagamenti, generalmente di ammontare molto elevato, che sono per lo più effettuati tra banche o tra i partecipanti ai mercati finanziari e di solito richiedono un regolamento urgente e tempestivo.

**Parlamento europeo [European Parliament]:** istituzione che riunisce i 626 rappresentanti dei cittadini degli Stati membri. Prende parte 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 **Banca centrale europea** 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 lungo termine delle IFM dell'area dell'euro [longer-term financial liabilities of the euro area MFI sector]:** queste passività non monetarie includono i **depositi con durata prestabilita** superiore ai due anni, i depositi rimborsabili con preavviso superiore ai tre mesi, i **titoli di debito** con durata superiore ai due anni all'emissione e il capitale e le riserve del settore delle **istituzioni finanziarie monetarie**.

**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]:** si compone di tre strumenti giuridici, ossia il Regolamento del **Consiglio UE** per il rafforzamento della sorveglianza delle posizioni di bilancio nonché della sorveglianza e del coordinamento delle politiche economiche, il Regolamento del Consiglio UE per l'accelerazione e il chiarimento delle modalità di attuazione della procedura per i disavanzi eccessivi e la 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, che consentirebbero loro di affrontare le normali fluttuazioni cicliche mantenendo, al tempo stesso, il disavanzo pubblico al di sotto del valore di riferimento del 3 per cento del PIL. In osservanza del Patto di stabilità e crescita, i paesi partecipanti all'UEM presentano **programmi di stabilità**, mentre quelli non partecipanti continuano a predisporre **programmi di convergenza**.

**Periodo di mantenimento [maintenance period]:** periodo considerato per l'adempimento dell'obbligo di riserva da parte delle **istituzioni creditizie**. Nell'ambito del regime di **riserva obbligatoria** dell'**Eurosistema** la sua durata è pari a un mese: esso inizia il giorno 24 di ogni mese e termina il giorno 23 di quello successivo.

**Posizione patrimoniale verso l'estero (p.p.e.) (o posizione attiva o passiva verso l'estero) [International investment position (i.i.p.) o external asset o liability position]:** il valore e la composizione delle consistenze delle attività e delle passività finanziarie detenute da un'economia nei confronti del resto del mondo. Attualmente, la posizione patrimoniale verso l'estero dell'area dell'euro viene calcolata su base netta da dati nazionali aggregati.

**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 dei disavanzi eccessivi [Excessive deficit procedure]:** il **Trattato** della Comunità europea, ai sensi dell'articolo 104c e come specificato nel Protocollo n. 20 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, qualora i requisiti in termini di saldo di bilancio o di debito pubblico non siano soddisfatti, regola le iniziative da intraprendere. A completamento di questo quadro vi è una risoluzione del **Consiglio UE** volta a chiarire e accelerare l'attuazione della procedura dei disavanzi eccessivi, che è parte integrante del **Patto di stabilità e crescita**.

**Programmi di convergenza [convergence programmes]:** cfr. **Programmi di stabilità**.

**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, in vista del raggiungimento dell'obiettivo a medio termine di una posizione di bilancio vicina all'equilibrio o in avanzo, come indicato nel **Patto di stabilità e crescita**. I programmi, aggiornati con cadenza annuale, illustrano i provvedimenti previsti per il risanamento di bilancio e gli scenari economici sottostanti. Essi sono sottoposti all'esame della **Commissione europea** e del **Comitato economico e finanziario**, che presentano una relazione al **Consiglio Ecofin**. Quest'ultimo formula quindi una valutazione, in particolare sul fatto che l'obiettivo di medio periodo stabilito nel programma sia in linea con una posizione di bilancio vicina all'equilibrio o in avanzo e fornisca così un margine di sicurezza sufficiente per evitare un disavanzo eccessivo. I paesi che non hanno ancora adottato l'euro devono predisporre programmi di convergenza annuali, come prevede il Patto di stabilità e crescita.

**Proiezioni [projections]:** risultato di esercizi condotti dagli esperti dell'**Eurosistema** sui possibili sviluppi macroeconomici nell'**area dell'euro**. Le proiezioni sull'area dell'euro sono ottenute coerentemente con quelle formulate per i singoli paesi che la compongono. Pubblicate due volte l'anno, esse sono parte integrante del secondo pilastro della **strategia di politica monetaria** della **Banca centrale europea** e costituiscono una delle informazioni che confluiscono nella valutazione dei rischi per la **stabilità dei prezzi** da parte del **Consiglio direttivo**.

**Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari [money market fund shares and units]:** quote e partecipazioni emesse dai **fondi di mercato monetario**.

**Rapporto debito pubblico/PIL [debt ratio]:** oggetto di uno dei criteri di finanza pubblica previsti dall'articolo 104, paragrafo 2, del **Trattato** per individuare l'esistenza di un disavanzo eccessivo. Viene definito come il rapporto tra il debito pubblico e il prodotto interno lordo ai prezzi di mercato. Ai sensi del Protocollo n. 20 sulla procedura per i disavanzi eccessivi, per debito pubblico si intende il debito totale lordo al valore nominale in essere alla fine dell'esercizio e consolidato tra e nei settori dell'amministrazione pubblica.

**Rapporto disavanzo pubblico/PIL [deficit ratio]:** oggetto di uno dei criteri di convergenza relativi alla finanza pubblica previsti dall'articolo 104, paragrafo 2 del **Trattato**. Viene definito come il rapporto tra il disavanzo pubblico, previsto o effettivo, e il prodotto interno lordo ai prezzi di mercato. Ai sensi del Protocollo n. 20 sulla **procedura per i disavanzi eccessivi**, per disavanzo pubblico si intende l'indebitamento netto delle **amministrazioni pubbliche**.

**Reddito monetario [*monetary income*]:** reddito ottenuto dalle banche centrali nazionali 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**.

**Reports on the Observance of Standards and Codes (ROSCs):** rapporti sull'osservanza degli standard e dei codici, nei quali l'FMI e la Banca mondiale certificano il livello di conformità di un paese membro ai principi e alle regole accettate a livello internazionale in dodici aree: diffusione delle informazioni statistiche, trasparenza della finanza pubblica, trasparenza della politica monetaria e finanziaria, vigilanza bancaria, titoli, assicurazioni, sistemi dei pagamenti, diritto societario, contabilità, controllo, protezione dei diritti dei creditori e procedure di insolvenza, misure antiriciclaggio e per la lotta al finanziamento del terrorismo. Tali rapporti vengono predisposti e pubblicati su richiesta del paese membro dell'FMI.

**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 i rischi sia di credito sia di liquidità.

**Riserva obbligatoria [*reserve requirement*]:** ammontare minimo che le **istituzioni creditizie** devono detenere a titolo di riserva presso la banca centrale. Nel quadro del regime vigente nell'**Eurosistema** il calcolo della riserva obbligatoria di un'istituzione creditizia avviene moltiplicando il **coefficiente di riserva** che si applica a ciascuna voce inclusa nelle **passività soggette a riserva** per il valore della voce stessa nel bilancio di tale istituzione. Dal calcolo è possibile detrarre una **franchigia**.

**Riserve accumulate a fronte di piani pensionistici delle imprese non finanziarie [*pension fund reserves of non-financial corporations*]:** riserve o simili fondi accantonati dalle imprese non finanziarie per far fronte agli obblighi connessi con i piani pensionistici aziendali.

**Riserve ufficiali dell'Eurosistema [*Eurosystem's international reserves*]:** comprendono le attività di riserva della **Banca centrale europea** e delle banche centrali nazionali dei paesi dell'area dell'euro. 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 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 di regolamento su base netta (SRN) [*net settlement system (NSS)*]: sistema di trasferimento fondi** in cui il regolamento dei saldi viene effettuato su base netta bilaterale o multilaterale.

**Sistema di trasferimento fondi [*funds transfer system (FTS)*]:** accordo formale, fondato su un contratto di diritto privato ovvero su disposizioni amministrative, caratterizzato da una pluralità di aderenti, norme comuni e procedure standardizzate, per la trasmissione e il regolamento di pagamenti tra i partecipanti.

**Sistema di trasferimento interbancario di fondi (STIF) [*interbank funds transfer system (IFTS)*]: sistema di trasferimento fondi** in cui la maggior parte (o tutti) i partecipanti sono istituzioni creditizie.

**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). Il SEC 95 è l'ultima versione del sistema europeo, entrato in uso nel 1999 conformemente al Regolamento del Consiglio (CE) n. 2223/96.

**Sistema europeo di banche centrali (SEBC) [*European System of Central Banks (ESCB)*]:** il SEBC è composto dalla **Banca centrale europea** e dalle banche centrali nazionali 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 RTGS (sistema di regolamento lordo in tempo reale) [*RTGS (real-time gross settlement) system*]:** 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**.

**Sistema universale di telecomunicazioni mobili [*UMTS (Universal Mobile Telecommunications System)*]:** sistema per la "terza generazione" di telefonia mobile. Le licenze per frequenze di telefonia mobile sono vendute o concesse a società di telecomunicazione dai governi dei paesi dell'Unione europea.

**Società non finanziarie [*non-financial corporations*]:** uno dei settori istituzionali nel **Sistema Europeo dei Conti 1995**, include le unità istituzionali che effettuano transazioni distributive e finanziarie separate da quelle dei loro proprietari. Le società non finanziarie comprendono tutte le entità giuridicamente indipendenti che producono per il mercato e la cui attività principale consiste nella produzione di beni e servizi non finanziari.

**Sovereign Debt Restructuring Mechanism (SDRM):** iniziativa dell'FMI finalizzata all'istituzione di un quadro di riferimento statutario per la ristrutturazione del debito sovrano. L'SDRM faciliterebbe accordi rapidi e di ampia portata tra debitori e creditori in casi di forte indebitamento.

**Stabilità dei prezzi [*price stability*]:** il mantenimento della stabilità dei prezzi è l'obiettivo primario della **Banca centrale europea**. Per fornire un chiaro indirizzo alle aspettative sull'andamento futuro dei prezzi e poter rendere conto del proprio operato, nell'ottobre del 1998 il **Consiglio direttivo** ha pubblicato la seguente definizione quantitativa di stabilità dei prezzi: "un aumento sui dodici mesi dell'**indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)** per l'**area dell'euro** inferiore al 2 per cento su un orizzonte di medio periodo". È stato, in questo modo, fissato il limite superiore per il tasso di inflazione misurato sullo IAPC. Al tempo stesso, l'uso del termine "aumento" indica che una deflazione, cioè una prolungata diminuzione del livello dell'indice, non sarebbe considerata coerente con la stabilità dei prezzi.

**Strategia di politica monetaria [*monetary policy strategy*]:** la strategia di politica monetaria della **Banca Centrale Europea** si fonda sulla definizione quantitativa della **stabilità dei prezzi** e su due schemi di analisi ("pilastri") che contribuiscono alla valutazione prospettica dei rischi per tale stabilità. Il primo pilastro assegna un ruolo preminente alla moneta; gli andamenti monetari e del credito sono sottoposti a un'attenta analisi, tesa a coglierne il contenuto informativo. Questo pilastro comprende un **valore di riferimento per la crescita della moneta** e un insieme di modelli nei quali l'evoluzione della moneta e del credito concorre a determinare o aiuta a prevedere la dinamica dei prezzi. Il secondo pilastro si basa sull'analisi di un'ampia gamma di altri indicatori economici e finanziari. In esso confluiscono diversi modelli nei quali i fattori di pressione sui costi e le relazioni fra domanda e offerta di beni e servizi, da una parte, e il mercato del lavoro, dall'altra, determinano l'andamento dei prezzi.

**Stress testing:** analisi dei risultati che una determinata strategia di investimento potrebbe ottenere qualora si verificassero alcune ipotesi relative a movimenti avversi di fattori di rischio rilevanti per la strategia stessa (ad esempio, aumento della volatilità e della correlazione tra strumenti nel portafoglio).

**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 e dal meccanismo di pagamento della **Banca centrale europea**, collegati tramite procedure comuni (**Interlinking**) al fine di consentire trasferimenti transfrontalieri tra i sistemi di regolamento nell'Unione europea.

**Target2:** seconda generazione di **Target**, sviluppata con lo scopo di soddisfare le esigenze derivanti dalla crescente integrazione finanziaria nell'ambito dell'**area dell'euro**. I principali obiettivi di Target2 sono: a) soddisfare in maniera migliore le esigenze della clientela fornendo un livello di servizio ampiamente armonizzato, b) garantire l'efficienza in termini di costi e c) realizzare un sistema pronto ad adeguarsi rapidamente agli sviluppi futuri, incluso l'allargamento dell'Unione europea e dell'**Eurosistema**. In Target2 le BCN continueranno a essere responsabili della gestione dei conti e dei rapporti con le **istituzioni creditizie**.

**Tassi di cambio effettivi (nominali/reali) [effective (nominal/real) exchange rates]:** i tassi di cambio effettivi nominali consistono nella media ponderata di determinati tassi di cambio bilaterali. I tassi di cambio effettivi reali si ottengono dai tassi di cambio effettivi nominali, corretti per la differenza tra l'andamento di un indice di prezzo o di costo estero e quello del corrispondente indice interno; essi misurano pertanto la competitività di prezzo o di costo. La **Banca centrale europea** calcola indici del tasso di cambio effettivo nominale dell'**euro** nei confronti delle valute di un gruppo ristretto e di un gruppo esteso di partner commerciali dell'**area dell'euro**. Dal gennaio 2001, il gruppo ristretto è costituito da 12 paesi partner fra quelli industrializzati e di recente industrializzazione, mentre il gruppo esteso conta 38 partner commerciali fra i quali sono incluse le economie emergenti di mercato e quelle in fase di transizione. Gli indici di tasso di cambio effettivo reale sono calcolati utilizzando misure alternative di prezzi e costi.

**Tassi di interesse bancari al dettaglio [retail bank interest rates]:** cfr. **Tassi di interesse delle IFM**.

**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. Si usa la definizione tassi di interesse al dettaglio per indicare le statistiche non armonizzate prodotte secondo un approccio di breve periodo, utilizzando le informazioni già disponibili a livello nazionale sui **tassi di interesse bancari al dettaglio**.

**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 centrale nei confronti dell'euro [euro central rate]:** tasso ufficiale di cambio delle valute aderenti agli **AEC II** nei confronti dell'euro, rispetto al quale sono stati definiti i margini di oscillazione del meccanismo.

**Tasso dello swap sull'Eonia [EONIA swap rate]:** uno *swap* sull'**Eonia** è un accordo con cui due parti si impegnano a scambiare un flusso di pagamenti variabili indicizzati al tasso Eonia con un flusso di pagamenti fissi per un dato periodo di tempo. Il tasso di interesse applicato sul flusso fisso dello *swap* viene definito tasso dello *swap* sull'Eonia e rappresenta il livello medio atteso del tasso Eonia per la durata dello *swap*. Gli *swap* sull'Eonia possono avere scadenza da 1 a 3 settimane e da 1 a 12 mesi e sono trattati su base bilaterale sui mercati monetari non regolamentati.

**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**. Come **tasso di interesse di riferimento della BCE**, svolge attualmente il ruolo svolto in precedenza dal tasso applicato alle aste a tasso fisso.

**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 (cedola) oppure sono collocati con uno sconto rispetto all'ammontare dovuto alla scadenza. Il reddito percepito dal detentore è quindi dato dagli incassi delle cedole e dalla differenza tra il prezzo di acquisto del titolo e il suo valore di mercato al momento della vendita o alla scadenza. Tali titoli sono negoziabili e possono essere scambiati sul mercato secondario, ma non garantiscono al detentore alcun diritto di proprietà nei confronti dell'emittente. Le statistiche sui titoli di debito della **Banca centrale europea** comprendono gli strumenti di mercato monetario e, in linea di principio, i collocamenti privati.

**Transazione definitiva [outright transaction]:** operazione di acquisto o vendita di attività a titolo definitivo (a pronti o a termine).

**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.

**UEM [EMU]:** cfr. **Unione economica e monetaria**.

**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**, 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 **Banca centrale europea** e l'introduzione dell'euro. La sostituzione del contante in euro il 1° gennaio 2002 ha completato la costruzione dell'UEM.

**Valore di riferimento per la crescita della moneta [reference value for monetary growth]:** il Consiglio direttivo assegna alla moneta un ruolo preminente nella conduzione della politica monetaria unica; gli **aggregati monetari** e le loro contropartite vengono pertanto attentamente analizzati con riferimento al loro contenuto informativo sull'andamento futuro dei prezzi. Ciò è segnalato dall'annuncio di un valore di riferimento per il tasso di crescita dell'aggregato monetario **M3**. Tale valore è calcolato coerentemente con la definizione di **stabilità dei prezzi** decisa dal Consiglio direttivo e in funzione del suo conseguimento, sulla base di ipotesi a medio termine riguardanti il trend della crescita del PIL in termini reali e quello della velocità di circolazione di M3. In circostanze normali, deviazioni sostanziali o prolungate della crescita di M3 dal valore di riferimento indicano rischi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo. Tuttavia, il concetto di valore di riferimento non implica un impegno da parte del Consiglio direttivo a intervenire in modo meccanico per correggere le deviazioni della crescita di M3 da tale valore.

**Valore di riferimento per la posizione di bilancio [reference value for the fiscal position]:**

il Protocollo n. 20 sulla **procedura per i disavanzi eccessivi** fissa espliciti valori di riferimento per il **rapporto disavanzo pubblico/PIL** delle **amministrazioni pubbliche** (3 per cento) e per il **rapporto debito pubblico/PIL** (60 per cento). Cfr. **Patto di stabilità e crescita**.

**Value at Risk (VaR):** misura di rischio, pari alla massima perdita che un portafoglio può registrare su un determinato arco temporale, con un certo livello di probabilità.

**Volatilità implicita del mercato azionario [implied stock market volatility]:** misura della variabilità attesa dei corsi azionari, desunta dai prezzi delle **opzioni**. Dato il prezzo di mercato di una opzione su di un determinato titolo azionario, la volatilità implicita può essere desunta sulla base di una formula per la determinazione del prezzo dell'opzione, che tipicamente dipende dalla variabilità del corso del titolo azionario sottostante all'opzione che gli operatori si aspettano prevarrà nel periodo di tempo che rimane fino alla scadenza dell'opzione. I titoli sottostanti all'opzione possono essere indici azionari, come l'indice Dow Jones **Euro Stoxx 50**. Sotto ipotesi appropriate, la volatilità implicita può essere interpretata come la variabilità attesa dal mercato durante la vita residua dell'opzione.

**Volatilità implicita del mercato obbligazionario [implied bond market volatility]:** misura della variabilità attesa dei prezzi dei titoli di debito (o di contratti *future* su titoli di debito), desunta dai prezzi delle **opzioni**. Dato il prezzo di mercato di una opzione su di un determinato titolo di debito, la volatilità implicita può essere desunta sulla base di una formula per la determinazione del prezzo dell'opzione, che tipicamente dipende dalla variabilità del prezzo del titolo di debito sottostante all'opzione che gli operatori si aspettano prevarrà nel periodo di tempo che rimane fino alla scadenza dell'opzione. I titoli sottostanti possono essere obbligazioni, come il titolo di Stato decennale tedesco, oppure contratti *future* su titoli obbligazionari. Sotto ipotesi appropriate, la volatilità implicita può essere interpretata come la variabilità attesa dal mercato durante la vita residua dell'opzione.

**Volatilità implicita del tasso di interesse [implied interest rate volatility]:** indicatore della volatilità attesa dei tassi di interesse futuri, a breve e a lungo termine, derivabile dai prezzi delle **opzioni**. Dato il prezzo di mercato osservato per una opzione, la volatilità implicita può essere calcolata utilizzando una formula standard in cui il prezzo di una opzione dipende in modo esplicito, tra altri fattori, dalla volatilità attesa del prezzo dell'attività sottostante durante il periodo fino alla scadenza dell'opzione. Le attività sottostanti possono essere contratti *future* sui tassi di interesse a breve termine, quale ad esempio l'**Euribor** a tre mesi, o su obbligazioni a lungo termine, quali i titoli di Stato decennali tedeschi. Sulla base di ipotesi appropriate, la volatilità implicita può essere interpretata come l'aspettativa prevalente sul mercato riguardo alla volatilità nel rimanente periodo di vita dell'opzione.



