



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

1998 - 2008

**BOLLETTINO MENSILE**  
**10° ANNIVERSARIO DELLA BCE**



BANCA CENTRALE EUROPEA  
I PRIMI DIECI ANNI



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA



## BOLLETTINO MENSILE 10° ANNIVERSARIO DELLA BCE

Nel 2008 tutte  
le pubblicazioni della BCE  
saranno caratterizzate  
da un motivo tratto  
dalla banconota  
da 10 euro



© Banca Centrale Europea, 2008

**Indirizzo**

Kaiserstrasse 29  
60311 Frankfurt am Main - Germany

**Indirizzo postale**

Postfach 16 03 19  
60066 Frankfurt am Main - Germany

**Telefono**

+49 69 1344 0

**Sito internet**

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

**Fax**

+49 69 1344 6000

*Questo Bollettino è stato predisposto  
sotto la responsabilità del Comitato  
esecutivo della BCE.  
Traduzione e pubblicazione  
a cura della Banca d'Italia.*

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

*Fotografie:*

*ESKQ  
EUMETSAT  
Claudio Hils  
Martin Joppen*

*I dati contenuti in questo Rapporto  
sono aggiornati al 9 aprile 2008.*

ISSN 1561-0276 (stampa)

ISSN 1725-2997 (online)

*Stampato nel mese di giugno 2008  
presso il Centro Stampa  
della Banca d'Italia in Roma.*

# INDICE



|                                                                                                                |            |                                                                           |            |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|---------------------------------------------------------------------------|------------|
| <b>PREFAZIONE</b>                                                                                              | <b>5</b>   | Riquadri:                                                                 |            |
| <b>CONTESTO STORICO</b>                                                                                        | <b>8</b>   | Modellizzazione dell'economia dell'area dell'euro                         | <b>36</b>  |
| <b>INTRODUZIONE</b>                                                                                            | <b>11</b>  | Principali strumenti e canali di comunicazione della BCE                  | <b>51</b>  |
| <b>ASSETTO ISTITUZIONALE E OPERATIVO DELL'AREA DELL'EURO</b>                                                   | <b>21</b>  | Il sistema delle garanzie dell'Eurosistema                                | <b>55</b>  |
| <b>LA STRATEGIA DI POLITICA MONETARIA DELLA BCE E LA SUA ATTUAZIONE</b>                                        | <b>33</b>  | Il meccanismo di trasmissione della politica monetaria                    | <b>61</b>  |
| <b>LE SFIDE PER LE POLITICHE ECONOMICHE E L'ALLARGAMENTO</b>                                                   | <b>67</b>  | La persistenza dell'inflazione e le determinanti della dinamica salariale | <b>84</b>  |
| <b>L'IMPATTO DELL'EURO SUL COMMERCIO E SUI FLUSSI DI CAPITALI E IL RUOLO INTERNAZIONALE DELLA MONETA UNICA</b> | <b>93</b>  | Risultati preliminari dei lavori della BCE sull'evoluzione finanziaria    | <b>111</b> |
| <b>INTEGRAZIONE FINANZIARIA</b>                                                                                | <b>107</b> | Il ruolo dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo                    | <b>145</b> |
| <b>STABILITÀ FINANZIARIA E SORVEGLIANZA</b>                                                                    | <b>125</b> |                                                                           |            |
| <b>LE STATISTICHE</b>                                                                                          | <b>143</b> |                                                                           |            |
| <b>BANCONOTE IN EURO – UN SIMBOLO TANGIBILE DI INTEGRAZIONE</b>                                                | <b>151</b> |                                                                           |            |
| <b>OSSERVAZIONI CONCLUSIVE</b>                                                                                 | <b>157</b> |                                                                           |            |
| <b>ALLEGATO</b>                                                                                                |            |                                                                           |            |
| 10 anni di statistiche sull'area dell'euro a raffronto con quelle di altre principali aree economiche          | <b>161</b> |                                                                           |            |



## SIGLARIO

### PAESI

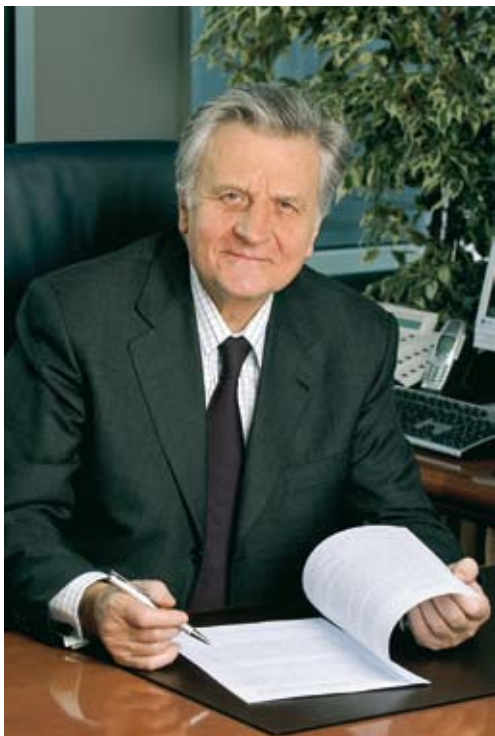
|    |                 |    |             |
|----|-----------------|----|-------------|
| BE | Belgio          | HU | Ungheria    |
| BG | Bulgaria        | MT | Malta       |
| CZ | Repubblica Ceca | NL | Paesi Bassi |
| DK | Danimarca       | AT | Austria     |
| DE | Germania        | PL | Polonia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

### ALTRE

|             |                                                                                            |
|-------------|--------------------------------------------------------------------------------------------|
| BCE         | Banca centrale europea                                                                     |
| BCN         | Banche centrali nazionali                                                                  |
| b.d.p.      | bilancia dei pagamenti                                                                     |
| BRI         | Banca dei regolamenti internazionali                                                       |
| CD          | Certificati di deposito                                                                    |
| CLUPM       | Costo del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera                       |
| c.i.f.      | costo, assicurazione e nolo al confine del paese dell'importatore                          |
| ECU         | Unità monetaria europea                                                                    |
| EUR         | euro                                                                                       |
| FMI         | Fondo monetario internazionale                                                             |
| f.o.b.      | franco a bordo al confine del paese dell'esportatore                                       |
| HWWI        | Istituto per l'economia internazionale di Amburgo                                          |
| 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. 1 | Classificazione statistica delle attività economiche nella Comunità europea (1ª revisione) |
| OCSE        | Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico                                 |
| PIL         | Prodotto interno lordo                                                                     |
| SEBC        | Sistema europeo di banche centrali                                                         |
| SEC 95      | Sistema europeo dei conti nazionali 1995                                                   |
| SITC rev. 3 | Standard International Trade Classification (3ª revisione)                                 |
| TCE         | Tasso di cambio effettivo                                                                  |
| UE          | Unione europea                                                                             |
| UEM         | Unione economica e monetaria                                                               |

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

## PREFAZIONE



La Banca centrale europea (BCE) è stata fondata il 1° giugno 1998 ed è divenuta la banca centrale indipendente per la moneta unica europea, l'euro, introdotta nel gennaio 1999. Non può esistere una moneta unica condivisa da un gruppo di paesi senza una banca centrale comune e un sistema comune di banche centrali. Alla BCE e al Sistema europeo di banche centrali (SEBC), costituito dalla BCE e dalle banche centrali di tutti gli Stati membri dell'Unione europea (UE), è stato dunque conferito il mandato di mantenere la stabilità dei prezzi e preservare la credibilità dell'euro.

Nel maggio 1998 il Consiglio europeo ha assunto una delle decisioni di maggiore portata nella storia dell'integrazione europea: i leader dell'UE hanno deciso che undici Stati membri soddisfacevano le condizioni stabilite per l'adozione dell'euro. Il percorso verso questa tappa fondamentale affonda le proprie radici nel Trattato di Maastricht del 1992, che ha definito il quadro istituzionale del SEBC trasferendo le competenze di politica monetaria a un livello sovranazionale e salvaguardandolo da qualsiasi pressione, anche da parte dei governi.

Il Trattato ha assicurato, in tal modo, la piena indipendenza della BCE; inoltre ha conferito a quest'ultima la facoltà esclusiva di autorizzare l'emissione delle banconote in euro.

Il Trattato di Maastricht era stato negoziato e ratificato dai parlamenti nazionali presupponendo che tutti gli Stati membri dell'UE avrebbero introdotto, a tempo debito, l'euro e che il SEBC avrebbe quindi svolto tutti i compiti attinenti alla moneta unica. Tuttavia, finché questa condizione non verrà soddisfatta, un ruolo centrale sarà svolto da un gruppo di banche appartenenti al SEBC denominato Eurosistema, al quale partecipano la BCE e le banche centrali nazionali (BCN) dei paesi dell'area dell'euro. L'organo decisionale supremo dell'Eurosistema è il Consiglio direttivo della BCE, costituito dai sei membri del Comitato esecutivo della BCE e dai governatori delle BCN dei paesi che hanno adottato l'euro.

Il Consiglio direttivo della BCE ha definito la stabilità dei prezzi come un tasso di inflazione positivo inferiore al 2 per cento e ha annunciato che si prefigge di mantenere l'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo. Per quasi dieci anni la stabilità dei prezzi è stata sostanzialmente conseguita, sebbene l'Europa e il resto del mondo abbiano risentito di forti rincari delle materie prime a livello mondiale, su cui la politica monetaria non può esercitare un'influenza diretta; con l'euro il tasso di inflazione è stato in media lievemente superiore al 2 per cento. Si tratta di un risultato ragguardevole se si tiene conto della serie di shock che hanno caratterizzato questo periodo e degli andamenti precedentemente registrati dalle economie che ora partecipano all'area dell'euro: nei decenni anteriori all'introduzione della moneta unica i tassi di inflazione sui dodici mesi dei singoli paesi sono stati, in media, significativamente superiori a quelli osservati nell'area durante gli ultimi dieci anni.

La stabilità dei prezzi è essenziale. Non soltanto salvaguarda il valore dei redditi di tutti i cittadini e in particolare delle fasce più vul-

nerabili e meno abbienti, ma il suo conseguimento e credibile mantenimento nel medio termine costituisce un presupposto per la crescita sostenibile e la creazione di posti di lavoro. Ancorando le aspettative riguardo all'inflazione futura su livelli moderati, in linea con la sua definizione di stabilità dei prezzi, la BCE ha ridotto i premi per il rischio di inflazione e ha assicurato un contesto finanziario favorevole alla crescita e all'occupazione. Nel periodo intercorso tra l'introduzione dell'euro e la fine del 2007 sono stati creati oltre 15 milioni di posti di lavoro nell'area dell'euro e il tasso di disoccupazione ha raggiunto il livello minimo dagli inizi degli anni ottanta.

L'euro sta svolgendo un ruolo di grande importanza nel promuovere il funzionamento del nostro ampio mercato continentale e dunque l'effettiva realizzazione del mercato unico. Inoltre ha contribuito a proteggere l'economia dell'area dell'euro dai numerosi shock internazionali e dalle forti turbolenze degli ultimi anni.

Il raggiungimento di tali risultati ha richiesto tempo e considerevole impegno: la BCE si è mossa su un terreno inesplorato, ha assunto decisioni di notevole portata e complessità e ha agito in base a queste ultime insieme agli altri membri dell'Eurosistema. Fra i numerosi compiti che ci hanno impegnato negli ultimi anni, abbiamo dovuto comprendere come avrebbe funzionato, dopo la sua creazione, la nuova unione monetaria e quali sarebbero state le complesse dinamiche di una grande area economica sulla via della piena unificazione economica e monetaria.

Questo numero speciale del Bollettino mensile presenta l'attività della BCE nei dieci anni cruciali appena trascorsi, illustra alcune delle maggiori difficoltà affrontate in tale periodo ed esamina le sfide che la BCE e l'area dell'euro devono raccogliere alle soglie del loro secondo decennio.

Tali sfide riguardano soprattutto la necessità di rendere l'area dell'euro più flessibile e

adattabile, affinando le politiche strutturali e di bilancio, nonché di aumentarne il potenziale di crescita. Vi è la costante esigenza di comprendere le trasformazioni in atto nell'economia e di adeguare gli strumenti a nostra disposizione per individuare i fattori all'origine dell'inflazione futura. Per preservare credibilità la politica monetaria deve restare in continua allerta, mantenendo le aspettative di inflazione in linea con la nostra definizione di stabilità dei prezzi. Dobbiamo inoltre stabilire come meglio prepararci ai futuri allargamenti dell'area dell'euro.

I successi dello scorso decennio sono stati conseguiti grazie all'ispirazione e alla determinazione dei membri, passati e attuali, del Consiglio direttivo nonché all'energia e all'impegno di tutto il personale dell'Eurosistema. Desidero cogliere questa occasione particolare per rivolgere un sincero ringraziamento a tutti coloro che hanno contribuito a costruire solide fondamenta per l'euro. La moneta unica è divenuta simbolo orgoglioso di un continente che ha saputo innalzare il proprio profilo.

L'Eurosistema è una squadra al servizio dei 320 milioni di cittadini dei quindici paesi che hanno deciso di unire i loro destini. L'euro è la nostra moneta e i popoli europei sanno che siamo fedeli al mandato di cui ci hanno investiti.

A tutto il personale coinvolto, presso la BCE e le BCN, esprimo la mia più profonda gratitudine per l'eccellente contributo e per aver reso possibile questa pubblicazione.



Jean-Claude Trichet, Presidente della BCE



**Il Comitato esecutivo  
a giugno 1998**

**Seconda fila (da sinistra):**  
Tommaso Padoa-Schioppa,  
Otmar Issing,  
Eugenio Domingo Solans

**Prima fila (da sinistra):**  
Christian Noyer (Vice-President),  
Wim F. Duisenberg (President),  
Sirkka Hämäläinen



**Il Comitato esecutivo  
a giugno 2008**

**Seconda fila (da sinistra):**  
Jürgen Stark,  
José Manuel González-Páramo,  
Lorenzo Bini Smaghi,

**Prima fila (da sinistra):**  
Gertrude Tumpel-Gugerell,  
Jean-Claude Trichet,  
Lucas D. Papademos



## CONTESTO STORICO

Gli esordi dell'integrazione monetaria europea risalgono agli inizi degli anni sessanta, quando i sei membri della Comunità economica europea (CEE) avviarono la cooperazione in ambito monetario. Anche la prima proposta concreta di istituire un'unione economica e monetaria emerse in quegli anni: la zona di libero scambio nata con il Trattato di Roma avrebbe dovuto gettare le basi per la creazione di un'unione economica entro la fine del decennio. Non fu tuttavia intrapresa alcuna azione in tal senso poiché successivamente il sistema monetario internazionale si mantenne stabile per diversi anni. Fu soltanto nel 1969, in seguito a una serie di crisi valutarie e di bilancia dei pagamenti, che i leader dei sei paesi membri della CEE decisero di elaborare un piano per la realizzazione di un'unione economica e monetaria; il risultato di tale decisione fu il Rapporto Werner del 1970, che ne prevedeva l'istituzione in tre fasi entro il 1980. L'interesse per questo piano ambizioso venne meno nel 1971 in seguito all'abbandono del regime di cambi fissi di Bretton Woods. Al tempo stesso i paesi europei si resero conto del fatto che oscillazioni incontrollate del cambio avrebbero potuto compromettere l'ulteriore integrazione commerciale. Un primo passo fu compiuto nel 1972 con l'introduzione del cosiddetto "serpente", nell'intento di stabilizzare i cambi fra alcune valute europee; il sistema crollò a causa di ulteriori tensioni valutarie e della recessione internazionale che fecero seguito alla prima crisi petrolifera, del 1973. Nel 1977, dopo che diverse valute avevano aderito al "serpente" e lo avevano abbandonato, il sistema era ridotto a un' "area del marco tedesco", costituita da Germania, Benelux e Danimarca.

Nel 1979 Francia e Germania rilanciarono l'idea dell'integrazione monetaria, che sfociò nella creazione del Sistema monetario europeo (SME), destinato a esistere fino all'introduzione dell'euro nel 1999. Al centro del progetto si collocavano il coordinamento della politica monetaria e la convergenza verso la stabilità dei prezzi, poiché in grado di favorire la stabilità dei cambi. Nel corso

del periodo furono consolidati i legami fra le banche centrali, il riallineamento dei cambi fu subordinato all'assunzione di impegni politici nei confronti della convergenza al fine di ridurre la frequenza e l'impatto di svalutazioni destabilizzanti (che nondimeno talvolta si verificarono), furono eliminate le restrizioni sui movimenti di capitali, in tutti i paesi prevalsero politiche orientate a bassi livelli di inflazione e l'integrazione economica registrò notevoli progressi. L'esperienza maturata negli anni dello SME mise in luce l'importanza di una convergenza nominale sostenibile e della disciplina di bilancio.

Sul finire degli anni ottanta riprese a essere discussa la realizzazione un'unione economica e monetaria europea. Il Consiglio europeo incaricò un comitato di esperti presieduto da Jacques Delors di formulare proposte per l'istituzione dell'Unione economica e monetaria (UEM). Queste confluirono nel Rapporto Delors, nel quale si tracciava il percorso che avrebbe condotto alla firma del Trattato di Maastricht da parte dei capi di Stato o di governo degli Stati membri dell'UE nel 1992 e alla sua successiva ratifica in tutti i paesi dell'Unione nel 1993. Il Rapporto Delors poneva le basi per l'introduzione della moneta unica, che sarebbe avvenuta a distanza di quasi un decennio. Negli anni seguenti fu portato avanti il processo di convergenza e furono messi a punto gli assetti istituzionali richiesti. L'Istituto monetario europeo (IME), fondato nel 1994, iniziò a predisporre il quadro regolamentare, organizzativo e logistico necessario per il nuovo sistema sovranazionale di banche centrali. I lavori preparatori dell'IME furono essenziali per l'istituzione della BCE e del SEBC, consentendo a questi ultimi di svolgere i compiti ad essi assegnati, nonché per l'introduzione della nuova valuta.

Nel maggio 1998 il Consiglio dell'Unione europea decise che undici paesi soddisfacevano i criteri di convergenza, ossia le condizioni fissate per l'adozione dell'euro. Nel giugno 1998 nacquero la BCE e il SEBC. Finché vi saranno Stati membri dell'Unione europea che non hanno introdotto la moneta unica, un

ruolo centrale sarà svolto dall'Eurosistema, costituito dalla BCE e dalle banche centrali dei paesi dell'area dell'euro.

Sin dalla loro fondazione la Banca centrale europea e l'Eurosistema hanno dovuto affrontare una serie di sfide particolarmente impegnative. Appena creata la BCE ha dovuto conquistare credibilità e ottenere la fiducia del pubblico e dei mercati finanziari riguardo al suo impegno a mantenere la stabilità dei prezzi. Al tempo stesso ha dovuto impiantare una struttura che le consentisse di operare in modo efficiente insieme alle BCN dell'Eurosistema. L'assolvimento di tali compiti è risultato ancor più complesso a causa dell'assoluta novità del contesto istituzionale ed economico. L'introduzione dell'euro ha infatti dato vita a un nuovo soggetto economico e finanziario dotato di caratteristiche che non erano state esplorate appieno, con implicazioni non interamente comprese.

Questo numero speciale del Bollettino mensile, predisposto per il decimo anniversario, ripercorre l'attività svolta dalla BCE e dall'Eurosistema e i risultati da essi conseguiti nel corso dell'ultimo cruciale decennio e delineano una serie di sfide e possibili sviluppi che si prospettano nei settori di competenza della BCE. Guardando al funzionamento della BCE e dell'Eurosistema emergono in particolare due aspetti:

- Nel corso degli anni l'integrazione monetaria è proceduta parallelamente a quella economica. Il percorso compiuto dall'Europa verso la realizzazione dell'UEM non ha precedenti nella storia, poiché si basa sulla concezione di un mercato unico per un gruppo di Stati sovrani. Questa esperienza si distingue nettamente dalla maggior parte delle unioni monetarie del passato, in cui l'istituzione di un'unione politica (uno Stato nazionale) ha creato

i presupposti per un mercato unico con condizioni omogenee per imprese e famiglie. Ci attendiamo che l'euro eserciti effetti favorevoli promuovendo l'ulteriore integrazione economica e finanziaria. Questo aspetto viene approfondito nei capitoli 4, 5 e 6, che trattano rispettivamente l'integrazione dell'economia reale, il conseguimento di un maggior grado di apertura commerciale e l'integrazione dei mercati finanziari.

- L'Eurosistema coniuga un processo decisionale accentrato e uno schema di attuazione decentrato. Il decentramento vigente nell'Eurosistema offre tre vantaggi fondamentali: in primo luogo, la BCE si avvale delle competenze, infrastrutture e capacità operative delle BCN dell'Eurosistema; in secondo luogo, le BCN agevolano la comunicazione fra la BCE e i cittadini dei paesi dell'area dell'euro poiché ne parlano le rispettive lingue e ne conoscono le culture; infine, le BCN forniscono agli enti creditizi dei singoli paesi un punto di accesso alla rete di banche centrali, un aspetto importante, date le dimensioni dell'area dell'euro e le relazioni consolidate tra le comunità bancarie nazionali e le rispettive banche centrali. Questa architettura ha funzionato bene nel corso dell'ultimo decennio, consentendo anche di gestire con successo l'allargamento dell'Unione europea e dell'area dell'euro.

Nei suoi primi dieci anni la BCE ha saputo conquistare un'elevata credibilità a livello mondiale. Ora che l'area dell'euro inaugura il suo secondo decennio sarà importante preservare tale credibilità nell'affrontare le sfide future. In questo numero speciale del Bollettino mensile, per la celebrazione del decimo anniversario, dimostriamo che in molti sensi condividiamo ormai un destino comune.

## SISTEMA EUROPEO DI BANCHE CENTRALI (SEBC)



## EUROSISTEMA



## I INTRODUZIONE

*“... far lavorare tutti gli uomini uniti, dimostrare loro che, al di là delle divergenze o ben oltre le frontiere, essi hanno un interesse comune.”*

Jean Monnet

Questo numero speciale del Bollettino mensile ripercorre i primi dieci anni di attività della Banca centrale europea (BCE) e dell'Eurosistema, costituito dalla BCE e dalle banche centrali dei paesi dell'Unione europea che hanno già introdotto l'euro. In particolare, descrive il funzionamento della nuova istituzione e del nuovo sistema durante questo decennio denso di eventi e prospetta alcune possibili sfide per i prossimi dieci anni e oltre.

La BCE realizza il suo obiettivo primario di mantenere la stabilità dei prezzi seguendo una strategia di politica monetaria credibile e adeguatamente compresa dal pubblico. La definizione della politica monetaria unica è, peraltro, soltanto uno dei compiti ad essa affidati, ancorché quello di maggior rilievo. Oltre a molteplici funzioni e attività tese al raggiungimento del suo obiettivo, alcune delle quali sono anche sancite dal Trattato di Maastricht, la BCE deve infatti assolvere ulteriori compiti a complemento del quadro per la politica monetaria unica. Questo numero speciale contribuisce a una migliore comprensione anche di questi compiti, svolti dalla BCE e dall'Eurosistema.

La creazione della BCE e del SEBC e l'introduzione dell'euro hanno richiesto la definizione di un nuovo assetto istituzionale per l'Unione economica e monetaria (UEM), caratterizzato da una politica monetaria condotta a livello centrale e da politiche di bilancio e strutturali decentrate. Il capitolo 2 spiega come la competenza per la politica monetaria unica sia stata trasferita a livello sovranazionale (ossia comunitario). Alla BCE, la nuova istituzione investita delle competenze di politica monetaria, il Trattato ha attribuito un grado elevato di indipendenza che si esplica sul piano istituzionale nonché personale, finanziario e funzionale. Il nuovo Trattato di Lisbona include la BCE tra le istituzioni dell'Unione, a conferma del fatto che la politica monetaria è indivisibile e che le banche centrali devono essere indipendenti per assicurare la stabilità dei prezzi. È invece più efficiente che le politiche di bilancio siano gestite a livello nazionale, nel rispetto dei parametri del Patto di stabilità e crescita, per tenere conto delle peculiarità e degli assetti istituzionali dei singoli paesi. Anche le politiche strutturali sono formulate in ambito nazionale, ma vengono sottoposte al vaglio degli altri paesi (*peer-review*) e coordinate nel quadro della strategia di Lisbona.

Il nuovo assetto istituzionale dell'UEM prevede adeguate procedure di coordinamento che prendono in considerazione la maggiore interdipendenza tra i paesi dell'area dell'euro. La BCE e l'Eurosistema sono pertanto impegnati in scambi di informazioni e frequenti interazioni con altri organismi e istituzioni europei, tra cui il Consiglio Ecofin (che riunisce i ministri economici e finanziari), i vari comitati preparatori di quest'ultimo, l'Eurogruppo e la Commissione europea. Inoltre la BCE ha un obbligo di rendiconto nei confronti del Parlamento europeo. Dal settembre 1998 questa prassi si dimostra soddisfacente. Tuttavia, con l'ulteriore avanzamento dell'integrazione nell'area dell'euro, le politiche definite a livello nazionale dovrebbero tenere conto dei requisiti comunitari.

Al Consiglio direttivo della BCE è affidata la formulazione della politica monetaria per l'area dell'euro e degli orientamenti per la sua attuazione; nel quadro di tale competenza esso ha annunciato, nell'ottobre 1998, una strategia di politica monetaria tesa a conseguire l'obiettivo primario della stabilità dei prezzi, come sancito dal Trattato di Maastricht. Questa strategia,

**La BCE ha un obiettivo prioritario: la stabilità dei prezzi**

**L'assetto istituzionale dell'UEM combina una politica monetaria accentrata...**

**...con politiche di bilancio e strutturali decentrate...**

**...e richiede più ampi scambi di informazioni e un maggiore coordinamento**

**Il Consiglio direttivo definisce la politica monetaria**





**Assetto a due pilastri  
per l'area dell'euro**

precisata nel 2003, si articola in due elementi principali: una definizione quantitativa di stabilità dei prezzi e un quadro di riferimento basato su due pilastri. Secondo la definizione di stabilità dei prezzi l'obiettivo primario della BCE consiste nel mantenere l'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento. È infatti opinione ampiamente condivisa che la stabilità dei prezzi sia il principale contributo al benessere economico che la politica monetaria possa offrire. Il quadro di riferimento basato su due pilastri prevede un'analisi economica e un'analisi monetaria, complementari ai fini della valutazione dei diversi rischi per la stabilità dei prezzi. L'analisi economica considera un orizzonte di breve-medio periodo e si avvale di un'ampia gamma di statistiche e indicatori economici e finanziari rilevanti al fine di valutare le prospettive per l'evoluzione dei prezzi. L'analisi monetaria assume invece un orizzonte di medio-lungo periodo e assegna un ruolo preminente agli andamenti della moneta e del credito. Questa impostazione consente di ben strutturare l'analisi interna e agevola la comunicazione con il pubblico e i mercati finanziari.

**La creazione dell'Eurosistema  
ha richiesto preparativi  
senza precedenti nella storia**

Il capitolo 3 approfondisce le caratteristiche e gli elementi chiave della strategia, la sua applicazione e la conduzione della politica monetaria dopo l'introduzione dell'euro nel 1999, soffermandosi anche sul vasto lavoro che è stato necessario intraprendere per assicurare la funzionalità dell'Eurosistema. Questo ha incluso la creazione dell'infrastruttura per l'attuazione della politica monetaria unica e la definizione da parte della BCE della propria organizzazione e delle procedure interne. Si pone in risalto che all'inizio della loro attività la BCE e l'Eurosistema disponevano di conoscenze limitate riguardo al possibile funzionamento dell'area dell'euro dopo l'integrazione monetaria. Anche in circostanze normali la conduzione della politica monetaria non è un compito semplice, ma in questo caso è risultata particolarmente impegnativa data la transizione, senza precedenti nella storia, da politiche nazionali ampiamente collaudate a una nuova politica sovranazionale. Sin dagli esordi sono stati effettuati cospicui investimenti in studi, analisi e statistiche; oggi procede lo sviluppo di un ampio insieme di modelli e strumenti che contribuiscono a fornire informazioni aggiornate in tempo reale. Questa attività di analisi, in ampia misura di pubblico dominio nonché oggetto di *peer-review*, costituisce di fatto un patrimonio comune.

**Le riforme economiche  
sono essenziali  
per il buon funzionamento  
dell'area dell'euro**

Il capitolo 4 presenta le sfide da affrontare sul piano delle politiche e i risultati macroeconomici dell'area dell'euro. L'esame degli andamenti dell'economia reale e delle politiche risponde a diverse finalità. Ad esempio, contribuisce all'analisi svolta nel quadro della strategia basata su due pilastri e all'esame del processo di trasmissione della politica monetaria; consente inoltre di riconoscere gli andamenti macroeconomici principalmente riconducibili alle politiche strutturali e di bilancio nonché all'evoluzione internazionale e di coglierne l'impatto sulle pressioni inflazionistiche. Questo capitolo si sofferma su alcuni andamenti della crescita in termini reali, della produttività e dei mercati del lavoro osservati nell'area dell'euro nell'arco dello scorso decennio. È da notare come in tale periodo l'assetto complessivo dell'UEM abbia favorito un incremento molto sostenuto dell'occupazione. Vengono quindi trattate le politiche di bilancio e infine presentati alcuni fatti stilizzati sui differenziali tra i paesi in termini di crescita del prodotto reale e inflazione.

Da questo capitolo si possono trarre diversi insegnamenti. In prospettiva riveste cruciale importanza l'attuazione di riforme strutturali e politiche di bilancio solide per assicurare la stabilità macroeconomica complessiva, un'elevata crescita dell'occupazione e del prodotto, un tasso naturale di disoccupazione contenuto e l'assenza di ampi differenziali tra gli andamenti nei diversi paesi. L'esistenza di differenziali di costo e inflazione, imputabili a dinamiche salariali non appropriate e a rigidità strutturali e di bilancio, può comportare perdite di competitività

e avere un impatto sfavorevole sulla crescita dell'occupazione e del prodotto. Il corretto funzionamento dei meccanismi di aggiustamento a shock specifici andrebbe assicurato mediante la creazione di mercati del lavoro e dei beni e servizi flessibili, il completamento del mercato unico e la conduzione di politiche di bilancio ben articolate e sostenibili. Infine, i paesi che si prefiggono di adottare l'euro sono esortati a prendere in considerazione questi aspetti nel quadro del processo di convergenza allorché scelgono di aderire all'area dell'euro.

La moneta unica determina una graduale trasformazione delle economie dell'area dell'euro. Nelle attività commerciali sono diminuiti se non completamente scomparsi alcuni costi, ad esempio legati al cambio di valuta o alla copertura contro la variabilità dei tassi di cambio, mentre risultano in calo i costi di informazione, derivanti ad esempio dall'esigenza di confrontare i prezzi di beni e servizi a livello internazionale. Ci si attende inoltre che l'euro favorisca la realizzazione del mercato unico, ovvero elimini le barriere residue alla circolazione di beni, servizi e persone, accrescendo la trasparenza e scoraggiando discriminazioni nella fissazione dei prezzi. Ciò dovrebbe aiutare a ridurre la segmentazione del mercato e rafforzare la concorrenza. Anche quale mezzo di scambio e unità di conto l'euro è più efficiente rispetto alle molteplici valute che ha sostituito. Questo numero speciale esamina diversi modi in cui la moneta unica contribuisce a modificare i mercati finanziari e i risultati macroeconomici in Europa. Naturalmente tale azione, che promuove l'integrazione dell'area dell'euro, procede lentamente e potrebbero essere necessari alcuni decenni prima che i suoi effetti si esplichino appieno.

Si possono già osservare cambiamenti piuttosto sensibili per quanto riguarda la dimensione internazionale dell'euro. Il capitolo 5 tratta quattro aspetti rilevanti: gli scambi di beni e servizi, i flussi di capitale, il ruolo internazionale dell'euro e i rapporti della BCE con paesi terzi e con istituzioni e organismi internazionali, distinguendo andamenti interni (tra i paesi dell'area dell'euro) ed esterni (tra l'insieme dell'area e il resto del mondo). I riscontri aneddotici e l'analisi economica indicano che la moneta unica favorisce l'interscambio, gli investimenti diretti esteri (IDE) e gli investimenti transfrontalieri di portafoglio tra i paesi dell'area dell'euro; quest'ultima, in altre parole, investe in se stessa. Incentivando l'interscambio interno, la moneta unica ha rafforzato la concorrenza nell'area e la convergenza dei prezzi dei beni e servizi scambiati. Parimenti, ha contribuito a una maggiore efficienza sia nei paesi d'origine sia nei paesi destinatari attraverso la riallocazione del capitale, specie nel settore manifatturiero. Inoltre, con l'impulso conferito ai flussi di portafoglio tra i paesi partecipanti all'area ha favorito la diversificazione dei rischi di investimento e consumo. Questi andamenti dovrebbero proseguire anche in futuro. La dimensione internazionale della moneta unica e il suo impiego quale riserva di valore e mezzo di scambio acquisiscono crescente rilevanza: l'euro è divenuto la seconda valuta internazionale dopo il dollaro statunitense, che ha maggiore penetrazione su scala mondiale.

Nell'ultimo decennio la BCE e il SEBC hanno dedicato particolare attenzione all'adeguato funzionamento del sistema finanziario. Le banche centrali sono interessate al sistema finanziario e alla sua stabilità per due ragioni fondamentali. In primo luogo, affinché possano assolvere la loro funzione principale di assicurare la stabilità dei prezzi, è necessario che il sistema finanziario funzioni in modo appropriato. Poiché questo è il canale precipuo attraverso cui viene condotta la politica monetaria, la sua integrazione, stabilità ed efficienza sono cruciali per la trasmissione fluida ed efficace degli impulsi di politica monetaria nell'intera area dell'euro. Inoltre, le banche centrali sono le principali responsabili del buon funzionamento dei sistemi di pagamento e regolamento, obiettivo strettamente connesso alla sicurezza e all'efficienza dell'intero sistema finanziario. In secondo luogo, un sistema finanziario ben funzionante assicura un'allocazione più efficiente delle risorse finanziarie nel tempo e nello spazio e favorisce

**Gli effetti dell'unione  
monetaria sull'economia**

**La dimensione internazionale  
dell'euro**

**La BCE e il SEBC dedicano  
un'attenzione particolare  
al sistema finanziario**

**L'Eurosistema si adopera  
per promuovere  
l'integrazione finanziaria...**

pertanto una crescita economica più elevata e sostenibile. Questo è un importante obiettivo di politica pubblica e il suo perseguimento è attivamente sostenuto dalle banche centrali.

L'area dell'euro ha un carattere multinazionale. Fin dal principio uno degli obiettivi fondamentali dell'Eurosistema è stato quello di migliorare il funzionamento dei suoi mercati finanziari, ovvero promuovere l'integrazione finanziaria in Europa. Il capitolo 6 illustra i progressi realizzati in tale ambito dopo l'introduzione dell'euro, individua le determinanti e gli ostacoli maggiori e presenta il contributo della BCE e dell'Eurosistema. A questo proposito evidenzia quattro ambiti di azione principali: 1) maggiore conoscenza e consapevolezza riguardo all'integrazione finanziaria nonché monitoraggio dello stato di avanzamento di tale processo, 2) ruolo di catalizzatore delle iniziative promosse dal mercato a favore dell'integrazione, ad esempio nella realizzazione dell'Area unica dei pagamenti in euro (*Single Euro Payments Area*, SEPA), 3) consulenza sul quadro normativo e di regolamentazione dell'UE in materia di servizi finanziari, 4) offerta di servizi di banca centrale, quali il sistema per il regolamento lordo in tempo reale dei pagamenti in euro (Target), il dispositivo per la gestione transfrontaliera delle garanzie (*Correspondent Central Banking Model*, CCBM) e l'iniziativa *Target2-Securities*, tesa a individuare soluzioni per il regolamento in moneta di banca centrale delle operazioni in titoli.

**...e contribuire alla stabilità  
in questo ambito**

Il capitolo 7 si incentra su un'altra competenza fondamentale dell'Eurosistema: la salvaguardia della stabilità finanziaria. Questa funzione ha acquisito crescente rilevanza negli ultimi anni, poiché il settore finanziario ha registrato una considerevole espansione rispetto all'economia reale e l'importanza economica della stabilità finanziaria è dunque costantemente aumentata. Se, da un lato, il mantenimento della stabilità dei prezzi è il principale contributo che l'Eurosistema possa offrire in termini generali alla stabilità finanziaria, dall'altro quest'ultimo concorre al raggiungimento di tale obiettivo anche portando avanti due linee di azione specifiche. In primo luogo, svolge alcuni compiti nel settore della stabilità finanziaria a livello dell'area dell'euro, fra i quali il monitoraggio e la valutazione di tale aspetto (cfr. rapporto semestrale della BCE *Financial Stability Review*) e la conduzione di operazioni di mercato per fronteggiare shock finanziari di portata generale e mitigare le tensioni nel mercato monetario dell'area. In secondo luogo, l'Eurosistema partecipa alla definizione delle politiche in materia di stabilità finanziaria da parte delle autorità competenti a livello nazionale e dell'UE; a tal fine è impegnato in tre attività principali: prestare sostegno nel monitoraggio e nella valutazione della stabilità finanziaria in ambito nazionale e dell'UE, fornire consulenza in materia di regolamentazione e vigilanza sul sistema finanziario e contribuire alla gestione delle crisi finanziarie. Inoltre, l'Eurosistema è direttamente competente per quanto riguarda la sorveglianza sulle infrastrutture di mercato, segnatamente sui sistemi di pagamento, concorrendo anche attraverso questo canale al consolidamento della stabilità finanziaria. Il capitolo 7 descrive le competenze dell'Eurosistema e i più importanti traguardi che ha raggiunto nel campo della stabilità e della sorveglianza nel settore finanziario.

**Statistiche di qualità  
elevata sono essenziali  
per un'analisi approfondita**

Il capitolo 8 spiega l'importanza di statistiche di qualità elevata per l'area dell'euro e l'esigenza da parte della BCE di disporre di un insieme completo di dati economici e finanziari tempestivi, affidabili e coerenti per l'espletamento delle sue funzioni, in particolare nella valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi. Viene inoltre preso in esame l'indice armonizzato dei prezzi al consumo, utilizzato dalla BCE per valutare la stabilità dei prezzi. Dal 1999 il volume di informazioni prodotte dal SEBC è quasi triplicato. Le statistiche monetarie, finanziarie e sull'estero vengono diffuse regolarmente, nel rispetto di elevati standard qualitativi. La documentazione di riferimento è facilmente reperibile e ha contribuito allo sviluppo degli standard mondiali, ad esempio in materia di statistiche monetarie e finanziarie. Diversi dati elaborati dalla BCE

sono ora integrati nei conti finanziari e non finanziari trimestrali completi dell'area dell'euro. L'allegato statistico alla presente pubblicazione mette a confronto alcuni dati a livello internazionale.

Il capitolo 9 è dedicato alle banconote in euro, di cui esamina diversi aspetti. Dopo alcuni cenni sulla loro progettazione negli anni novanta e introduzione nel 2002, la trattazione verte sul presente e sul futuro, in particolare sulla circolazione del contante e sulla sua gestione. I biglietti in euro sono un simbolo tangibile del successo dell'UEM e la loro introduzione costituisce un risultato significativo, che ha richiesto uno straordinario impegno in termini di pianificazione e organizzazione.

Questo numero speciale del Bollettino mensile mostra come l'operato della BCE e dell'Eurosistema negli ultimi dieci anni sia da valutare su diversi orizzonti temporali. Si possono individuare alcuni fili conduttori, dai quali si delineano anche le sfide future.

- L'Eurosistema combina un processo decisionale accentrato con un'attuazione decentrata da parte delle banche centrali nazionali (BCN). Questa impostazione è alla base di tutti i compiti e le attività presi in esame. Dal punto di vista organizzativo, vari comitati tecnici e gruppi di lavoro che riuniscono esperti della BCE e di tutte le BCN contribuiscono alla regolare elaborazione di un'ampia quantità di dati e informazioni provenienti da tutti i paesi dell'area dell'euro. Ciò permette di condividere le migliori esperienze e conoscenze delle BCN dell'Eurosistema; nel contempo, i comitati e i gruppi di lavoro inquadrano le varie tematiche nella prospettiva dell'area dell'euro. Tale assetto è in grado di evolvere e ha consentito di gestire l'allargamento con successo.
- La fase iniziale dell'attività dell'Eurosistema è stata condizionata dalla scarsa disponibilità di conoscenze riguardo al possibile funzionamento dell'area dell'euro dopo l'integrazione monetaria. La conduzione della politica monetaria in un contesto globale incerto e soggetto a shock rappresenta una sfida per qualsiasi banca centrale ma, come illustrato nel capitolo 3, nei primi anni dell'area tale compito è risultato arduo dato il carattere assolutamente inedito delle circostanze. Questo spiega i cospicui investimenti effettuati sin dal principio in strumenti analitici, studi e statistiche (cfr. capitoli 3, 4, 5, 6 e 8). È stata sviluppata una vasta gamma di modelli e altri strumenti analitici, che oggi vengono utilizzati e costantemente affinati. La maggior parte di queste analisi e informazioni è di pubblico dominio; può essere reperita nel sito Internet della BCE e tra le pubblicazioni ed è sottoposta a pubblico scrutinio nonché a una *peer review*.
- La strategia di politica monetaria della BCE si fonda sulle migliori esperienze maturate dalle BCN dell'Eurosistema e integra tali conoscenze con elementi nuovi. Nel quadro del mandato di salvaguardare la stabilità dei prezzi conferitogli dal Trattato, il Consiglio direttivo ha definito un chiaro obiettivo di inflazione. A sua volta, ciò favorisce la trasparenza e la responsabilità della BCE di dar conto del proprio operato. L'analisi economica e monetaria, nel contesto del quadro di riferimento basato su due pilastri, offre due prospettive complementari da cui valutare i rischi per la stabilità dei prezzi e costituisce anche il fondamento per l'organizzazione dell'analisi interna e della comunicazione con l'esterno. La strategia risulta ora credibile e adeguatamente compresa. La credibilità contribuisce ad ancorare le aspettative di inflazione a più lungo termine e a ridurre la variabilità di quest'ultima. I capitoli 2, 7 e 9 mostrano come il buon funzionamento della strategia di politica monetaria della BCE abbia sostenuto la BCE e l'Eurosistema nell'assolvimento di diversi altri compiti.

**L'Unione monetaria  
nelle nostre tasche**



- L'euro (e ciò che la moneta unica comporta in termini di forze di mercato, cambiamenti sul piano istituzionale e organizzativo, nonché interventi normativi) dovrebbe agire da catalizzatore dell'integrazione economica e finanziaria. Tali trasformazioni potrebbero richiedere tempi lunghi. Il processo di integrazione economica, finanziaria e monetaria in Europa è infatti iniziato negli anni cinquanta e da allora ha compiuto progressi graduali. La decisione di introdurre la moneta unica si è basata sulla ferma convinzione che i paesi coinvolti fossero pronti a questo passo e che la nuova valuta avrebbe innescato processi favorevoli, promuovendone l'avvicinamento reciproco. Restano tuttavia diverse sfide da affrontare, che vengono esaminate in questo numero speciale. In alcuni paesi dell'area dell'euro si riscontra ancora un divario tra l'inflazione percepita dall'opinione pubblica e quella effettivamente misurata (cfr. capitolo 3). Vi è altresì margine per un rafforzamento delle economie dell'area in termini di flessibilità e tenuta agli shock esterni (cfr. capitolo 4). Inoltre l'integrazione "regionale" europea avanza in parallelo con la globalizzazione, un altro processo che comporta effetti pervasivi e di vasta portata, come illustrato nei capitoli 5 e 6. L'area dell'euro dovrà quindi evolvere ulteriormente in risposta a questa combinazione di fattori.
- Le crescenti interconnessioni all'interno dell'area dell'euro modificano la valenza che attribuiamo all'Unione economica e monetaria: la moneta unica è anche un importante simbolo di identità per l'Europa.

La moneta unica è attualmente utilizzata dai 320 milioni di cittadini dell'area dell'euro, ma ha anche una circolazione più ampia a livello internazionale rispetto alle valute che ha sostituito ed è impiegata in misura crescente nei mercati finanziari internazionali (cfr. capitolo 5). Nella presente pubblicazione vengono descritti diversi benefici già prodotti dall'euro, quali la stabilità dei prezzi e un basso livello dei tassi di interesse. Questi risultati sostengono altri andamenti positivi i cui effetti si esplicano in modo graduale ma costante, fra cui un più intenso interscambio di beni e servizi, e promuovono l'integrazione finanziaria, che a sua volta contribuisce allo sviluppo di mercati più moderni e dotati di maggior spessore. È stata inoltre raggiunta una notevole capacità di tenuta in un contesto internazionale complesso. Riteniamo che i risultati ottenuti forniscano all'area dell'euro un solido fondamento per affrontare tutte le sfide presenti e future e sostengano l'adeguamento delle economie nazionali. Il capitolo 10 riporta le osservazioni conclusive. La tavola seguente riassume alcune delle tappe principali nella storia dell'Eurosistema sotto il profilo istituzionale.

#### Principali eventi istituzionali della storia dell'Eurosistema (1998-2008)

| 1998      |                                                                                                                                                          |                       |
|-----------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------|
| Maggio    | Il Consiglio europeo ritiene che undici Stati membri dell'UE soddisfino i criteri di convergenza e possano quindi adottare l'euro (Terza fase dell'UEM). | Cfr. prefazione       |
| Giugno    | Sono istituiti la BCE e il SEBC.                                                                                                                         | Cfr. contesto storico |
| Settembre | Il Presidente della BCE compare per la prima volta dinanzi al Parlamento europeo.                                                                        | Cfr. capitolo 2       |
| Ottobre   | Il Presidente della BCE partecipa per la prima volta a una riunione del G7.                                                                              |                       |
| Ottobre   | Annuncio della strategia di politica monetaria.                                                                                                          | Cfr. capitolo 3.1     |
| Novembre  | Il Consiglio dell'UE adotta il regolamento sulla raccolta di informazioni statistiche da parte della BCE.                                                | Cfr. capitolo 8       |
| Dicembre  | Annuncio del valore di riferimento quantitativo per la crescita della moneta.                                                                            |                       |
| Dicembre  | La BCE ottiene lo status di osservatore dal Fondo monetario internazionale (FMI).                                                                        |                       |
| Dicembre  | I tassi di conversione sono fissati irrevocabilmente.                                                                                                    | Cfr. contesto storico |
| 1999      |                                                                                                                                                          |                       |
| Gennaio   | È adottato l'euro ed è istituita una politica monetaria unica per l'area dell'euro.                                                                      | Cfr. capitolo 2       |
| Gennaio   | Entrano in vigore gli AEC II con Danimarca e Grecia quali primi paesi aderenti.                                                                          | Cfr. capitolo 2       |
| Aprile    | Accordo dell'Eurosistema sulla liquidità d'emergenza ( <i>Emergency Liquidity Assistance</i> , ELA).                                                     | Cfr. capitolo 7       |
| Luglio    | Inizia la produzione delle banconote in euro in diverse officine carte valori.                                                                           | Cfr. capitolo 9       |
| Novembre  | La BCE diviene membro della Banca dei regolamenti internazionali (BRI).                                                                                  |                       |

### Principali eventi istituzionali della storia dell'Eurosistema (1998-2008)

|              |                                                                                                                                                                                           |                   |
|--------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------|
| <b>2000</b>  |                                                                                                                                                                                           |                   |
| Marzo        | La strategia di Lisbona è adottata dal Consiglio europeo.                                                                                                                                 | Cfr. capitolo 2   |
| <b>2001</b>  |                                                                                                                                                                                           |                   |
| Gennaio      | La Grecia entra a far parte dell'area dell'euro                                                                                                                                           | Cfr. capitolo 2   |
| Aprile       | È adottato il protocollo d'intesa tra le autorità di sorveglianza sui sistemi di pagamento e le autorità di vigilanza bancaria dell'UE.                                                   | Cfr. capitolo 7   |
| Agosto       | La banconote in euro sono rese note pubblicamente.                                                                                                                                        | Cfr. capitolo 9   |
| Settembre    | Ha inizio la predistribuzione delle banconote e monete in euro.                                                                                                                           | Cfr. capitolo 9   |
| <b>2002</b>  |                                                                                                                                                                                           |                   |
| Gennaio      | Immissione in circolazione dell'euro: da marzo 2002 le banconote e le monete in euro sono le uniche ad avere corso legale in tutti i paesi dell'area.                                     | Cfr. capitolo 9   |
| Novembre     | La BCE pubblica per la prima volta il proprio rapporto sulle strutture bancarie dell'UE.                                                                                                  | Cfr. capitolo 7   |
| <b>2003</b>  |                                                                                                                                                                                           |                   |
| Febbraio     | La BCE rende noto per la prima volta il proprio rapporto sulla stabilità del settore bancario dell'UE.                                                                                    | Cfr. capitolo 7   |
| Marzo        | È adottato il protocollo d'intesa sulla cooperazione tra le autorità di vigilanza e le banche centrali dell'UE in situazioni di crisi finanziarie.                                        | Cfr. capitolo 7   |
| Marzo        | Protocollo d'intesa che definisce le rispettive responsabilità per le statistiche economiche e finanziarie a livello comunitario tra la BCE e l'Eurostat.                                 | Cfr. capitolo 8   |
| Maggio       | Chiarimento della strategia di politica monetaria della BCE.                                                                                                                              | Cfr. capitolo 3.1 |
| <b>2004</b>  |                                                                                                                                                                                           |                   |
| Marzo        | Modifiche dell'assetto operativo.                                                                                                                                                         | Cfr. capitolo 3.3 |
| Maggio       | Le banche centrali nazionali dei dieci nuovi Stati membri dell'UE vengono integrate nel SEBC.                                                                                             | Cfr. capitolo 2   |
| Giugno       | L'Estonia, la Lituania e la Slovenia aderiscono agli AEC II.                                                                                                                              | Cfr. capitolo 2   |
| Dicembre     | La BCE diffonde per la prima volta il proprio rapporto sulla stabilità finanziaria.                                                                                                       | Cfr. capitolo 7   |
| <b>2005</b>  |                                                                                                                                                                                           |                   |
| Marzo/Aprile | Viene rilanciata la strategia di Lisbona a seguito del riesame svolto dal gruppo ad alto livello presieduto da Wim Kok.                                                                   | Cfr. capitolo 2   |
| Marzo/Giugno | Riforma del Patto di stabilità e crescita.                                                                                                                                                | Cfr. capitolo 2   |
| Maggio       | È adottato il protocollo d'intesa sulla cooperazione tra le autorità di vigilanza, le banche centrali e i ministri finanziari dell'UE in situazioni di crisi finanziaria.                 | Cfr. capitolo 7   |
| Maggio       | Cipro, Lettonia e Malta partecipano agli AEC II.                                                                                                                                          | Cfr. capitolo 2   |
| Agosto       | L'Eurosistema pubblica il proprio contributo alla consultazione della Commissione riguardante la politica dei servizi finanziari dell'UE per il periodo 2005-2010.                        | Cfr. capitolo 7   |
| Settembre    | La BCE diffonde per la prima volta una serie di indicatori dell'integrazione finanziaria nell'area dell'euro.                                                                             | Cfr. capitolo 6   |
| Novembre     | La Slovacchia aderisce agli AEC II.                                                                                                                                                       |                   |
| <b>2006</b>  |                                                                                                                                                                                           |                   |
| Luglio       | È varata l'iniziativa <i>Target2-Securities</i> .                                                                                                                                         | Cfr. capitolo 6   |
| <b>2007</b>  |                                                                                                                                                                                           |                   |
| Gennaio      | La Slovenia entra a far parte dell'area dell'euro.                                                                                                                                        | Cfr. capitolo 2   |
| Gennaio      | Le banche centrali nazionali di Bulgaria e Romania vengono accolte nel SEBC.                                                                                                              | Cfr. capitolo 2   |
| Marzo        | La BCE diffonde per la prima volta il proprio rapporto sull'integrazione finanziaria in Europa.                                                                                           | Cfr. capitolo 6   |
| Maggio       | È resa nota la "Dichiarazione pubblica di impegno in relazione alla funzione statistica del SEBC".                                                                                        | Cfr. capitolo 8   |
| Giugno       | Prima pubblicazione congiunta della BCE e dell'Eurostat dei conti integrati trimestrali economici e finanziari dell'area dell'euro per settore istituzionale.                             | Cfr. capitolo 8   |
| Novembre     | L'Eurosistema rende noto il proprio contributo alla revisione della procedura Lamfalussy per la regolamentazione e la vigilanza del settore finanziario.                                  | Cfr. capitolo 7   |
| Dicembre     | È firmato il Trattato di Lisbona.                                                                                                                                                         | Cfr. capitolo 2   |
| <b>2008</b>  |                                                                                                                                                                                           |                   |
| Gennaio      | Malta e Cipro entrano a far parte dell'area dell'euro.                                                                                                                                    | Cfr. capitolo 2   |
| Aprile       | Pubblicazione del rapporto sul quadro di riferimento per la qualità delle statistiche della BCE.                                                                                          | Cfr. capitolo 8   |
| Aprile       | Accordo in merito a un nuovo protocollo d'intesa sulla cooperazione tra le autorità di vigilanza, le banche centrali e i ministeri finanziari dell'UE in situazioni di crisi finanziarie. | Cfr. capitolo 7   |

**Il Consiglio direttivo  
a giugno 1998**

**Seconda fila (da sinistra):**

Luis Ángel Rojo,  
Alfons Verplaetse,  
Antonio Fazio,  
Yves Mersch,  
António José Fernandes de Sousa,  
Matti Vanhala, Klaus Liebscher,  
Nout Wellink,  
Jean-Claude Trichet,  
Maurice O'Connell,  
Hans Tietmeyer

**Prima fila (da sinistra)**

Eugenio Domingo Solans,  
Otmar Issing, Christian Noyer,  
Willem F. Duisenberg,  
Sirkka Härmäläinen,  
Tommaso Padoa-Schioppa



**Il Consiglio direttivo  
a giugno 2008**

**Terza fila (da sinistra):**

Jürgen Stark, Erkki Liikanen,  
Klaus Liebscher,  
Nicholas C. Garganas,  
Nout Wellink, Marko Kranjec

**Seconda fila (da sinistra):**

John Hurley,  
Miguel Fernández Ordóñez,  
Christian Noyer, Axel A. Weber,  
Lorenzo Bini Smaghi,  
Michael C. Bonello

**Prima fila (da sinistra)**

Yves Mersch,  
José Manuel González-Páramo,  
Lucas D. Papademos,  
Jean-Claude Trichet,  
Gertrude Tumpel-Gugerell,  
Athanasios Orphanides



Vitor Constâncio, Mario Draghi e Guy Quaden non erano presenti quando è stata scattata la foto.



**Il Consiglio generale  
a giugno 1998**

**Seconda fila (da sinistra):**

Luis Ángel Rojo, Antonio Fazio,  
Urban Bäckström,  
António José Fernandes de Sousa,  
Matti Vanhala, Klaus Liebscher,  
Nout Wellink,  
Lucas D. Papademos,  
Edward A. J. George,  
Maurice O'Connell,  
Hans Tietmeyer

**Prima fila (da sinistra):**

Alfons Verplaetse, Yves Mersch,  
Christian Noyer,  
Willem F. Duisenberg,  
Bodil Nyboe Andersen,  
Jean-Claude Trichet



**Il Consiglio generale  
a giugno 2008**

**Terza fila (da sinistra):**

András Simor,  
Erkki Liikanen,  
Klaus Liebscher,  
Nicholas C. Garganas,  
Axel A. Weber,  
Reinoldijus Šarkinas,  
Nout Wellink, Andres Lipstok

**Seconda fila (da sinistra):**

John Hurley, Nils Bernstein,  
Christian Noyer,  
Ilmārs Rimšēvičs,  
Zdeněk Tůma,  
Stefan Ingves, Marko Kranjec,  
Mugur Constantin Isărescu

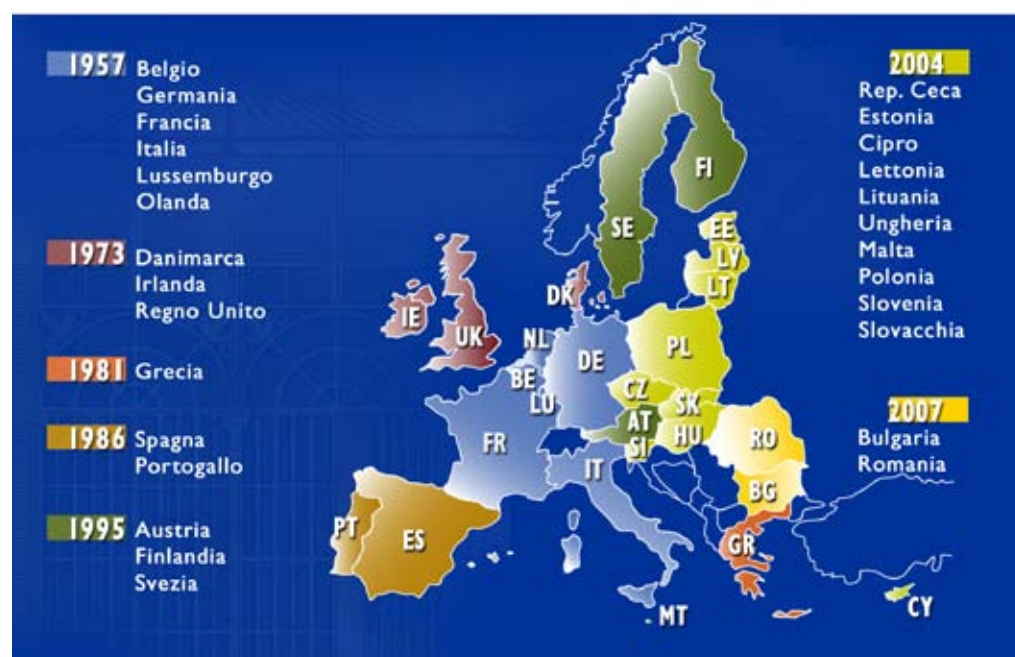
**Prima fila (da sinistra):**

Miguel Fernández Ordóñez,  
Ivan Šramko,  
Lucas D. Papademos,  
Jean-Claude Trichet,  
Michael C. Bonello,  
Athanasios Orphanides,  
Yves Mersch

Vitor Constâncio, Mario Draghi, Ivan Iskrov, Mervyn King, Guy Quaden e Sławomir Skrzypek non erano presenti quando è stata scattata la foto.



## ALLARGAMENTO DELL'UNIONE EUROPEA



## ALLARGAMENTO DELL'AREA 1999-2008





## 2 ASSETTO ISTITUZIONALE E OPERATIVO DELL'AREA DELL'EURO

*Nell'area dell'euro le politiche macroeconomiche sono condotte sulla base di una precisa ripartizione delle responsabilità. La competenza per la politica monetaria è stata assegnata a livello sovranazionale, ossia alla BCE. Per contro, le politiche economiche restano in larga misura nella sfera di competenza degli Stati membri, pur essendo soggette a procedure di coordinamento. Il Trattato di Maastricht ha conferito alla BCE/Eurosistema l'indipendenza necessaria per condurre la politica monetaria unica e adempiere agli altri compiti che le vengono attribuiti. Nel contempo, il Trattato impone alla BCE una serie di obblighi di comunicazione nei confronti del pubblico e dei suoi rappresentanti eletti nel Parlamento europeo. Inoltre, la BCE partecipa a una serie di riunioni europee e a regolari scambi di opinioni con le istituzioni comunitarie.*

*Il primo decennio dell'UEM ha mostrato che questo assetto istituzionale di cui la BCE fa parte integrante è fondamentalmente solido, come riconosciuto anche dal Trattato di Lisbona che lo ha lasciato sostanzialmente invariato. Tuttavia, importanti sfide rimangono ancora da affrontare. In particolare, i responsabili delle politiche nazionali sono chiamati a rispettare pienamente le loro responsabilità nell'attuale assetto, in quanto ciò consentirebbe di migliorare ulteriormente i risultati macroeconomici dell'area dell'euro.*

*Questo capitolo si articola nel modo seguente: la sezione 2.1 esamina l'assetto istituzionale dell'area dell'euro e alcuni cambiamenti intervenuti in questo decennio; la sezione 2.2 analizza l'interazione tra la BCE e altre istituzioni e organi comunitari; la sezione 2.3 passa in rassegna le fasi procedurali per l'allargamento dell'area dell'euro e dell'UE.*

### 2.1 ASSETTO ISTITUZIONALE

L'assetto istituzionale dell'Unione economica e monetaria (UEM) introdotto dal Trattato di Maastricht prevede una netta ripartizione delle responsabilità tra il livello comunitario e il livello nazionale. A seguito dell'introduzione della moneta unica, la competenza per la politica monetaria dell'area dell'euro è stata trasferita a livello comunitario. Al fine di consentire il raggiungimento dell'obiettivo primario di mantenimento della stabilità dei prezzi, all'Eurosistema è stato conferito un alto grado di indipendenza dall'influenza politica; le politiche economiche (politiche di bilancio e strutturali) rimangono invece in larga parte nella sfera di competenza degli Stati membri e sono inserite in un quadro istituzionale europeo volto ad assicurarne la disciplina. Questa netta suddivisione dei compiti è fondata sul fatto che in un'unione monetaria la politica monetaria è per sua stessa natura indivisibile, mentre le politiche di bilancio devono tenere conto delle specificità e del quadro istituzionale di ciascun paese e possono pertanto essere condotte con maggiore efficienza a livello nazionale. Inoltre, lasciando le politiche economiche sostanzialmente nell'ambito di responsabilità dei governi nazionali si consente anche un certo grado di concorrenza fra le politiche che favorisce il miglioramento della loro efficienza e l'emulazione delle "prassi ottimali"<sup>1)</sup>.

La moneta unica promuove inoltre una maggiore integrazione delle economie nazionali, che ne accresce a sua volta l'interdipendenza (in particolare, negli ultimi dieci anni sono aumentati gli scambi commerciali e i flussi di capitali, cfr. Capitolo 5). Un eccessivo decentramento e una mancanza di coordinamento delle risposte di politica economica potrebbero essere controproducenti, in quanto non terrebbero in debito conto la crescente interdipendenza. In particolare, un'assoluta discrezionalità nell'assunzione delle decisioni avrebbe una ridotta efficacia nei confronti di shock

**Netta ripartizione  
di responsabilità**

1) Per una descrizione più dettagliata dell'attuale assetto, cfr. l'articolo *Il quadro di riferimento per le politiche economiche nell'UEM* nel numero di novembre 2001 del Bollettino mensile della BCE.

economici comuni che colpiscono con effetti sostanzialmente analoghi molti o tutti i paesi. Inoltre, gli Stati membri devono avere presente i potenziali effetti di contagio, ossia il fatto che le decisioni di politica economica di un governo potrebbero incidere su altri paesi. In aggiunta, per assicurare la compatibilità con l'obiettivo primario della politica monetaria unica, è necessario che le politiche economiche degli Stati membri siano orientate alla stabilità. Ciò risulta quanto mai necessario poiché i membri dell'area dell'euro non possono più ricorrere alla politica monetaria e del cambio e devono pertanto fare affidamento su altre soluzioni per promuovere la competitività e assorbire gli shock. Tutte queste considerazioni depongono a favore di un coordinamento nell'ambito delle politiche economiche. Tale coordinamento può avvenire sia assoggettando le politiche a un approccio fondato su regole, articolato su norme o procedure "rigide", oppure tramite un approccio "flessibile", basato sul sostegno reciproco o sulla pressione esercitata tra Stati membri nonché sul dialogo a livello comunitario.

**Tre modalità di definizione delle politiche economiche**

Il Trattato prevede tre diverse modalità per la definizione delle politiche economiche nei vari ambiti dell'UEM: i) trasferimento integrale delle competenze al livello comunitario per la politica monetaria; ii) coordinamento fondato su regole per la politica di bilancio; iii) coordinamento flessibile per le altre politiche economiche. Ciascuno di questi ambiti è esaminato in dettaglio nelle seguenti sezioni.

**Solido assetto istituzionale**

La conclusione fondamentale tratta dall'analisi di questo capitolo riguarda l'efficacia dimostrata dall'assetto istituzionale dell'area dell'euro ai fini del funzionamento dell'UEM nei suoi primi dieci anni, come peraltro confermato anche dal nuovo Trattato di Lisbona che ha lasciato sostanzialmente invariato il quadro istituzionale dell'UEM<sup>2)</sup>.

## **LIVELLO COMUNITARIO**

### **INDIPENDENZA, RESPONSABILITÀ E TRASPARENZA DELLA BANCA CENTRALE**

Negli ultimi decenni la teoria economica e l'evidenza storica hanno chiaramente dimostrato che l'indipendenza della banca centrale è una condizione necessaria per il conseguimento e il mantenimento della stabilità dei prezzi. In tale contesto, l'indipendenza della BCE, nelle sue diverse articolazioni, trova fondamento giuridico nel Trattato, che la prevede esplicitamente.

**Verso l'indipendenza della banca centrale: una tendenza globale**

L'evoluzione degli assetti di politica monetaria ha evidenziato negli ultimi decenni una generale tendenza in tutto il mondo verso l'indipendenza della banca centrale. Come analizzato di seguito, si tratta di un concetto che ha diverse implicazioni. L'attribuzione di maggiori poteri e autonomia implica sostanzialmente un processo di legittimazione democratica, quindi un elevato grado di trasparenza nella conduzione della politica monetaria e un'intensa attività di comunicazione rivolta al pubblico. All'origine di questa evoluzione su vasta scala vi è stato un radicale cambiamento nel pensiero degli economisti negli anni settanta, che riconobbero il ruolo fondamentale svolto dalle aspettative nei comportamenti economici.

**Motivazione per l'indipendenza della banca centrale**

L'indipendenza della banca centrale, ossia la protezione della banca centrale dall'influenza politica nella conduzione della politica monetaria, garantisce che la politica monetaria sia finalizzata alla stabilità dei prezzi e facilita pertanto il mantenimento dell'inflazione e delle attese di inflazione su bassi livelli. Dopo il periodo di elevata inflazione degli anni settanta, si è cercato di capire perché le

2) Il Trattato di Lisbona è stato firmato dai capi di Stato o di governo dell'UE il 13 dicembre 2007. Esso modifica il Trattato sull'Unione europea e il Trattato che istituisce la Comunità europea e mira a fare funzionare l'Unione europea allargata in modo più democratico, trasparente ed efficace. Il Trattato di Lisbona dovrebbe entrare in vigore nel 2009 a seguito della ratifica di tutti gli Stati membri.

banche centrali avessero lasciato che l'inflazione andasse fuori controllo e come evitare tali derive in futuro. Una importante interpretazione attribuisce la perdita di controllo dell'inflazione da parte delle banche centrali alla mancanza d'indipendenza. La politica monetaria non può essere credibilmente ancorata alla stabilità dei prezzi se la banca centrale non è indipendente, poiché risulterebbe esposta in qualsiasi momento all'influenza della classe politica, favorevole a stimolare la crescita del prodotto nel breve periodo a spese di una maggiore inflazione a più lungo termine. Questo *trade-off* di breve periodo risulterà tuttavia evidente al pubblico, che si aspetterà quindi sin dall'inizio una maggiore inflazione, vanificando ogni effetto e determinando come unico risultato certo un tasso di inflazione permanentemente più elevato. L'unica soluzione a tale problema è affidare la politica monetaria a una banca centrale indipendente con il chiaro mandato di preservare la stabilità dei prezzi.

La motivazione economica alla base dell'indipendenza della banca centrale deve essere tradotta in un quadro giuridico esaustivo e dettagliato. Al fine di garantire la necessaria indipendenza della BCE/SEBC, il Trattato prevede molteplici dimensioni per l'indipendenza della politica monetaria.

L'indipendenza istituzionale della BCE da qualsiasi interferenza, inclusa quelle dei governi, è garantita all'articolo 108 del Trattato. Tale disposizione stipula esplicitamente che nell'esercizio dei propri poteri né la BCE né alcun membro dei suoi organi decisionali possano sollecitare o accettare istruzioni dalle istituzioni o dagli organi comunitari, dai governi degli Stati membri né da qualsiasi altro organismo. Il Trattato stabilisce inoltre che anche le istituzioni e gli organi comunitari, nonché i governi degli Stati membri, si impegnino a rispettare questo principio e a non influenzare i membri degli organi decisionali della BCE. L'indipendenza istituzionale della BCE è completata dai poteri legislativi che le sono affidati e dal fatto che essa deve essere consultata in merito a qualsiasi proposta di atto comunitario e progetto di legge nazionale su materie che rientrano negli ambiti di sua competenza.

Le quattro dimensioni  
dell'indipendenza della BCE

L'indipendenza funzionale è assicurata dal Trattato con le disposizioni che conferiscono alla BCE tutte le competenze e i poteri necessari ad esercitare il proprio mandato. Ad esempio, la BCE ha competenza esclusiva per la politica monetaria nell'area dell'euro. Il pieno controllo da parte della BCE della base monetaria è assicurato dal diritto esclusivo che essa ha di autorizzare l'emissione delle banconote e dal requisito che il conio delle monete metalliche da parte degli Stati membri sia soggetto alla sua approvazione. Inoltre, l'articolo 101 del Trattato protegge l'Eurosistema da eventuali richieste di finanziamento monetario del debito pubblico, vietando il credito al settore pubblico da parte dell'Eurosistema.

L'indipendenza personale garantisce ai membri del Consiglio direttivo la necessaria permanenza in carica e consente di evitare eventuali conflitti di interessi. A tale riguardo, lo Statuto del SEBC e della BCE protegge l'indipendenza personale dei membri degli organi decisionali della BCE prevedendo contratti a tempo indeterminato relativamente lunghi ed escludendo la revoca dall'incarico sulla base della passata conduzione della politica monetaria. Un aspetto fondamentale a tale riguardo è assicurare ai banchieri centrali mandati significativamente più lunghi di quelli dei politici, affinché possano guardare ad orizzonti temporali di maggior durata concentrandosi su considerazioni di medio termine, mentre i politici hanno obiettivi di più breve termine in linea con i cicli delle elezioni.

Infine, l'indipendenza finanziaria, ossia l'autonomia della banca centrale nella gestione delle proprie risorse e del proprio reddito, è importante poiché le consente di assolvere efficacemente i propri compiti. Nell'UEM ciò è garantito dal fatto che la BCE ha un proprio bilancio, indipendente da quello dell'UE, e che il capitale della BCE è interamente versato dalle banche centrali nazionali dell'Eurosistema.

**L'indipendenza deve  
accompagnarsi  
alla responsabilità  
per il proprio operato**

Nel Trattato di Lisbona la BCE è specificamente elencata tra le istituzioni dell'Unione. Questa modifica dello status giuridico della BCE non ha un impatto rilevante sulla posizione che essa occupa all'interno dell'assetto istituzionale dell'UE, poiché il Trattato di Lisbona non altera alcuna delle principali caratteristiche istituzionali della BCE, ovvero l'obiettivo primario e gli altri compiti, il potere di adottare atti giuridici, né la personalità giuridica e l'indipendenza.

Per poter rispondere ai principi democratici che sono alla base della società europea, l'ampia indipendenza accordata alla BCE dal Trattato e dallo Statuto deve essere adeguatamente legittimata. Ciò significa dover render conto del proprio operato al pubblico e agli organi eletti democraticamente. La legittimità democratica delle banche centrali indipendenti è regolata in modi diversi a seconda dei vari sistemi; anche il mandato può variare a seconda del numero degli obiettivi da perseguire.

Per quanto riguarda la legittimità democratica della BCE/SEBC, vanno evidenziati tre elementi significativi. Fonte fondamentale di legittimazione democratica è in primo luogo la ratifica del Trattato e degli emendamenti degli statuti delle banche centrali nazionali da parte dei parlamenti nazionali. In secondo luogo, la nomina dei membri del Consiglio direttivo, inclusi i membri del Comitato esecutivo della BCE nonché i governatori delle banche centrali nazionali, avviene tramite istituzioni democratiche. In terzo luogo, la BCE deve rendere conto delle proprie politiche.

In particolare, per quanto concerne la responsabilità per il proprio operato, la BCE ha l'obbligo di spiegare, ai cittadini e ai loro rappresentanti eletti nel Parlamento europeo, in che modo ha assolto il proprio mandato. A tal fine, la BCE è tenuta a trasmettere una relazione annuale sulla politica monetaria e sulle altre attività al Parlamento europeo, al Consiglio direttivo, alla Commissione europea e al Consiglio europeo (per maggiori informazioni su questi organismi, cfr. la seguente sezione 2.2). Tale relazione è presentata personalmente al Parlamento europeo e al Consiglio direttivo dal Presidente della BCE. Inoltre, il Presidente della BCE e gli altri membri del Comitato esecutivo possono essere chiamati a riferire presso le competenti Commissioni del Parlamento europeo, su richiesta del Parlamento europeo o su propria iniziativa (gli obblighi di comunicazione della BCE nei confronti del Parlamento europeo sono illustrati nella sezione 2.2).

Se la banca centrale ha un chiaro mandato da eseguire, dare conto del proprio operato risulta più semplice. Nell'UE, il Trattato assegna alla BCE/SEBC l'obiettivo primario di mantenere la stabilità dei prezzi. Se, per contro, alla banca centrale venissero assegnati più obiettivi contemporaneamente, sarebbe più difficile accertarne la responsabilità nell'adempimento del mandato. In aggiunta, il Consiglio direttivo della BCE ha fissato una definizione quantitativa dell'obiettivo da raggiungere e una strategia adeguata e comprensibile da perseguire, che limita le decisioni discrezionali e l'influenza personale nel processo decisionale.

**Una maggiore indipendenza  
porta a una minore inflazione**

Il contenimento dell'inflazione su scala mondiale e l'efficace ancoraggio delle attese di inflazione negli ultimi due decenni, che hanno coinciso con un generale orientamento a favore dell'indipendenza delle banche centrali, rappresentano un'evidente dimostrazione di come tale indipendenza sia una condizione necessaria per il conseguimento e il mantenimento della stabilità dei prezzi. Tale valutazione è confermata anche dall'evidenza empirica formale: un vasto numero di studi ha mostrato che in tutti i paesi l'indipendenza della banca centrale è accompagnata da una inflazione media più bassa <sup>3)</sup>.

3) Per una breve analisi e una rassegna delle evidenze, cfr. P. Moutot, A. Jung e F. Mongelli (2008), *The workings of the Eurosystem. Monetary policy preparations and decision making*, Allegato 1, Occasional Paper della BCE n. 79.



## POLITICA MONETARIA

Il Trattato di Maastricht attribuisce la responsabilità per la politica monetaria unica alla BCE, affidandole un obiettivo primario, il mantenimento della stabilità dei prezzi. Senza pregiudicare tale obiettivo, la politica monetaria deve inoltre sostenere le politiche economiche generali della Comunità. Questo accordo è fondato sul principio – supportato dall'evidenza empirica e dalla ricerca accademica, nonché da un ampio consenso pubblico – che il mantenimento della stabilità dei prezzi è il migliore contributo che la politica monetaria possa apportare al conseguimento degli obiettivi di politica economica della Comunità, ossia un elevato livello di occupazione e una crescita sostenibile e non inflazionistica. Le principali caratteristiche del quadro della politica monetaria e della sua attuazione sono discusse nel Capitolo 3. L'esperienza degli ultimi dieci anni ha confermato l'efficacia e la solidità di tale approccio, come si vedrà nel Capitolo 4, che esamina i risultati macroeconomici dell'area dell'euro.

Le decisioni di politica monetaria nell'area dell'euro sono prese dal Consiglio direttivo della BCE, formato dai sei membri del Comitato esecutivo della BCE e dai governatori delle banche centrali nazionali dei paesi appartenenti all'area dell'euro, applicando il principio “un membro, un voto”. Quanto alle operazioni di attuazione delle decisioni di politica monetaria, queste vengono condotte dal Consiglio direttivo, ove possibile e opportuno, per il tramite delle banche centrali nazionali, in linea con il principio del decentramento operativo<sup>4)</sup> (ad esempio, sebbene il tasso minimo di offerta durante l'operazione di rifinanziamento principale settimanale sia fissato a livello centrale dalla BCE, le operazioni d'asta sono effettuate dalle banche centrali nazionali con le loro controparti di mercato).

Per l'euro è stato adottato un regime di cambio flessibile. Ciò significa che il valore esterno dell'euro – come quello delle altre principali valute, quali il dollaro statunitense – è determinato dai mercati e il tasso di cambio non è uno strumento di politica economica. Di fatto, non avrebbe senso creare l'euro e poi assoggettare la politica monetaria a requisiti esterni anziché interni. La stabilità dei prezzi è un obiettivo sia per la politica monetaria sia per la politica del cambio, pertanto non vi è alcun obiettivo di cambio e la BCE tiene conto del tasso di cambio nella conduzione della politica monetaria solo nella misura in cui questo incide sulla situazione economica e sulle prospettive per la stabilità dei prezzi.

## LIVELLO NAZIONALE

### POLITICA DI BILANCIO

La disciplina di bilancio è necessaria per il corretto funzionamento dell'Unione monetaria, poiché politiche di bilancio poco rigorose possono creare aspettative o portare all'esercizio di pressioni politiche sulla banca centrale perché questa consenta un'inflazione più alta, al fine di alleggerire il debito del settore pubblico, o perché mantenga bassi i tassi di interesse. Il Trattato contiene, pertanto, diverse disposizioni volte a evitare tali rischi. Un resoconto più dettagliato delle politiche di bilancio e del loro esito è fornito nel Capitolo 4.

Innanzitutto, il Trattato vieta esplicitamente il finanziamento dei disavanzi pubblici tramite le banche centrali. Esso prevede, inoltre, che il settore pubblico non abbia un accesso privilegiato alle istituzioni finanziarie. In aggiunta, la clausola del cosiddetto “divieto di salvataggio finan-

Il Consiglio direttivo della BCE  
fissa la politica monetaria

Regime di cambio flessibile  
per l'euro

Necessità di politiche  
di bilancio rigorose

4) Per un'analisi del principio del decentramento e della differenza con il principio di sussidiarietà, cfr. Zilioli, “ESZB-Satzung, Artikel 12”, in: von der Groeben-Schwarze hrgb., *Kommentar zum Vertrag über die Europäische Union*, 2003, 6ª edizione, pagg. 427-428 e Zilioli, Selmayr, *The Law of the ECB*, Hart publishing 2001, pagg. 70-71.

ziario” del Trattato chiarisce che né la Comunità né alcuno Stato membro è responsabile degli impegni assunti da un altro Stato membro.

In aggiunta a ciò, il Trattato stabilisce l’obbligo per gli Stati membri di evitare disavanzi eccessivi. Per gli Stati membri che non si attengono ai massimali di disavanzo e di debito pubblico definiti nel Protocollo sulla procedura per i disavanzi eccessivi (PDE) allegato al Trattato, sono previste, in ultima istanza, sanzioni di tipo economico.

Il quadro di riferimento per le politiche di bilancio è stato significativamente potenziato nel 1997 con l’introduzione del Patto di stabilità e crescita<sup>5)</sup> (PSC). Il meccanismo preventivo del PSC introduce una procedura più concreta di sorveglianza multilaterale, in base alla quale i paesi membri dell’area dell’euro devono presentare un programma di stabilità, quelli che non appartengono all’area un programma di convergenza. Questi programmi annuali riportano un quadro degli andamenti economici e di bilancio in ciascun Paese, un obiettivo a medio termine (OMT) per la politica di bilancio e un percorso di avvicinamento all’OMT. Il Consiglio può, inoltre, adottare una raccomandazione di *early warning*. In aggiunta, il PSC ha chiarito e semplificato le diverse fasi e i tempi della procedura per i disavanzi eccessivi (meccanismo correttivo).

Con riferimento a tale meccanismo, la riforma del PSC nel 2005 ha introdotto più flessibilità nelle procedure. In particolare, è stata stabilita una maggiore discrezionalità nella determinazione dei disavanzi eccessivi e sono state prolungate le scadenze procedurali. Sempre per quanto riguarda il meccanismo preventivo, le modifiche del PSC hanno anche introdotto una maggiore discrezionalità circa la fissazione dell’obiettivo a medio termine e i progressi verso il suo raggiungimento. Molti osservatori, inclusa la BCE, hanno espresso preoccupazione circa la possibilità che tali cambiamenti minino la fiducia nel quadro di riferimento per le politiche di bilancio e la sostenibilità delle finanze pubbliche negli Stati membri dell’area dell’euro, rendendo, in ultima analisi, tale quadro più complesso e meno trasparente.

## POLITICHE STRUTTURALI

Il Trattato stabilisce che gli Stati membri debbano considerare le proprie politiche economiche “materia di interesse comune”. I Grandi orientamenti per le politiche economiche (GOPE) costituiscono il cardine di tale assetto. Il Trattato stabilisce, inoltre, un quadro di sorveglianza multilaterale per le politiche in materia di occupazione, includendo l’adozione di Linee di orientamento per l’occupazione. Tuttavia, benché il Consiglio possa emanare raccomandazioni nei confronti degli Stati membri che non si attengono agli Indirizzi GOPE, il Trattato non prevede alcun meccanismo coercitivo o sanzionatorio in caso di mancata osservanza.

Le politiche strutturali sono una parte importante del coordinamento complessivo delle politiche economiche e sono soggette a un approccio di coordinamento “flessibile”, basato principalmente su pressioni e sostegno reciproci. Come esposto nel Capitolo 4, per il corretto funzionamento dell’UEM sono necessari mercati altamente flessibili e competitivi, poiché i Paesi non possono più ricorrere ad alcuni dei meccanismi correttivi disponibili prima dell’UEM per ripristinare la propria competitività (ad esempio, la svalutazione della propria moneta). Le politiche economiche rivolte al lato dell’offerta devono tenere conto delle condizioni specifiche di ciascun Paese e, pertanto, è possibile solo un coordinamento “flessibile” delle politiche nazionali.

5) Il Patto di stabilità e crescita, adottato nel giugno 1997, è costituito da una risoluzione del Consiglio europeo e dai Regolamenti n. 1466/97 e n. 1467/97. Cfr. anche J. Stark, (2001), “The genesis of a pact”, in: Brunila, A., M. Buti e D. Franco (a cura di), *The Stability and Growth Pact. The architecture of fiscal policy in EMU*. Basingstoke: Palgrave.

Nel marzo 2000 il Consiglio europeo di Lisbona ha perfezionato tale approccio adottando la cosiddetta “Strategia di Lisbona”, che ha fissato un programma ambizioso di riforme strutturali, volto a aumentare il potenziale di crescita dell’Unione europea. La Strategia ha introdotto due innovazioni istituzionali: (i) i “vertici di primavera”, nei quali il Consiglio europeo ha il compito di dare slancio politico e direzione strategica alle politiche economiche e di riforma strutturale; e (ii) un nuovo “metodo aperto di coordinamento” (una nuova forma di *governance* per l’UE) finalizzato a migliorare la cooperazione tramite la definizione di “prassi ottimali”.

Tuttavia, a cinque anni dalla sua ideazione, la Strategia di Lisbona ha dato risultati piuttosto contrastanti. A seguito di un’analisi effettuata da un gruppo di alto livello presieduto da Wim Kok, *ex* primo ministro dei Paesi Bassi, il Consiglio europeo della primavera 2005 ha concordato di modificare tale Strategia in maniera sostanziale. In particolare, ha riorientato la Strategia di Lisbona verso la crescita e l’occupazione e razionalizzato il quadro per la *governance* al fine di aumentare il coinvolgimento nazionale nelle riforme strutturali e, pertanto, la legittimità politica dell’intero processo.

Il Consiglio europeo della primavera 2005 ha, inoltre, concordato di unificare i Grandi orientamenti per le politiche economiche e le Linee di orientamento per l’occupazione in un unico *corpus*, le Linee di orientamento integrate per la crescita e l’occupazione, al fine di aumentarne la coerenza. Esse vengono adottate per un periodo di tre anni, con aggiornamenti annuali, se necessario. Inoltre, l’ampio numero di rapporti prodotti in precedenza è stato sostituito da programmi di riforma nazionali, che consentono una valutazione annuale dei progressi compiuti.

In considerazione dell’ampiezza dell’area dell’euro, le divergenze tra i suoi membri in termini di risultati economici non sono sorprendenti (cfr. la sezione 3 nel Capitolo 4 per una descrizione dei differenziali dei risultati macroeconomici fra Paesi nell’area dell’euro). Analoghe osservazioni sono possibili per altre aree valutarie di grandi dimensioni, come gli Stati Uniti. Tuttavia, il fatto che nell’area dell’euro le divergenze economiche tendano a essere persistenti è indicativo di un’insufficiente flessibilità delle economie di tale area. È, pertanto, essenziale che i governi mantengano l’impegno a rispettare gli obiettivi della Strategia di Lisbona per poter sfruttare i vantaggi dell’UEM.

## 2.2 INTERAZIONE DELLA BCE CON ALTRI ORGANI E ISTITUZIONI COMUNITARI

L’assetto istituzionale dell’UEM richiede un’interazione più intensa tra le istituzioni comunitarie/sovranazionali. Questa sezione completa le considerazioni precedenti sui principi generali alla base dell’assetto istituzionale dell’UEM, analizzando le interazioni della BCE con le principali istituzioni comunitarie<sup>6)</sup>.

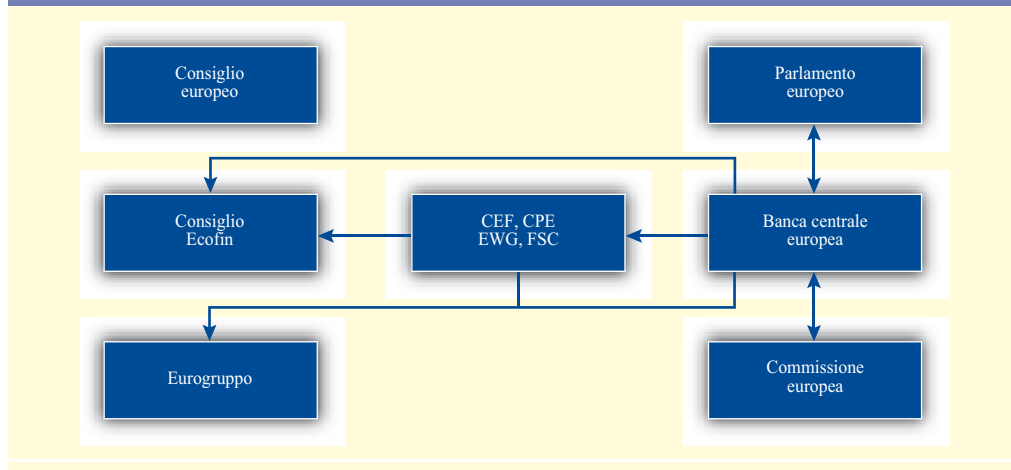
### RAPPORTI CON IL PARLAMENTO EUROPEO

Come già menzionato, a fronte dell’indipendenza di cui gode, la BCE ha obblighi di trasparenza nei confronti del pubblico e ampi obblighi di informativa, in particolare nei confronti del Parlamento europeo. In tale contesto, il Presidente della BCE e gli altri membri del Comitato

La BCE ha obblighi di informativa nei confronti del Parlamento europeo

6) Va sottolineato che la figura illustra solo le interazioni tra la BCE e gli altri consessi/istituzioni comunitari, non quelle tra questi ultimi. Per un’analisi più esaustiva, cfr. anche l’articolo *I rapporti della BCE con le istituzioni e gli organi della Comunità europea* nel numero di ottobre 2000 del Bollettino mensile della BCE.

**Figura 1 I rapporti della BCE con altri organi e istituzioni comunitari**



esecutivo possono essere ascoltati dalle competenti Commissioni del Parlamento europeo, a richiesta del Parlamento europeo o su propria iniziativa. In pratica, il Presidente della BCE compare trimestralmente di fronte alla Commissione per gli affari economici e monetari. Il Rapporto annuale della BCE è presentato sia di fronte alla Commissione per gli affari economici e monetari sia al Parlamento europeo riunito in sessione plenaria.

La BCE ha ulteriori occasioni di incontro con il Parlamento europeo, oltre a quelle stabilite dal Trattato, ad esempio incontri informali. La BCE ha inoltre accettato di rispondere alle interrogazioni scritte presentate dagli europarlamentari. Per accrescere la trasparenza, le interrogazioni e le risposte sono pubblicate sulla Gazzetta ufficiale dell'UE.

Questo assetto consente alla BCE di dare pienamente conto del proprio operato ai rappresentanti eletti dell'UE e al pubblico.

#### **RAPPORTI CON IL CONSIGLIO ECOFIN E I SUOI COMITATI PREPARATORI**

Il Consiglio Ecofin, ossia il Consiglio riunito nella composizione dei ministri delle finanze, si occupa delle questioni di politica economica e finanziaria relative all'intera UE e (a differenza dell'Eurogruppo, cfr. la seguente sottosezione) può prendere decisioni formali. Il Trattato prevede che il Presidente della BCE partecipi alle riunioni del Consiglio quando quest'ultimo discute di argomenti relativi agli obiettivi e ai compiti della BCE/SEBC. Il Trattato prevede inoltre che il Presidente del Consiglio (*de facto*, il Presidente dell'Eurogruppo) partecipi alle riunioni del Consiglio direttivo senza diritto di voto.

Le decisioni del Consiglio Ecofin sono preparate dal Comitato economico e finanziario (CEF), che riunisce rappresentanti nazionali di alto livello dei ministeri delle finanze e delle banche centrali, nonché alti funzionari della Commissione europea e della BCE. Il CEF svolge un ruolo centrale nell'esame della situazione economica e finanziaria degli Stati membri e della Comunità e coordina inoltre le posizioni dell'UE nei consessi internazionali. Il Comitato per i servizi finanziari (CSF) è coinvolto nella preparazione delle decisioni dell'Ecofin nell'ambito dei servizi finanziari e della vigilanza finanziaria. La BCE è inoltre membro del Comitato per la politica economica (CPE), che svolge un ruolo essenziale nella preparazione delle delibere del Consiglio Ecofin nel settore delle riforme strutturali.

**Il Presidente della BCE  
può partecipare alle riunioni  
del Consiglio Ecofin**

## **RAPPORTI CON L'EUROGRUPPO**

La *governance* economica nell'area dell'euro si basa in larga misura sulle discussioni all'interno dell'Eurogruppo. Questo organo informale, istituito tramite una risoluzione del Consiglio europeo di Lussemburgo nel dicembre 1997, riunisce mensilmente i ministri delle finanze dell'area dell'euro. Sono inoltre invitati a partecipare anche il Commissario per le questioni economiche e monetarie e il Presidente della BCE.

L'Eurogruppo, offre l'occasione per uno scambio di vedute franco e aperto tra le principali autorità di politica economica dell'area dell'euro e consente alla BCE di ricevere informazioni dirette e spiegare le proprie decisioni di politica monetaria.

Negli ultimi dieci anni l'importanza dell'Eurogruppo è andata aumentando, come risulta dalle agende degli incontri. Mentre inizialmente la discussione tendeva a incentrarsi per lo più sulle politiche di bilancio, ora l'Eurogruppo affronta anche altre questioni, tra cui le riforme strutturali, gli andamenti della competitività dei singoli paesi dell'area dell'euro, la stabilità finanziaria e l'evoluzione del tasso di cambio. Il ruolo informale dell'Eurogruppo è ora riconosciuto in un Protocollo allegato al nuovo Trattato di Lisbona, che stabilisce l'obiettivo di "sviluppare un coordinamento sempre più stretto tra le politiche economiche all'interno dell'area dell'euro".

## **RAPPORTI CON LA COMMISSIONE EUROPEA**

La Commissione europea ha un ruolo importante nell'assetto istituzionale dell'UEM. In particolare, la Commissione ha diritto di iniziativa nel proporre l'adozione della legislazione comunitaria da parte del Parlamento europeo e del Consiglio. Svolge inoltre un ruolo essenziale nel monitoraggio dell'attuazione delle decisioni e degli accordi presi a livello europeo. La BCE ha regolari contatti con la Commissione e scambi di opinione con i rappresentanti della Commissione nell'ambito degli incontri europei. Inoltre, il Commissario per le questioni economiche e monetarie può partecipare, senza diritto di voto, alle riunioni del Consiglio direttivo. Oltre a questi contatti formali, la BCE ha avviato una serie di contatti di lavoro informali con i servizi della Commissione.

## **2.3 PROCESSO DI ALLARGAMENTO**

### **ALLARGAMENTO DELL'UE**

I primi dieci anni dell'euro hanno coinciso con un'espansione senza precedenti dell'Unione europea. Dieci nuovi paesi sono entrati a far parte dell'Unione il 1° maggio 2004 e altri due il 1° gennaio 2007. Quest'allargamento è stato per molti versi il più vasto e organico nella storia dell'Unione europea. Il numero totale degli Stati membri è cresciuto da 15 a 27 e la popolazione totale è salita di circa 100 milioni, arrivando a quasi 500 milioni. Nel contempo, l'impatto economico di tale crescita è stato nel complesso relativamente contenuto. Il PIL totale è aumentato di meno del 10 per cento, poiché al momento dell'accesso i redditi pro capite della maggior parte dei nuovi membri erano significativamente inferiori a quelli della media dell'UE.

Il processo di allargamento dovrebbe proseguire nei prossimi anni, seppur a un ritmo più moderato. Tre paesi hanno ottenuto lo status di candidati: la Turchia nel 1999, la Croazia nel 2004 e l'ex Repubblica iugoslava di Macedonia nel 2005. Tutti gli altri paesi dei Balcani occidentali sono potenziali candidati e hanno pertanto la prospettiva di una possibile adesione all'UE.

**Il dialogo all'interno  
dell'Eurogruppo...**

**...è divenuto sempre  
più importante**

**Strette relazioni  
con la Commissione**

**Recente vasto allargamento  
dell'UE**



Dato che tutti i nuovi Stati membri a un certo punto devono adottare l'euro, l'Eurosistema segue con molta attenzione l'espansione dell'UE. Il Consiglio generale della BCE esamina regolarmente gli andamenti economici, finanziari e monetari dei paesi candidati e potenziali candidati. L'Eurosistema intrattiene inoltre uno stretto dialogo con le banche centrali dei paesi che si stanno preparando a entrare nell'UE. In particolare, prima delle passate tornate di adesione, l'Eurosistema ha organizzato, in collaborazione con le banche centrali nazionali, una serie di seminari sul processo di adesione all'UE che ha facilitato l'integrazione nel SEBC delle banche centrali dei paesi candidati. La BCE ha inoltre intensi contatti e scambi di informazioni con le banche centrali dei paesi attualmente candidati all'adesione, compreso un dialogo annuale ad alto livello sulle politiche economiche.

### **ALLARGAMENTO DELL'AREA DELL'EURO**

L'euro è nato come moneta unica di 11 Stati membri. Dieci anni dopo è diventato la valuta di 15 Stati membri. Vi sono già stati tre allargamenti dell'area dell'euro, con l'ingresso della Grecia nel 2001, della Slovenia nel 2007 e di Cipro e Malta nel 2008. Per il futuro sono previsti ulteriori processi di allargamento dell'area dell'euro.

#### **Fasi per l'adozione dell'euro...**

I paesi dell'UE procedono nel loro percorso verso l'adozione dell'euro sulla base di una procedura ben definita e articolata su diverse fasi.

#### **...ingresso negli AEC II...**

La prima fase si conclude con l'adesione dello Stato membro al meccanismo di cambio AEC II. In questa fase la politica monetaria e il regime di cambio del paese devono soddisfare tre requisiti fondamentali stabiliti dal Trattato. In primo luogo, si richiede che le politiche del cambio siano gestite come un problema di comune interesse. In secondo luogo, la stabilità dei prezzi dovrebbe essere l'obiettivo primario della politica monetaria. In terzo luogo, il paese deve evitare disavanzi eccessivi (benché le sanzioni finanziarie previste dalla procedura per i disavanzi eccessivi possano essere applicate solo dopo che il paese ha adottato l'euro).

#### **...mantenimento del tasso di cambio entro una banda di oscillazione...**

La seconda fase inizia quando lo Stato membro entra negli AEC II. In questo meccanismo di cambio, la valuta di un paese è soggetta a un regime di cambio fisso ma modificabile, dovendosi rispettare una banda di oscillazione di  $\pm 15$  per cento rispetto alla parità centrale rispetto all'euro. Tale meccanismo è il diretto successore del meccanismo di cambio originale utilizzato dal 1979 fino all'introduzione dell'euro, il 1° gennaio 1999. Il meccanismo di cambio svolge un ruolo stabilizzante, aiuta a orientare le politiche macroeconomiche verso un percorso sostenibile e contribuisce ad ancorare le aspettative di inflazione. Gli AEC II sono un banco di prova per gli Stati membri nel loro percorso verso l'adozione dell'euro, in quanto i paesi devono perseguire politiche orientate alla stabilità, al fine di promuovere la convergenza nominale e la stabilità del cambio. In tal modo, la partecipazione agli AEC II può essere considerata come una "palestra" per acquisire i requisiti necessari all'adozione dell'euro.

#### **...rispetto dei criteri di convergenza**

L'adozione dell'euro, che rappresenta la terza fase, inizia solo dopo che un paese ha soddisfatto in modo sostenibile i cosiddetti criteri di convergenza (cfr. anche la sezione 4.4). Tali criteri, stabiliti nel Trattato di Maastricht e ulteriormente specificati in un Protocollo a esso allegato, implicano il raggiungimento di un grado sostenibile di convergenza nominale, e sono riferiti agli andamenti dei prezzi, ai tassi di interesse a lungo termine, al disavanzo e al debito pubblico. Inoltre, uno Stato membro deve aver partecipato per un periodo di due anni agli AEC II, rispettando i normali margini di fluttuazione senza gravi tensioni. Durante tale periodo, è necessario che il paese in questione renda la legislazione nazionale (in particolare la legislazione relativa allo statuto della banca centrale) pienamente compatibile con il Trattato e lo Statuto del SEBC.

La decisione relativa all'eventuale raggiungimento da parte di uno Stato membro del grado di convergenza sostenibile necessario per l'adozione dell'euro viene adottata dal Consiglio Ecofin, in seguito a una discussione tra i capi di Stato o di governo. La decisione è basata sui Rapporti sulla convergenza preparati dalla BCE e dalla Commissione europea, sull'opinione del Parlamento europeo e su una proposta della Commissione europea. Inoltre, il Consiglio Ecofin adotta i regolamenti necessari per l'introduzione dell'euro in un nuovo Stato membro, ivi incluso quello che fissa il tasso di conversione irrevocabile tra la rispettiva valuta nazionale e l'euro.

Nel complesso, l'UE ha definito una procedura chiara che prevede l'adozione finale dell'euro a conclusione di un processo di convergenza strutturato all'interno di uno schema multilaterale. Di conseguenza, un'eurizzazione ufficiale unilaterale non è compatibile con il Trattato.

L'ingresso nell'area dell'euro ha diverse implicazioni operative e richiede sostanziali adeguamenti tecnici, specialmente per quanto riguarda la sostituzione del contante, gli strumenti necessari per l'attuazione della politica monetaria e l'accesso alle infrastrutture del mercato dell'euro per la gestione dei pagamenti e il trattamento delle garanzie. L'Eurosistema ha inoltre lanciato varie campagne d'informazione al fine di far conoscere ai gestori professionali del contante e al pubblico l'aspetto visivo e le caratteristiche di sicurezza delle banconote e monete in euro (ad esempio, tramite la distribuzione di opuscoli informativi alle famiglie o l'organizzazione di conferenze e seminari per il mondo imprenditoriale). Con l'adozione dell'euro, le banche centrali nazionali diventano membri dell'Eurosistema e i loro governatori entrano nel Consiglio direttivo.

## **2.4 CONCLUSIONI**

Il Trattato di Maastricht ha introdotto un assetto istituzionale unico nel suo genere, che coniuga una gestione accentrata della politica monetaria con politiche di bilancio e strutturali decentrate. In aggiunta a questa netta ripartizione delle responsabilità, il Trattato prevede specifiche procedure di coordinamento che tengono conto della maggiore interdipendenza venutasi a creare tra gli Stati membri dell'area dell'euro con l'introduzione della moneta unica.

L'assetto dell'UEM ha dimostrato, in questi primi dieci anni, di funzionare bene, come riconosciuto anche dal nuovo Trattato di Lisbona che non ha introdotto sostanziali modifiche. Ciò nondimeno, non tutti i responsabili delle politiche economiche hanno sempre rispettato i propri impegni e gli accordi presi a livello comunitario. La lezione da trarre per il secondo decennio dell'UEM è pertanto che tutte le autorità coinvolte dovrebbero essere pienamente all'altezza delle responsabilità loro affidate nell'ambito dell'UEM, affinché si possa consolidare il successo ottenuto.



### 3 LA STRATEGIA DI POLITICA MONETARIA DELLA BCE E LA SUA ATTUAZIONE



*Sin dagli inizi dell'Unione monetaria, il Consiglio direttivo ha fatto affidamento sulla strategia di politica monetaria annunciata pubblicamente per assolvere il suo mandato di mantenere la stabilità dei prezzi nell'area dell'euro. Complessivamente, negli ultimi dieci anni questa strategia ha permesso alla BCE di operare in modo efficace. Le decisioni di politica monetaria hanno ancorato saldamente le attese di inflazione a più lungo termine su livelli coerenti con la stabilità dei prezzi. Al contempo, grazie all'impostazione flessibile e all'ampia gamma di strumenti e procedure da esso previsti, il quadro operativo dell'Eurosistema per l'attuazione della politica monetaria ha mostrato efficienza e buona capacità di tenuta, anche nelle fasi di turbolenze finanziarie.*

*Questo capitolo è organizzato in quattro sezioni. La sezione 3.1 presenta in sintesi la strategia di politica monetaria della BCE, soffermandosi in particolare sull'evoluzione nell'ultimo decennio dell'analisi economica e monetaria che il Consiglio direttivo conduce nel quadro dell'assetto basato su due pilastri per la valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi. Nella sezione 3.2 viene spiegato come la politica monetaria unica viene condotta in concreto e in che modo è riuscita a orientare le aspettative di inflazione nel contesto di continuo mutamento delle condizioni economiche e finanziarie e nelle situazioni di criticità. Esaminando in maggior dettaglio la conduzione della politica monetaria, la sezione 3.2 distingue cinque fasi principali: 1) il passaggio all'Unione monetaria (da metà 1998 a metà 1999); 2) la restrizione della politica monetaria per contenere le spinte inflazionistiche (da metà 1999 a fine 2000); 3) le correzioni al ribasso operate sui tassi d'interesse di riferimento della BCE (da inizi 2001 a metà 2003); 4) il mantenimento dei tassi d'interesse di riferimento della BCE su livelli invariati (da metà 2003 a metà 2005); 5) la rimozione dell'orientamento accomodante della politica monetaria (dalla fine del 2005). La sezione 3.3 descrive le procedure e gli strumenti utilizzati dalla BCE per attuare le decisioni di politica monetaria mentre la sezione 3.4 accenna ai risultati conseguiti e alle sfide future.*

#### 3.1 LA STRATEGIA DI POLITICA MONETARIA DELLA BCE

##### LA STABILITÀ DEI PREZZI: PERCHÉ E QUALI I VANTAGGI?

Il Trattato sull'Unione europea ("Trattato di Maastricht") stabilisce una chiara gerarchia di obiettivi per l'Eurosistema, attribuendo importanza primaria alla stabilità dei prezzi. Questa scelta si fonda su forti evidenze empiriche e sui risultati della teoria economica.

La stabilità dei prezzi innalza il tenore di vita attraverso diversi canali. Essa preserva il valore reale dei redditi e della ricchezza, mentre l'inflazione inattesa determina inevitabilmente redistribuzioni arbitrarie e indesiderate. Il mantenimento di prezzi stabili va soprattutto a vantaggio delle fasce più deboli della popolazione, poiché queste detengono quote relativamente più elevate del loro risparmio in contanti e depositi bancari, il cui valore reale è facilmente eroso dall'inflazione. Spesso, esse hanno un accesso alquanto limitato ai mercati finanziari, il che lascia loro un margine ridotto per evadere la cosiddetta "tassa da inflazione"<sup>1)</sup>. Un gruppo particolarmente vulnerabile all'inflazione è costituito dai pensionati, che vivono delle loro pensioni e dei risparmi accumulati durante la vita lavorativa. La stabilità dei prezzi concorre pertanto a mantenere anche la coesione sociale.

Inoltre, in presenza di prezzi stabili, il consumatore può più facilmente distinguere le variazioni dei prezzi relativi (cioè riferiti a singoli beni o servizi) dall'andamento del livello generale. Inoltre, potendo fare pieno affidamento sulla loro funzione di segnalazione e informazione,

**La stabilità dei prezzi come obiettivo primario**

**Vantaggi della stabilità dei prezzi**

1) Per una descrizione più dettagliata, cfr. Easterly, W. e S. Fischer (2000), *Inflation and the Poor*, World Bank Policy Research Working Paper n. 2335.

saprà che le eventuali variazioni di prezzo di un bene o di un servizio dipendono dalla sua “scarsità relativa”, a sua volta determinata dal gioco della domanda e dell’offerta. In questo senso, se i prezzi sono stabili è più facile confrontarli e quindi adottare decisioni di consumo e di investimento maggiormente informate. Ciò concorre a un regolare ed efficiente funzionamento dei mercati.

La stabilità dei prezzi contribuisce altresì ad abbassare il livello dei tassi di interesse nominali e reali. L’inflazione ad esempio erode il valore reale delle attività nominali e, in un contesto inflazionistico, i prestatori normalmente chiederanno un premio a compensazione dei rischi di inflazione associati al loro investimento, cosa che invece non farebbero in un contesto di prezzi stabili. Riducendo i premi per il rischio di inflazione, la stabilità dei prezzi abbassa il livello dei tassi di interesse reali, rendendo remunerativi un maggiore numero di progetti di investimento. In questa prospettiva, i minori tassi di interesse concorrono a livelli più elevati di occupazione e crescita.

Infine la stabilità dei prezzi è il contributo migliore, e in definitiva l’unico, che una politica monetaria credibile può fornire alla crescita economica, alla creazione di posti di lavoro e alla coesione sociale. Ciò rispecchia il fatto che, controllando un unico strumento strategico, nella fattispecie la politica monetaria, non si possono conseguire più obiettivi diversi, né rispondere del loro conseguimento. Perseguire obiettivi aggiuntivi rischierebbe di gravare sulla politica monetaria, risultando in ultima analisi in un aumento dell’inflazione e della disoccupazione. Nel più lungo periodo, la politica monetaria può solo influire sul livello dei prezzi, mentre non può avere effetti duraturi sull’attività economica. Questo principio generale viene definito la “neutralità di lungo periodo della moneta”. È sulla base di queste premesse che il Trattato prevede una chiara ed efficiente ripartizione delle responsabilità, attribuendo alla politica monetaria l’obiettivo primario di mantenere la stabilità dei prezzi.

Evidenze recenti suggeriscono altresì che, nel lungo periodo, la relazione tra inflazione e crescita possa risultare persino negativa, dato che un aumento permanente dell’inflazione determinerebbe una perdita netta di reddito reale<sup>2)</sup>. Ciò rafforza l’argomentazione a favore di una chiara responsabilità delle banche centrali nel mantenimento di prezzi stabili. In tal modo, la politica monetaria svolge la duplice funzione di ridurre al minimo i costi dell’inflazione e di contribuire alla massimizzazione del potenziale produttivo dell’economia a lungo termine.

#### GLI ELEMENTI DELLA STRATEGIA DI POLITICA MONETARIA

Quando la strategia di politica monetaria è stata adottata e annunciata dal Consiglio direttivo nell’ottobre del 1998, con largo anticipo rispetto all’avvio dell’UEM, uno degli interrogativi fondamentali era sapere se essa sarebbe stata in grado di abbracciare tutte le circostanze che potevano presentarsi alla neocostituita area dell’euro, tanto nelle fasi iniziali come successivamente. In proposito, è utile rivedere brevemente gli elementi principali della strategia e i fondamenti su cui poggia.

La strategia di politica monetaria è stata elaborata sulla scorta di un approfondito lavoro preparatorio svolto dall’Istituto monetario europeo (il predecessore della BCE). Essa assicura che la conduzione della politica monetaria abbia un’impostazione coerente e sistematica. I suoi due elementi principali sono: una definizione quantitativa dell’obiettivo primario della stabilità dei prezzi della BCE e un quadro analitico basato su due pilastri, sul quale organizzare la valutazio-

2) Cfr. l’articolo *Stabilità dei prezzi e crescita economica*, nel numero di maggio 2008 del *Bollettino mensile*.



ne delle prospettive per l'andamento dei prezzi. Sin dalle primissime fasi, la strategia adottata dalla BCE ha fornito una solida piattaforma per la conduzione e la comunicazione della politica monetaria. Nel 2003 è stata sottoposta a un riesame generale da parte del Consiglio direttivo, che ne ha confermato i principali elementi.

### LA DEFINIZIONE QUANTITATIVA DI STABILITÀ DEI PREZZI DELLA BCE

Sebbene il Trattato indichi chiaramente che la stabilità dei prezzi è l'obiettivo primario della politica monetaria, non ne dà una precisa definizione quantitativa. Nel duplice intento di fornire al pubblico un chiaro termine di riferimento, rispetto al quale misurare l'operato della BCE, e di ancorare le aspettative di inflazione a lungo termine, il Consiglio direttivo ha adottato nel 1998 la seguente definizione: "per stabilità dei prezzi si intende un aumento sui dodici mesi dell'Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore al 2 per cento. Essa deve essere mantenuta in un orizzonte di medio termine." Inoltre, a seguito dell'approfondito riesame della strategia di politica monetaria condotto nel 2003, il Consiglio direttivo ha precisato che, nel quadro di tale definizione, si prefigge di mantenere l'inflazione misurata sullo IAPC "su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento". Tale approccio permette di mantenere un sufficiente margine di sicurezza per contrastare il rischio di deflazione o di livelli di inflazione molto bassi.

Nell'adottare la definizione quantitativa della stabilità dei prezzi nel 1998, il Consiglio direttivo ha tenuto conto di alcune specificità dell'area.

- La scelta di un indice dei prezzi al consumo relativo all'insieme dell'area, quindi incentrato sulle transazioni in moneta nell'area, come termine di riferimento per la stabilità dei prezzi della BCE (nella fattispecie lo IAPC; cfr. riquadro 1, capitolo 8).
- L'approccio globale della politica monetaria, dato che all'interno di un'unione monetaria essa non può affrontare questioni specifiche a singoli paesi.
- La chiara indicazione che un'inflazione superiore al 2 per cento non è compatibile con il mantenimento della stabilità dei prezzi – obiettivo primario della BCE – e al contempo la segnalazione implicita del fatto che sono altrettanto incompatibili con questo obiettivo i tassi di inflazione molto bassi e, soprattutto, gli andamenti deflazionistici.

La definizione adottata sottolinea inoltre l'orientamento a medio termine dato dalla BCE alla politica monetaria. Dal momento che quest'ultima può influenzare l'evoluzione dei prezzi solo in una misura incerta e solo con ritardi temporali notevoli e di durata variabile, per una banca centrale è impossibile mantenere permanentemente l'inflazione su uno tasso stabilito a priori, ovvero riportarla entro breve tempo sul livello auspicato. Per questi motivi, la politica monetaria deve agire in una prospettiva orientata al futuro e concentrarsi sul medio periodo. Può così evitare un eccessivo attivismo e l'introduzione di volatilità indesiderata nell'economia reale. Una lieve volatilità dei tassi di inflazione a breve termine è, pertanto, inevitabile.

### I DUE PILASTRI DELLA STRATEGIA DI POLITICA MONETARIA DELLA BCE

L'approccio globale adottato dalla BCE per esaminare le informazioni rilevanti ai fini di una valutazione prospettica dei rischi per la stabilità dei prezzi si fonda su due piani di analisi, definiti i "due pilastri". Su questa struttura si organizzano l'analisi interna che conduce alle deliberazioni e decisioni di politica monetaria della BCE, nonché l'attività di comunicazione ai mercati finanziari e al pubblico.

Un tasso di inflazione  
al consumo inferiore,  
ma prossimo, al 2 per cento...

...nel medio periodo

Un quadro analitico  
basato su due pilastri

Il primo pilastro è rappresentato dall'analisi economica, volta a identificare i rischi per la stabilità dei prezzi nel breve-medio periodo. Questa analisi, inserendosi in un più ampio esame del ciclo, mira a individuare gli shock economici rilevanti per capire l'evoluzione dei prezzi e le dinamiche del prodotto a breve-medio termine. Viene pertanto passata al vaglio un'ampia gamma di indicatori dell'attività economica, dei prezzi e dei costi, principalmente a livello aggregato di area dell'euro, ma anche a livello di settore e paese. Tutti questi indicatori consentono una valutazione sia della dinamica dell'attività reale, sia dei probabili andamenti a breve termine dei prezzi, risultanti dall'interazione fra domanda e offerta nei mercati dei beni, dei servizi e dei fattori di produzione. Una componente fondamentale dell'analisi economica è l'effettuazione di regolari esercizi di proiezione sulle principali variabili macroeconomiche dell'area dell'euro (cfr. riquadro 1). Per adottare le opportune decisioni di politica monetaria, il Consiglio direttivo deve conoscere esaurientemente la situazione economica corrente, nonché avere piena cognizione della natura specifica e dell'entità degli eventuali shock economici che minacciano la stabilità dei prezzi.

#### Riquadro 1

##### MODELLIZZAZIONE DELL'ECONOMIA DELL'AREA DELL'EURO

I modelli sono uno strumento fondamentale di analisi economica presso molte banche centrali. Essi sono spesso chiamati “strutturali” perché hanno lo scopo di individuare le principali determinanti delle scelte degli agenti economici, quali le decisioni di consumo e di investimento. I modelli sono convalidati sulla base dell'evidenza empirica, ovvero “stimati”, richiedendo che le loro implicazioni riproducano l'andamento osservato nel passato per le principali variabili macroeconomiche. Una volta stimati, i modelli possono essere impiegati, al pari di strumenti di laboratorio, per rispondere a varie questioni di natura economica: ad esempio possono servire a formulare previsioni, a fornire un'interpretazione quantitativa dell'impatto, sull'economia nel suo complesso, di specifici eventi (quali modifiche nel processo di formazione dei salari o nelle politiche di bilancio), e per valutare i risultati economici degli interventi di politica monetaria.

Dagli inizi del 1999, si è registrata una fase di notevole sviluppo dei modelli macroeconomici utilizzati dalla BCE. Il primo modello a descrivere l'economia dell'area dell'euro a livello aggregato è stato l'*area-wide model* (AWM)<sup>1)</sup>. La sua elaborazione ha presentato problemi molto specifici, per via delle condizioni inedite create dall'UEM. La verifica empirica, ad esempio, doveva necessariamente basarsi su dati relativi al periodo precedente l'avvio dell'Unione monetaria, sebbene fosse ragionevole presumere che quest'ultima avrebbe modificato le caratteristiche strutturali dell'economia dell'area. Inoltre, le serie relative all'insieme dell'area non erano facilmente reperibili presso gli istituti nazionali di statistica, ma dovevano essere predisposte aggregando i dati nazionali, compito che ha talvolta richiesto la formulazione di ipotesi *ad hoc*. Nonostante queste difficoltà, l'AWM si è dimostrato uno strumento efficace per l'analisi quantitativa degli andamenti macroeconomici dell'area dell'euro. Anche la maggior parte dei modelli costruiti successivamente dalla BCE hanno adottato un approccio aggregato<sup>2)</sup>.

1) Cfr. Fagan, G., J. Henry e R. Mestre (2005), “An area-wide model (AWM) for the euro area”, *Economic Modelling* 22, pagg. 39-59.

2) Insieme all'AWM, la BCE ha sviluppato anche un modello a più paesi (*multi-country model*, MCM) in collaborazione con le BCN. La struttura dell'MCM è molto simile a quella dell'AWM, ma le relazioni economiche sono stimate a livello nazionale, anziché per l'area nel suo complesso. Il modello può pertanto essere considerato un importante strumento di verifica della robustezza dei risultati ottenuti dall'AWM.

Nel corso degli anni la struttura dell'AWM è stata migliorata sotto diversi profili. Nel contempo, l'evoluzione della letteratura accademica in materia ha portato a un profondo cambiamento dei requisiti che un modello economico deve soddisfare. Il prototipo di una nuova generazione di modelli macroeconomici, rivelatasi successivamente utile in molte banche centrali, è stato sviluppato dalla BCE. Si tratta del modello dell'area dell'euro di Smets e Wouters<sup>3)</sup>, che presenta numerosi elementi di innovazione. Ad esempio, descrive gli andamenti delle principali variabili macroeconomiche (quale il lento meccanismo di aggiustamento dei prezzi a shock esogeni) sulla base di comportamenti di imprese e di famiglie fondati su meccanismi microeconomici. I comportamenti delle famiglie e delle imprese reagiscono non solo agli sviluppi passati ma anche alle loro aspettative sul futuro. Infine, il modello è stimato utilizzando tutte le informazioni rilevanti e può quindi competere con strumenti di natura esclusivamente statistica nella formulazione di previsioni a breve termine.

Più di recente, l'architettura del modello di Smets e Wouters è stata ulteriormente sviluppata nel modello di Christiano, Motto e Rostagno, che pone particolare attenzione al ruolo delle variabili monetarie e finanziarie<sup>4)</sup>. Questo modello descrive esplicitamente il settore bancario, che offre servizi di intermediazione fra debitori e creditori, generando un ruolo non trascurabile per gli aggregati monetari nell'economia. È inoltre presente un meccanismo di trasmissione del tasso di politica monetaria ai tassi applicati sui prestiti alle imprese, che incorporano un premio per il rischio di insolvenza.

È stata infine elaborata una nuova versione dell'AWM basata su fondamenti microeconomici (*new AWM*, NAWM), per sostituire l'AWM quale principale strumento per gli esercizi di previsione macroeconomica<sup>5)</sup>. Rispetto ai modelli precedenti, il NAWM descrive il funzionamento di un'economia aperta agli scambi internazionali, e consente quindi di condurre esercizi sotto ipotesi riguardanti, ad esempio, l'andamento delle principali variabili esterne all'area dell'euro. Risulta particolarmente adatto per l'analisi di scenari alternativi e per valutare il grado di incertezza insito nelle previsioni. Alla versione del NAWM utilizzata nelle proiezioni si accompagna una variante più dettagliata, calibrata, che permette di analizzare una gamma più ampia di questioni di politica economica.

I modelli matematici dell'economia hanno svolto un'importante funzione di supporto nella valutazione quantitativa delle condizioni economiche e monetarie dell'area dell'euro. Al tempo stesso essi sono, da diversi punti di vista, eccessivamente semplificati. Un trattamento più adeguato della politica di bilancio e una maggiore articolazione della struttura del mercato del lavoro rappresentano alcune delle possibili linee di sviluppo dei modelli esistenti. Ad ogni modo, le simulazioni di interventi di politica economica condotte con l'ausilio di modelli strutturali possono costituire solo uno dei molteplici elementi di cui il Consiglio direttivo tiene conto nella sua valutazione complessiva dell'andamento prospettico dei prezzi nell'area dell'euro.

3) Cfr. Smets, F. e R. Wouters (2003) "An Estimated Dynamic Stochastic General Equilibrium Model of the Euro Area", *Journal of the European Economic Association* 1, pagg. 1123-1175.

4) Cfr. Christiano, L., R. Motto e M. Rostagno (dicembre 2003) "The Great Depression and the Friedman-Schwartz Hypothesis," *Journal of Money, Credit and Banking* 35(6), e Christiano, L., R. Motto e M. Rostagno, "Shocks, Structures or Policies? The EA and the US after 2001", *Journal of Economic Dynamics and Control*, di prossima pubblicazione.

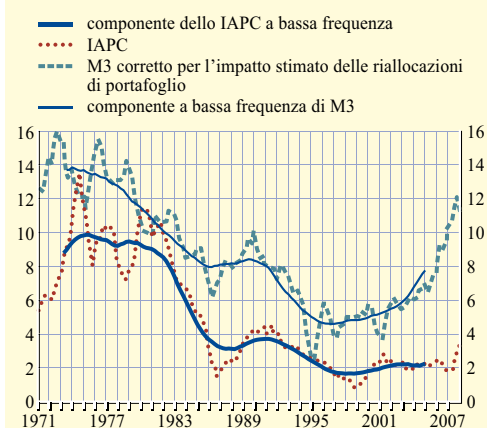
5) Cfr. Christoffel, K., G. Coenen e A. Warne (giugno 2007) "The New Area-Wide Model of the Euro Area: Specification, Estimation Results and Properties", mimeo, e Coenen, G., P. McAdam e R. Straub, "Tax Reform and Labour-Market Performance in the Euro Area: A Simulation-Based Analysis Using the New Area-Wide Model", *Journal of Economic Dynamics and Control*, di prossima pubblicazione.

## L'analisi monetaria...

Il secondo pilastro è dato dall'analisi monetaria, finalizzata a individuare i rischi per la stabilità dei prezzi su orizzonti di medio-lungo periodo. Gli andamenti della moneta e quelli del credito, nonché le loro determinanti, hanno ruoli distinti in questo contesto, poiché nel lungo periodo l'espansione monetaria è strettamente correlata all'inflazione (cfr. figura 1). Ciò riflette il principio economico fondamentale secondo il quale, su un orizzonte temporale più lungo, l'inflazione è un fenomeno monetario. Assegnare alla moneta un ruolo di primo piano permette, in particolare, di preservare l'orientamento a medio termine della politica monetaria della BCE. La figura 1 illustra la stretta connessione fra la componente a bassa frequenza dell'inflazione e quella della crescita della moneta, in virtù della quale la dinamica monetaria anticipa l'evoluzione dell'inflazione (contribuendo quindi, potenzialmente, a prevederla).

**Figura 1 La relazione tra IAPC e M3 nell'area dell'euro**

(variazioni percentuali annue; le componenti a bassa frequenza si riferiscono a una periodicità superiore ai 10 anni)



Note: le componenti a bassa frequenza sono desunte da un filtro *band-pass* simmetrico alla Christiano-Fitzgerald applicato alle variazioni percentuali sul trimestre precedente annualizzate. I valori massimi nella serie della crescita monetaria anticipano quelli dell'inflazione di un periodo variabile compreso fra gli otto e i dodici trimestri.

## ...si fonda su un ampio insieme di dati...

L'analisi monetaria si fonda su un ampio insieme di dati monetari, finanziari ed economici e si avvale inoltre di una vasta gamma di strumenti e tecniche complementari che, insieme a una valutazione oggettiva, permettono di rilevare in tempo reale gli andamenti monetari di fondo e di valutarne le implicazioni in termini di rischi per la stabilità dei prezzi. Per segnalare la rilevanza attribuita all'analisi monetaria nell'ambito della propria strategia e di fornire un *benchmark* per la valutazione degli andamenti della moneta, nel dicembre del 1998 la BCE ha annunciato un valore di riferimento del 4,5 per cento per il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio M3<sup>3)</sup>. La scelta di quest'ultimo si è basata sulla stretta correlazione che, secondo le evidenze, esiste fra questo aggregato e il livello dei prezzi. Il protrarsi di un'espansione monetaria superiore a questo valore segnala rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi; tuttavia sin dall'inizio è stato chiaramente affermato che la politica monetaria non avrebbe reagito in modo meccanico agli scostamenti della crescita di M3 dal valore di riferimento.

## ...e si è sviluppata nel tempo

Nel tempo gli strumenti utilizzati per individuare i rischi per la stabilità dei prezzi sono stati ulteriormente elaborati e migliorati, alla luce delle nuove sfide che si presentavano all'analisi monetaria e, soprattutto, del rapido ritmo di innovazione finanziaria. Di fronte all'esigenza sempre avvertita di affinare gli strumenti analitici di identificazione dei rischi per la stabilità dei prezzi, nel 2007 il Consiglio direttivo ha deciso di potenziare ulteriormente la propria analisi monetaria lavorando su quattro direttrici:

- Il perfezionamento e l'ampliamento dei modelli di domanda di moneta, per migliorare la comprensione dell'evoluzione degli aggregati monetari nel tempo e fra settori.

3) Questo aggregato è formato da banconote e monete in circolazione, depositi a vista, depositi con durata prestabilita fino a due anni, depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi, operazioni pronti contro termine, quote e partecipazioni in fondi comuni monetari, nonché titoli di debito con scadenza fino a due anni.

- L'affinamento degli indicatori del rischio di inflazione basati sulla moneta, al fine di promuoverne la funzione di indirizzo nelle decisioni di politica monetaria volte al mantenimento della stabilità dei prezzi.
- L'elaborazione e il perfezionamento dei modelli strutturali che incorporano un ruolo attivo della moneta e del credito nella determinazione delle dinamiche inflazionistiche, a supporto della valutazione della dinamica monetaria.
- Una maggiore articolazione del quadro analitico, per migliorare la verifica incrociata delle informazioni e delle risultanze ottenute dall'analisi monetaria e da quella economica.

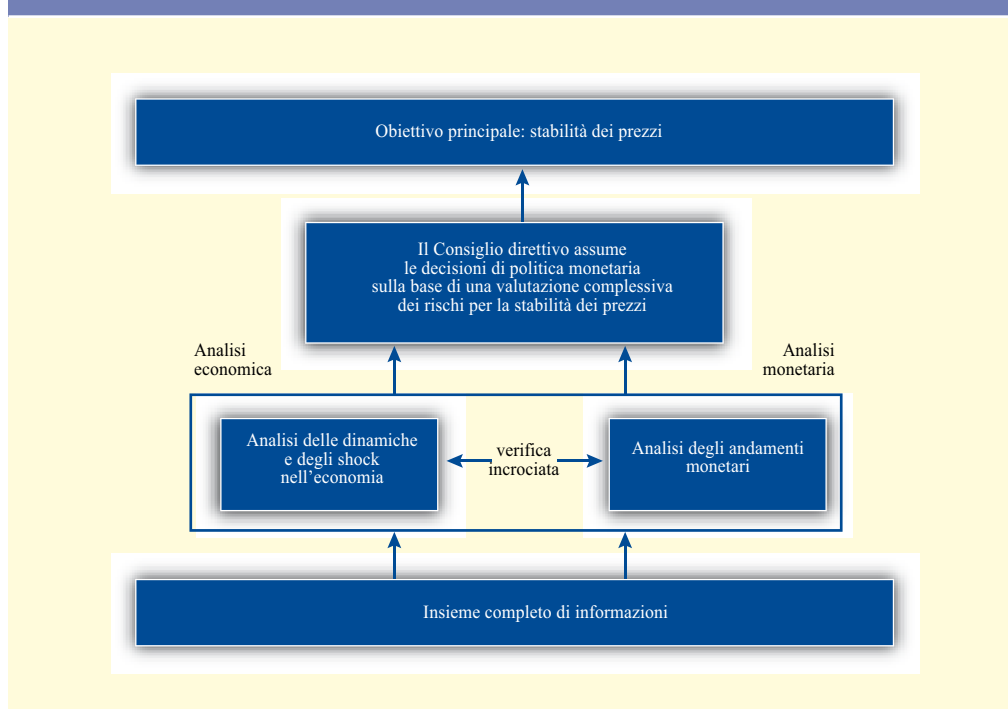
Nel complesso, il quadro analitico basato su due pilastri accresce la robustezza della valutazione della politica monetaria effettuata dal Consiglio direttivo rispetto all'incertezza dei dati e dei modelli. In particolare, vengono sfruttate tutte le relazioni di complementarità fra i due pilastri, poiché ciò rappresenta il modo migliore per assicurare che tutte le indicazioni rilevanti ai fini della valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi vengano utilizzate in modo coerente ed efficace. La regolare verifica incrociata dei risultati dell'analisi economica con quelli dell'analisi monetaria assicura che venga fornita una coerente valutazione complessiva, in cui si tenga conto di informazioni relative a orizzonti sia di breve che di lungo periodo. Essa riduce pertanto il rischio di errori di *policy* causati da un affidamento eccessivo su un unico indicatore, previsione o modello. La figura 2 sintetizza gli elementi chiave della struttura a due pilastri e il suo ruolo nel processo di elaborazione della politica monetaria.

La verifica incrociata assicura  
una valutazione coerente

Dopo circa un decennio di esperienza pratica, la strategia della BCE ha fornito un quadro analitico affidabile e robusto, sulla base del quale valutare i rischi per la stabilità dei prezzi e

Un approccio solido  
e innovativo

Figura 2 I due pilastri della strategia di politica monetaria della BCE





comunicare in modo efficiente l'orientamento della politica monetaria ai mercati finanziari e al pubblico. Una chiara indicazione dell'adeguatezza di tale strategia è data dal fatto che non è stato necessario modificarne gli elementi principali. Negli ultimi anni inoltre diverse delle sue componenti sono state integrate negli assetti di politica monetaria di altre banche centrali. L'adozione di un orientamento a medio termine, ad esempio, si è andato diffondendo fra le banche centrali che hanno una strategia basata su un obiettivo di inflazione, a conferma della necessità di un orizzonte temporale più flessibile per la politica monetaria.

Analogamente, la natura esaustiva del quadro analitico basato su due pilastri acquista un interesse crescente, grazie alla sua capacità di integrare in un'unica struttura tutte le informazioni rilevanti tratte dai modelli, dall'analisi congiunturale e dalla valutazione qualitativa. Inoltre, l'esplicita inclusione del pilastro monetario assicura che la politica monetaria della BCE sia orientata a medio termine. Essa inoltre stimola la BCE a sviluppare le proprie conoscenze in materia di moneta e di credito. In virtù dello stretto legame fra gli andamenti monetari e l'evoluzione degli squilibri nei mercati del credito e delle attività finanziarie, l'analisi monetaria consente di individuare tali squilibri già dalle prime fasi e, di conseguenza, rispondere ai connessi rischi per la stabilità dei prezzi in anticipo e con tempestività. Per questi motivi, l'analisi monetaria si è dimostrata uno strumento prezioso durante i periodi di turbolenza nei mercati finanziari.

### **3.2 LA CONDUZIONE DELLA POLITICA MONETARIA NELL'AREA DELL'EURO E I SUOI RISULTATI IN TERMINI DI STABILITÀ DEI PREZZI <sup>4)</sup>.**

Questa sezione ripercorre le principali fasi della politica monetaria unica dal suo avvio, nel gennaio del 1999. Per una più chiara presentazione dell'orientamento adottato dalla politica monetaria unica (cfr. figura 3) a fronte di circostanze variabili e criticità, è utile distinguere cinque fasi.

#### **LA CONDUZIONE DELLA POLITICA MONETARIA**

##### **FASE I: IL PASSAGGIO ALL'UNIONE MONETARIA (DA METÀ 1998 A METÀ 1999)**

L'Eurosistema ha assunto la responsabilità della politica monetaria unica in un momento in cui i tassi di inflazione nell'area dell'euro erano alquanto contenuti e le prospettive per l'andamento dei prezzi favorevoli (cfr. figura 4). Nel contempo, l'attività economica continuava ad espandersi in un contesto caratterizzato da tassi di interesse molto bassi (cfr. figure 5 e 6) e in cui permanevano i presupposti per una crescita sostenuta. Durante il 1998, tuttavia, le ripercussioni delle crisi finanziarie asiatica (1997) e russa (agosto 1998), insieme al rischio di fallimento dell'*hedge fund* LTCM (settembre 1998), hanno generato una marcata volatilità nei mercati finanziari e notevoli oscillazioni nel clima di fiducia degli investitori. A seguito di queste prolungate tensioni, le prospettive di crescita economica nell'area dell'euro sono state offuscate da un livello molto elevato di incertezza, risultando in una lieve revisione al ribasso sia delle aspettative di crescita per l'insieme del 1998, sia delle proiezioni per il 1999.

Nel corso del 1998, il *focus* della politica monetaria nei paesi dell'area dell'euro si è gradatamente spostato da una dimensione prettamente nazionale a una visione comune. Date le pro-

4) Tutti i riferimenti alla crescita del PIL in termini reali e all'inflazione misurata sullo IAPC riflettono i dati rivisti disponibili al momento dell'ultimo aggiornamento delle serie contenute in questa pubblicazione (31 marzo 2008). L'utilizzo di dati rivisti aggiornati, in luogo di quelli correnti disponibili al momento dell'adozione delle decisioni di politica monetaria, non modifica il ragionamento che è alla base delle deliberazioni e decisioni di politica monetaria presentate in questa sezione.

**Il livello favorevole dei prezzi  
e le prospettive di crescita  
incerte...**

**...hanno determinato  
un accomodamento monetario  
alla vigilia dell'UEM**

**Figura 3 Tassi di interesse di riferimento della BCE dal gennaio 1999**

(variazioni percentuali in ragione d'anno)

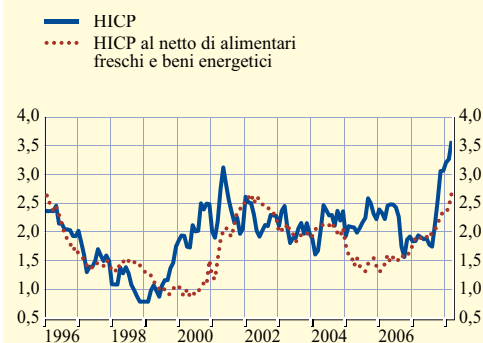


Fonte: BCE.

Nota: il tasso delle operazioni di rifinanziamento principali si riferisce, per le operazioni regolate prima del 28 giugno 2000, al tasso applicabile alle aste a tasso fisso e, per le operazioni regolate successivamente a tale data, al tasso minimo di offerta applicabile alle aste a tasso variabile.

**Figura 4 IAPC nell'area dell'euro**

(variazioni percentuali sui dodici mesi)

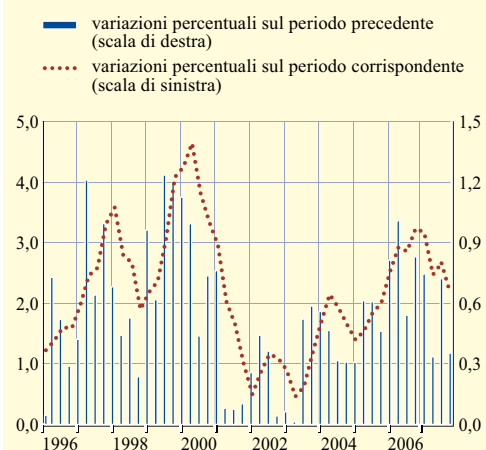


Fonte: Eurostat.

spettive favorevoli per la stabilità dei prezzi, il processo di convergenza si è svolto tramite progressive riduzioni dei tassi di interesse ufficiali verso i livelli più bassi prevalenti in quella che da lì a poco sarebbe divenuta l'area dell'euro. Questo processo è accelerato negli ultimi mesi del 1998, per concludersi il 3 dicembre con una manovra congiunta di tutte le BCN dell'area dell'euro, che hanno abbassato i rispettivi tassi di riferimento al 3 per cento (ad eccezione della Banca d'Italia che li ha ridotti al 3,5 per cento). La manovra andava considerata come una decisione sul livello di tassi con il quale l'Eurosistema avrebbe dato avvio alla Terza fase dell'UEM e, in questo senso, ha segnato, di fatto, l'inizio dell'Unione monetaria in Europa.

**Figura 5 PIL in termini reali dell'area dell'euro**

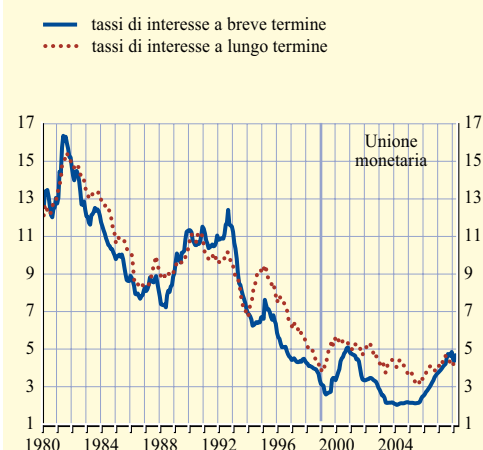
(variazioni percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

**Figura 6 Tassi di interesse nominali a breve e lungo termine nell'area dell'euro**

(valori percentuali in ragione d'anno)

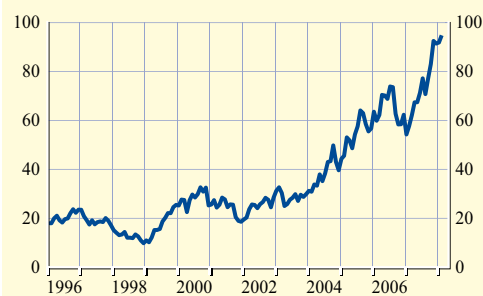


Fonti: BCN, Global Financial data, BRI, Reuters e BCE.

In presenza di rischi al ribasso  
per la stabilità dei prezzi...

**Figura 7 Prezzo del petrolio  
(qualità Brent)**

(dollari USA per barile)



Fonti: FMI e BCE.

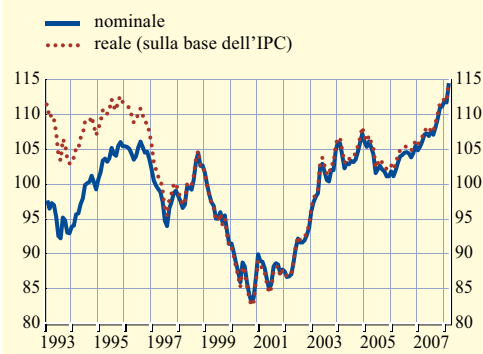
Agli inizi del 1999 il Consiglio direttivo ha dovuto misurarsi con indicazioni contrastanti provenienti dall'analisi economica e da quella monetaria. Da un lato appariva sempre più chiaro che i rischi per la stabilità dei prezzi a medio termine nel complesso erano orientati verso il basso. I tassi di inflazione si collocavano su livelli storicamente molto bassi, significativamente inferiori al limite indicato dalla definizione di stabilità dei prezzi della BCE, e al contempo stavano emergendo segnali di un forte rallentamento dell'attività. Dall'altro, si sono configurati due fattori che avrebbero potuto esercitare spinte al rialzo sui prezzi: il nuovo aumento, a metà febbraio, dei corsi petroliferi, dopo il protratto calo che tra la fine

del 1998 e gli inizi del 1999 li aveva portati su livelli inferiori a 10 dollari al barile (cfr. figura 7) e il deprezzamento dell'euro in termini effettivi nei primi mesi del 1999 (cfr. figura 8).

Il tasso di incremento di M3 è salito da valori prossimi a quello di riferimento a livelli superiori al 5 per cento, mentre il ritmo di crescita dei prestiti al settore privato è rimasto sostenuto, intorno al 10 per cento (cfr. figura 9). Nondimeno, in considerazione dello scostamento relativamente modesto rispetto al valore di riferimento e delle incertezze dell'analisi degli andamenti monetari in quel momento (connesse con le modifiche statistiche rese necessarie dalla transizione all'Unione monetaria), non si è ritenuto che l'accelerazione dell'aggregato complessivo M3 riflettesse necessariamente il tasso di espansione di fondo. Di conseguenza, il Consiglio direttivo ha considerato che i segnali provenienti dall'analisi monetaria non implicassero rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi in un orizzonte di medio-lungo periodo.

**Figura 8 Tassi di cambio effettivi  
dell'euro nominali e reali**

(dati mensili; indice calcolato rispetto alle divise di 22 principali partner commerciali dell'area; 1999 = 100)

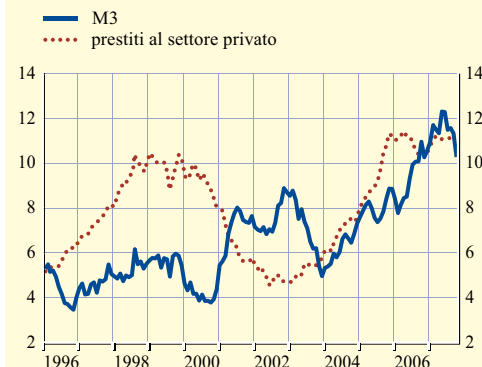


Fonte: BCE.

Nota: i pesi relativi ai tassi di cambio dell'euro "teorico" prima del 1999 sono basati sulla quota di ciascun paese dell'area dell'euro nel commercio totale di manufatti fra l'area dell'euro e il resto del mondo (cfr. appendice II.6, Occasional Paper della BCE n. 2, 2002)

**Figura 9 M3 e prestiti al settore privato**

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

Sulla scorta del quadro complessivo delineatosi, l'8 aprile del 1999 il Consiglio direttivo ha ridotto di 50 punti base il tasso fisso applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema, dal 3,0 al 2,5 per cento. La decisione della BCE è stata interpretata come una misura precauzionale intesa a mantenere la stabilità dei prezzi nel medio periodo e sfruttare al meglio il potenziale di crescita dell'economia dell'area.

## **FASE 2: UN AUMENTO DEI TASSI SI RENDE NECESSARIO PER CONTENERE LE SPINTE INFLAZIONISTICHE (DA METÀ 1999 A FINE 2000)**

Nel periodo in esame, i prezzi hanno continuato a subire le pressioni al rialzo a breve termine esercitate dai bruschi aumenti dei prezzi petroliferi e dall'incremento generalizzato di quelli all'importazione, che in entrambi i casi hanno raggiunto, alla fine del 2000, livelli non osservati dagli inizi degli anni novanta. Poiché questi aumenti sono risultati più ampi e duraturi di quanto anticipato, i rischi di effetti indiretti e di secondo impatto sull'inflazione al consumo tramite il processo di formazione dei salari sono aumentati considerevolmente in un contesto di robusta crescita economica. I timori sono stati accentuati dagli andamenti del tasso di cambio dell'euro. La tendenza al ribasso della valuta europea è proseguita in questo periodo, accelerando in particolare nella seconda metà del 2000, quando è risultata sempre meno in linea con i solidi andamenti delle variabili economiche fondamentali dell'area. Di conseguenza, l'orientamento dei rischi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo si è spostato verso l'alto.

Agli inizi del 2000 l'attività economica dell'area dell'euro ha registrato sostenuti ritmi di espansione, che erano destinati a perdurare in presenza di condizioni esterne favorevoli. Ad alimentare l'ottimismo degli investitori è stato in particolare il forte dinamismo dell'economia mondiale nella prima metà dell'anno, specie nei settori della "nuova economia"; ottimismo che si è tradotto nei picchi registrati in quello stesso periodo dagli indici azionari nelle principali economie, compresa l'area dell'euro.

Sul piano dell'analisi monetaria, il protrarsi di un'espansione monetaria superiore al valore di riferimento ha segnalato in misura crescente, nel corso del 1999 e agli inizi del 2000, rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi a medio-lungo termine. Nonostante un graduale rallentamento nell'estate del 2000, i dati disponibili hanno continuato a confermare i rischi di spinte al rialzo sull'inflazione in un contesto di crescita economica ancora robusta. Nel complesso, ad eccezione dei primi mesi del 1999, questo segnale è risultato sostanzialmente in linea con quello ricavato dall'analisi economica.

A fronte di questo progressivo aumento delle spinte inflazionistiche, era chiaro che i rischi al ribasso per la stabilità dei prezzi individuati al momento della riduzione dei tassi della BCE nell'aprile del 1999 erano venuti meno. Alla luce dei rischi al rialzo rilevati sia dall'analisi economica, sia da quella monetaria, il Consiglio direttivo ha aumentato i tassi di riferimento di complessivi 225 punti base in una serie di incrementi attuati fra novembre del 1999 e ottobre del 2000, quando il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema è stato pari al 4,75 per cento.

## **FASE 3: I TASSI DI RIFERIMENTO DELLA BCE SONO CORRETTI AL RIBASSO (DA INIZI 2001 A METÀ 2003)**

In questo periodo, il Consiglio direttivo ha abbassato i tassi d'interesse di riferimento della BCE di complessivi 275 punti base. A giugno del 2003 il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema ha raggiunto il minimo storico del 2 per cento, il livello più basso registrato dai tassi di interesse in Europa dal secondo dopoguerra. Gli interventi

...i tassi di riferimento della BCE vengono ridotti ad aprile del 1999

L'aumento delle pressioni sui prezzi...

...in un contesto di sostenuta crescita economica...

...e di perdurante espansione monetaria...

...ha determinato un innalzamento dei tassi della BCE fra novembre del 1999 e ottobre del 2000

La BCE abbassa i tassi di riferimento a minimi storici

al ribasso sono stati effettuati al fine di mantenere l'inflazione misurata sullo IAPC su livelli inferiori, ma prossimi, al 2 per cento nel medio periodo. Il Consiglio direttivo ha risposto così al prolungato calo delle spinte inflazionistiche, innescato dal peggioramento delle prospettive di crescita risultante dai gravi shock che avevano colpito l'economia mondiale e i mercati finanziari internazionali. Più di tutto, sono stati gli attacchi terroristici dell'11 settembre 2001 negli Stati Uniti ad accrescere l'incertezza economica e ad incidere negativamente sul clima di fiducia. Queste circostanze rischiavano non solo di amplificare l'andamento calante dell'attività economica, ma anche di danneggiare gravemente il funzionamento dei mercati finanziari.<sup>5)</sup>

Dal lato dei prezzi, l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è ulteriormente aumentata nel 2000 e nella prima metà del 2001, nonostante il marcato calo dei corsi petroliferi e il sensibile apprezzamento dell'euro nei confronti delle principali valute. Il rafforzamento della moneta europea ha fatto seguito ad alcuni interventi concertati di banche centrali, attuati sul mercato dei cambi tra settembre e novembre del 2000. Nella prima metà del 2001 il tasso di incremento dell'inflazione è salito dal 2,0 per cento di gennaio a un massimo del 3,1 per cento in maggio. All'aumento hanno contribuito principalmente il netto rincaro sia dei beni energetici, sia degli alimentari non trasformati, connesso quest'ultimo con le epidemie che hanno colpito gli allevamenti di animali in diversi paesi dell'area. Questi incrementi hanno comportato rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi a medio termine, confermati peraltro dalle proiezioni macroeconomiche per l'inflazione al consumo degli esperti dell'Eurosistema e della BCE che in quel periodo sono state riviste significativamente al rialzo.

Le pressioni sui prezzi  
si attenuano...

Col tempo, tuttavia, i timori di effetti di secondo impatto sono gradualmente venuti meno in ragione del progressivo deteriorarsi delle prospettive per l'economia dell'area. Questo peggioramento segnalava una certa moderazione delle pressioni inflazionistiche esercitate dalla domanda interna e una diminuzione dei rischi per la stabilità dei prezzi provenienti dalla dinamica dei salari; difatti, verso la fine del 2001, le pressioni a breve termine si sono ridotte e l'inflazione al consumo è diminuita. Nel 2001 e nel 2002 l'inflazione al consumo è stata in media del 2,3 e del 2,2 per cento rispettivamente, contro il 2,1 per cento nel 2000. Questo quadro è rimasto sostanzialmente invariato nella prima metà del 2003, con un'inflazione al consumo mantenutasi al di sopra del 2 per cento. Allo stesso tempo ci si attendeva che le spinte inflazionistiche venissero attenuate dal debole ritmo di crescita economica e dal significativo apprezzamento registrato dall'euro dalla primavera del 2002. In effetti, a giugno del 2003 vi erano motivi di ritenere che l'inflazione misurata sullo IAPC raggiungesse a medio termine livelli ben inferiori al 2 per cento. Questo quadro generale emergeva altresì dalle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema di giugno 2003 e dalle previsioni elaborate da altre istituzioni internazionali nel secondo trimestre dello stesso anno.

...di riflesso  
a una decelerazione  
della crescita...

Confermando alcune indicazioni preliminari emerse dalla fine del 2000 di un possibile contributo negativo del rincaro del petrolio alla crescita nell'area dell'euro, l'attività economica della regione si è moderata nel corso del 2001. In seguito agli attacchi dell'11 settembre è divenuto sempre più evidente che la decelerazione si sarebbe protratta più del previsto. Stando alle attese, la domanda esterna sarebbe calata ulteriormente e il rilancio di quella interna sarebbe stato probabilmente rallentato dalla forte incertezza generata dagli attacchi terroristici. Agli inizi del 2002, tuttavia, una moderata ripresa economica si è delineata nell'area dell'euro. Ha poi perso slancio nel corso dell'anno soprattutto a causa delle rinnovate turbolenze nei mercati finanziari

5) Al fine di rispondere tempestivamente alle circostanze straordinarie create da questo shock, il 17 settembre 2001 il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre i tassi d'interesse di riferimento di 50 punti base. La decisione è stata adottata di concerto con il Federal Open Market Committee del Federal Reserve System degli Stati Uniti, che ha condotto un intervento analogo.



durante l'estate e dell'acuirsi delle tensioni geopolitiche nella seconda metà dell'anno, che hanno inciso negativamente sui prezzi del greggio e sul clima di fiducia.

Per l'insieme del 2002, l'espansione economica dell'area è risultata piuttosto debole: la crescita sui dodici mesi del PIL in termini reali è stata solo dello 0,9 per cento, contro l'1,6 nel 2001, mantenendosi pertanto al disotto del livello potenziale in entrambi gli anni. Nel 2003 questo profilo di crescita non si è modificato in misura sostanziale. Nella prima metà dell'anno l'incremento del PIL reale ha registrato una stagnazione, di riflesso all'acuirsi delle tensioni geopolitiche connesse con la situazione in Iraq e all'incertezza prevalente sui mercati finanziari. In questo contesto, i rischi per le prospettive di crescita sono rimasti orientati verso il basso.

Riguardo all'analisi monetaria, la crescita sui dodici mesi di M3 ha segnato una lieve moderazione nel 2000 e agli inizi del 2001, per poi accelerare notevolmente dalla metà del 2001. Non si è ritenuto tuttavia che l'aumento comportasse rischi per la stabilità dei prezzi su orizzonti medio-lunghi per diversi motivi. In primo luogo, l'incremento di M3 andava in parte ricondotto al maggiore fabbisogno di liquidità degli operatori economici per far fronte ai precedenti rincari dei prodotti energetici e alimentari. In secondo luogo, l'inclinazione relativamente piatta della curva dei rendimenti allora prevalente e il connesso basso costo opportunità di detenere moneta avevano reso più interessanti gli strumenti monetari a breve termine rispetto a quelli più rischiosi a lungo termine. Hanno infine influito in modo determinante sulle incertezze relative all'interpretazione degli andamenti monetari le ingenti ricomposizioni di portafoglio degli investitori privati, che hanno preferito le attività monetarie liquide e sicure comprese in M3 alle azioni e altre attività finanziarie a più lungo termine. Gli investitori sembravano così rispondere, in un'ottica di risparmio precauzionale, al perdurare del clima di incertezza a seguito della correzione dei mercati azionari mondiali dalla primavera del 2000 e degli eventi dell'11 settembre 2001. Data l'entità e la natura senza precedenti di queste ricomposizioni di portafoglio, la loro interpretazione è stata caratterizzata da un grado di incertezza insolitamente elevato.

Nel complesso il Consiglio direttivo ha individuato in queste ricomposizioni un fenomeno temporaneo che, pur se potenzialmente prolungato, si sarebbe gradualmente riassorbito una volta normalizzata la situazione economica, finanziaria e geopolitica. Questa valutazione era confortata dal perdurare rallentamento della crescita sui dodici mesi dei prestiti al settore privato, in particolare alle società non finanziarie, nel contesto di un'attività economica piuttosto modesta. In questa fase, pertanto, il segnale di *policy* derivante dall'analisi monetaria è risultato poco chiaro. Da un lato, tenendo conto delle riallocazioni di portafoglio, la vivace dinamica di M3 non pareva comportare spinte inflazionistiche nel medio-lungo periodo. Dall'altro, la crescita di M3 corretta per l'impatto stimato delle ricomposizioni rimaneva alquanto sostenuta, implicando quindi rischi al rialzo per l'interpretazione delle dinamiche monetarie e, di conseguenza, per le prospettive sull'andamento dei prezzi a medio-lungo termine. Questa indicazione è risultata particolarmente importante nel 2002 e nel 2003, quando il delinearsi di rischi deflazionistici nell'area dell'euro è stato oggetto di dibattito.<sup>6)</sup>

#### FASE 4: LA BCE LASCIA INVARIATI I TASSI DI RIFERIMENTO (DA METÀ 2003 A FINE 2005)

Da giugno del 2003 il Consiglio direttivo ha lasciato invariati i tassi di riferimento per due anni e mezzo e il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali è rimasto sul livello storicamente basso del 2,0 per cento.

...mentre la domanda di attività liquide si accresce in un contesto di forte incertezza

La BCE lascia invariati i tassi di riferimento per due anni e mezzo

6) In proposito è importante rilevare che le ricomposizioni di portafoglio registrate in questo periodo possono essere altresì interpretate come un segno di fiducia nel settore bancario europeo, fuggendo così i timori di un'eventuale deflazione da debiti nell'area dell'euro.

**Le spinte provenienti dai prezzi interni sono contenute**

Sul fronte dei prezzi, nella seconda metà del 2003, il calo dell'inflazione misurata sullo IAPC è risultato meno rapido e consistente di quanto atteso. All'origine dell'andamento vi sono stati in larga parte gli andamenti sfavorevoli dei prezzi degli alimentari e i corsi petroliferi maggiori del previsto, sebbene questi ultimi fossero stati compensati dall'apprezzamento dell'euro. Tra la fine del 2003 e gli inizi del 2004 ha contribuito all'inflazione anche l'aumento delle imposte indirette e dei prezzi amministrati. Malgrado il forte rincaro delle materie prime e dell'energia e considerata la crescita economica in recupero ma ancora relativamente modesta, le spinte inflazionistiche di fondo interne all'area sono rimaste contenute per tutto il 2004 e la maggior parte del 2005. In particolare, la dinamica dei salari è rallentata in questo periodo. Nonostante ciò, nel 2005 l'inflazione complessiva ha continuato a collocarsi su livelli moderatamente elevati, soprattutto per via dei forti rincari dei beni energetici e, in misura minore, dell'aumento dei prezzi amministrati e delle imposte indirette. Per l'insieme del 2005 il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC è stato del 2,2 per cento, un livello lievemente superiore al 2,1 per cento registrato nei due anni precedenti. Con l'avanzare dei mesi, l'analisi economica ha messo in evidenza un rafforzarsi dei rischi al rialzo, specie in relazione ai potenziali effetti di secondo impatto sulla formazione dei salari e dei prezzi risultanti dal rincaro del greggio.

**La ripresa economica è in atto**

Con riferimento all'attività economica, il quadro generale è migliorato durante la seconda metà del 2003, quando le esportazioni dell'area hanno registrato un significativo aumento grazie al rinnovato dinamismo dell'economia mondiale. Sebbene nello stesso periodo la domanda interna sia rimasta debole, i presupposti per una sua ripresa sembravano sussistere, non da ultimo grazie al basso livello dei tassi di interesse e alle condizioni di finanziamento generalmente favorevoli. Inoltre, gli interventi di adeguamento volti a potenziare la produttività e la redditività nel settore delle imprese sostenevano le attese di un graduale recupero degli investimenti societari. L'insieme delle previsioni e delle proiezioni elaborate nella seconda metà del 2003, comprese le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema pubblicate a dicembre, indicavano globalmente un progressivo rafforzamento della crescita del PIL reale nel 2004 e nel 2005.

In effetti, la ripresa economica dell'area, che era iniziata nella seconda metà del 2003, è proseguita nel 2004 e nel 2005. Nella prima metà del 2004 l'incremento del PIL reale sul trimestre precedente è stato in media dello 0,5 per cento, il tasso più elevato dalla prima metà del 2000. Ha segnato poi una lieve moderazione nella seconda metà del 2004 e nella prima metà del 2005, in parte di riflesso all'aumento dei corsi petroliferi, a una temporanea decelerazione dell'economia mondiale e agli effetti ritardati del passato apprezzamento dell'euro. Malgrado la presenza di rischi al ribasso per la crescita connessi al clima di relativa sfiducia dei consumatori, agli squilibri mondiali e al livello elevato e variabile delle quotazioni petrolifere, si è ritenuto che continuassero ad esserci i presupposti per un rafforzamento dell'attività. Dal lato esterno, la vigorosa espansione economica mondiale ha ulteriormente sostenuto le esportazioni dell'area dell'euro; da quello interno, le condizioni di finanziamento molto favorevoli, la vivace dinamica degli utili societari e le ristrutturazioni aziendali hanno creato un contesto favorevole per gli investimenti. Si prevedeva che la crescita dei consumi privati sarebbe stata stimolata dall'atteso aumento del reddito disponibile in termini reali, nel contesto di un'accelerazione dell'occupazione e di una riduzione dell'inflazione. Difatti, nella seconda metà del 2005 l'espansione dell'attività economica nell'area dell'euro ha riacquisito slancio.

**La dinamica monetaria si è moderata nel 2003 e agli inizi del 2004...**

Sul piano dell'analisi monetaria, l'incertezza economica e finanziaria ha iniziato a ridursi e le scelte di portafoglio a normalizzarsi, soprattutto in risposta agli sviluppi della situazione irachena fino a metà del 2003. Con l'inversione delle passate riallocazioni di portafoglio a favore

di attività monetarie, la crescita sui dodici mesi di M3 si è pertanto notevolmente moderata fra la metà del 2003 e la metà del 2004. Nondimeno, coerentemente con un'interpretazione simmetrica dell'impatto di queste ricomposizioni sul segnale di *policy* ricavato dagli andamenti della moneta, si è ritenuto che questo rallentamento dell'aggregato complessivo M3 non implicasse un'attenuazione delle spinte inflazionistiche a medio-lungo termine. È stato invece interpretato come un elemento di conferma, dal lato della moneta, di un graduale ritorno dell'incertezza e dell'avversione al rischio su livelli storicamente normali. Infatti, durante questo periodo la serie di M3 corretta per l'impatto stimato delle riallocazioni di portafoglio ha continuato a crescere a un tasso sostenuto e in lieve aumento, avvalorando l'idea che la notevole decelerazione complessiva di M3 non riflettesse l'andamento del tasso di espansione di fondo. Nella seconda metà del 2003 è inoltre aumentata la crescita sui dodici mesi dei prestiti al settore privato.

Nel corso del 2004 l'analisi monetaria ha fornito indicazioni di un'ulteriore inversione delle ricomposizioni di portafoglio, anche se a ritmi inferiori a quelli presumibili sulla scorta dei profili storici di riassorbimento delle disponibilità liquide accumulate. Nonostante ciò, la crescita complessiva di M3 è aumentata dalla metà del 2004 e si è ulteriormente rafforzata nel 2005, facendo emergere dalla sua valutazione crescenti rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo. In particolare, la sostenuta espansione di moneta e credito da metà del 2004 ha riflesso l'effetto di stimolo derivante dai livelli all'epoca molto contenuti dei tassi d'interesse nell'area dell'euro e, successivamente, il rinnovato dinamismo dell'economia dell'area, più che le riallocazioni di portafoglio del periodo 2001-2003. La sostenuta dinamica monetaria ha accresciuto ulteriormente la liquidità già abbondante nell'area dell'euro, segnalando di conseguenza crescenti rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi a medio-lungo termine.

...per riacquistare vigore  
a partire da metà 2004

#### **FASE 5: L'ORIENTAMENTO ACCOMODANTE DELLA POLITICA MONETARIA VIENE GRADATAMENTE RIMOSSO (DA FINE 2005)**

Dalla fine del 2005 il Consiglio direttivo ha innalzato i tassi d'interesse di riferimento della BCE di complessivi 200 punti base, portando il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema al 4 per cento alla fine di giugno 2007. Questa correzione dell'orientamento accomodante della politica monetaria è stata necessaria per contrastare i rischi per la stabilità dei prezzi emersi sia dall'analisi economica, sia da quella monetaria. Rileva peraltro notare che quest'ultima ha avuto un ruolo significativo quando, a dicembre del 2005, il Consiglio direttivo ha iniziato ad aumentare gradatamente i tassi di riferimento. In quel momento infatti essa segnalava chiaramente la presenza di rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi a medio-lungo termine, mentre gli indicatori e i segnali forniti dall'analisi economica risultavano piuttosto contrastanti. Nel complesso, la progressiva rimozione dell'orientamento accomodante della politica monetaria è avvenuta in un contesto caratterizzato da una solida crescita economica e dal perdurare di una forte espansione della moneta e del credito nell'area dell'euro.

Rimozione dell'orientamento  
accomodante della politica  
monetaria

Per quanto concerne i prezzi, il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC è stato in media del 2,2 per cento nel 2006 e del 2,1 nel 2007, alimentato soprattutto dalla domanda interna. In entrambi gli anni, l'inflazione complessiva ha registrato variazioni significative, dovute in larga parte agli andamenti del greggio. Nel 2006, dopo aver evidenziato una tendenza crescente fino ad agosto, principalmente di riflesso al netto rincaro dei beni energetici, l'inflazione è scesa al di sotto del 2 per cento nei restanti mesi dell'anno, soprattutto per effetto della notevole flessione delle quotazioni petrolifere e di effetti base. Fino al terzo trimestre del 2007, l'evoluzione dei tassi di inflazione è stata coerente con la definizione della BCE di stabilità dei prezzi, in parte grazie agli effetti base favorevoli connessi agli andamenti dei prezzi dell'energia osservati l'anno precedente.

**L'inflazione segna  
un'accelerazione...**

Verso la fine del 2007 e agli inizi del 2008, per contro, l'inflazione sui dodici mesi è salita bruscamente su livelli significativamente superiori al 2 per cento, sospinta in larga misura dai significativi aumenti dei prezzi internazionali del petrolio e dei beni alimentari nella seconda metà del 2007. Le forti pressioni al rialzo di breve periodo sui prezzi si sono intensificate, in particolare, dal quarto trimestre del 2007. Nonostante questi shock sui prezzi, durante l'intera fase la dinamica salariale è stata piuttosto moderata e le aspettative di inflazione a medio-lungo termine sono rimaste ancorate a livelli coerenti con la stabilità dei prezzi, pur in un contesto economico favorevole e in presenza di condizioni più tese nel mercato del lavoro. Sebbene ciò abbia contribuito a contenere le spinte inflazionistiche, i rischi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo sono rimasti chiaramente orientati al rialzo. Fra questi rischi vi erano l'eventualità di ulteriori rincari del greggio e dei prodotti agricoli (in particolare a fine 2006 e nel 2007), un innalzamento dei prezzi amministrati e delle imposte indirette superiore a quello previsto, nonché il possibile rafforzamento del potere di determinazione dei prezzi delle imprese, in particolare nei settori protetti dalla concorrenza. Ma i fattori che fundamentalmente ponevano notevoli rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi erano il possibile configurarsi di dinamiche salariali più vivaci del previsto e, soprattutto, di effetti di secondo impatto nella formazione dei salari e dei prezzi, risultanti dal rincaro delle materie prime e dagli elevati livelli dell'inflazione complessiva.

**...mentre la crescita economica  
resta sostenuta e...**

Nella prima metà del 2006 l'espansione economica ha acquisito slancio, diventando gradualmente più generalizzata e meno dipendente dall'impulso esterno, soprattutto grazie all'effetto di traino della domanda interna. Nonostante l'impatto dei corsi petroliferi elevati e volatili, nel 2006 il PIL in termini reali è aumentato del 2,8 per cento, contro l'1,6 e il 2,1 rispettivamente nel 2005 e nel 2004. Nel 2007, il ritmo di espansione dell'attività economica è rimasto sostenuto. Il PIL reale è cresciuto del 2,7 per cento, sospinto principalmente dalla domanda interna. Gli investimenti sono rimasti dinamici, sostenuti dalle favorevoli condizioni di finanziamento, dai cospicui utili societari e dai costanti guadagni di efficienza delle imprese resi possibili dai processi di ristrutturazione che da tempo interessavano questo settore. Nella seconda metà del 2007, tuttavia, le prospettive per l'attività economica sono state offuscate da un grado di incertezza insolitamente elevato, dovuto alla difficoltà di verificare l'impatto potenziale sull'economia reale delle turbolenze finanziarie scoppiate in agosto. Al tempo stesso le variabili economiche fondamentali dell'area dell'euro sono rimaste solide, evidenziando una redditività delle imprese vigorosa, una robusta crescita dell'occupazione e un calo del tasso di disoccupazione al 7,4 per cento, un livello non osservato da venticinque anni. L'orientamento dei rischi per le prospettive di crescita si è spostato verso il basso.

**...l'espansione monetaria  
molto vigorosa**

La verifica incrociata con l'analisi monetaria ha confermato il prevalere di rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi su orizzonti di medio-lungo periodo. In questa fase, l'espansione degli aggregati monetari e creditizi è rimasta molto vigorosa, sostenuta dal perdurare di una forte crescita dei prestiti bancari al settore privato. In una prospettiva a medio termine, il marcato dinamismo della moneta e del credito ha riflesso la tendenza al rialzo dell'espansione monetaria di fondo iniziata a metà del 2004. Ciò ha contribuito ad aumentare ulteriormente l'accumulo di liquidità che, in un contesto di prolungata forte crescita della moneta e del credito, ha segnalato rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi a medio-lungo termine. Il Consiglio direttivo ha quindi continuato a seguire con particolare attenzione gli andamenti monetari, anche nell'ottica di comprendere meglio la risposta a brevissimo termine delle istituzioni finanziarie, delle famiglie e delle imprese alle tensioni sui mercati finanziari nella seconda metà del 2007. Finora non sono emerse evidenze rilevanti che queste ultime abbiano inciso in modo sostanziale sulla complessiva dinamica di crescita della moneta e del credito.

## I RISULTATI DELLA POLITICA MONETARIA DELLA BCE IN TERMINI DI STABILITÀ DEI PREZZI

È già quasi un decennio che l'euro è stato introdotto come valuta ufficiale, conquistandosi l'apprezzamento sia degli ormai 320 milioni di cittadini dell'area, che hanno fiducia nella sua stabilità, sia dei mercati finanziari internazionali, in cui è ampiamente accettato e utilizzato (cfr. capitolo 5). Dalla sua introduzione i prezzi sono stati relativamente stabili: in media, il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC si è collocato lievemente al di sopra del 2 per cento, evidenziando un livello significativamente inferiore ai tassi medi prevalsi nella maggior parte dei paesi appartenenti all'area dell'euro nei decenni precedenti l'Unione monetaria (cfr. capitolo 4). Anche la volatilità dell'inflazione è stata molto più contenuta.

Inoltre, la BCE è stata in grado di ancorare in modo duraturo le aspettative di inflazione a lungo termine alla sua definizione di stabilità dei prezzi (cfr. figura 10), come confermano le misure ricavate dai rendimenti delle obbligazioni indicizzate all'inflazione e dalle indagini (le *Consensus Economics Forecasts* e la *Survey of Professional Forecasters* della BCE). Questo saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione dei settori privati influisce positivamente sul regolare funzionamento della politica monetaria, nonché sulla credibilità e sulla capacità della BCE di mantenere la stabilità dei prezzi nel medio periodo. La notevole stabilità mostrata dalle aspettative di inflazione risulta ancor più rilevante se si considera la successione di forti shock al rialzo sui prezzi registrata nel periodo considerato, in particolare il rialzo pressoché ininterrotto delle quotazioni petrolifere (da circa 10 dollari al barile nel 1999 a un massimo di quasi 120 dollari nel 2008), l'impennata dei prezzi internazionali dei beni alimentari e, dal lato interno, gli incrementi quasi sistematici delle imposte indirette e di importanti prezzi amministrati nella maggior parte dei paesi dell'area.

In sintesi, il Consiglio direttivo della BCE, basandosi sulla regolare analisi economica e monetaria condotta nel quadro della sua strategia di politica monetaria orientata al medio periodo, ha rispettato pienamente l'impegno, assunto in virtù del mandato attribuitogli dal Trattato, di conseguire la stabilità dei prezzi a medio termine nell'insieme dell'area dell'euro.

Evitando frequenti adeguamenti dell'orientamento della politica monetaria, la BCE ha evitato che questa divenisse una fonte aggiuntiva di incertezza in un contesto economico già incerto. Ciò ha senz'altro contribuito a stabilizzare le aspettative di inflazione a medio-lungo termine su un livello coerente con la stabilità dei prezzi.

## TRASPARENZA, RESPONSABILITÀ PER IL PROPRIO OPERATO E COMUNICAZIONE

Per potenziare l'efficacia del proprio operato, sin dall'inizio la BCE ha posto l'accento su una comunicazione trasparente e tempestiva, tanto agli operatori del mercato finanziario quanto al pubblico in generale, delle decisioni di politica monetaria e delle motivazioni economiche alla base di queste. Ciò ha contribuito ad ancorare le aspettative di inflazione, anche nelle fasi in cui tendono ad aumentare.

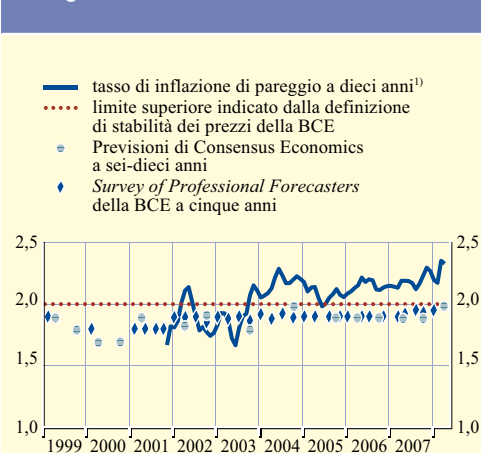
L'euro, una valuta stabile

Un duraturo ancoraggio delle aspettative di inflazione...

...tramite un orientamento a medio termine...

...e una comunicazione chiara

Figura 10 Aspettative di inflazione a lungo termine



Fonti: Consensus Economics e BCE.

1) I tassi di inflazione di pareggio derivati da obbligazioni indicizzate all'inflazione rilevano principalmente le aspettative di inflazione e i premi per il rischio di inflazione.

La maggiore trasparenza  
rende più efficace la politica  
monetaria...

Nel complesso la combinazione di una comunicazione e di un processo decisionale chiaro, ha aiutato il pubblico a capire le decisioni di politica monetaria adottate dalla BCE nel quadro della strategia annunciata pubblicamente. Ha permesso inoltre ai mercati finanziari di comprendere meglio il profilo sistematico della risposta della BCE agli andamenti economici e agli shock, e quindi di anticipare con maggiore precisione l'indirizzo generale della politica monetaria nel medio periodo, rendendo le decisioni più prevedibili.

Oggigiorno, la trasparenza è considerata un aspetto fondamentale dell'attività di una banca centrale, poiché contribuisce a potenziare la credibilità e l'efficacia della politica monetaria in diversi modi. In primo luogo, la trasparenza riguardo agli obiettivi e alla maniera in cui la banca centrale intende conseguirli concorre a rafforzare la credibilità di quest'ultima. Ciò accresce la sua capacità di controllare le aspettative di inflazione a lungo termine e, di conseguenza, a influire su un processo di determinazione di salari e prezzi coerente con la stabilità dei prezzi. In altri termini, una politica monetaria credibile può far sì che l'inevitabile impatto iniziale esercitato da un aumento dei prezzi, ad esempio un rincaro dei corsi petroliferi, non abbia effetti di secondo impatto sui salari e sui prezzi che, in ultima istanza, potrebbero tradursi in un incremento generalizzato dell'inflazione.

...ne accresce la prevedibilità...

Inoltre, la trasparenza riguardo alla strategia di politica monetaria della banca centrale e alla sua valutazione della situazione economica accresce la capacità degli operatori di anticipare il corso futuro della politica monetaria, il che a sua volta concorre a ridurre la volatilità nei mercati finanziari e ad aumentare l'influenza della banca centrale sui tassi di interesse a lungo termine. Infine, un fermo impegno a favore della trasparenza impone disciplina ai responsabili della politica monetaria, garantendo che le loro decisioni e spiegazioni siano pienamente coerenti con il proprio mandato.

La capacità dei mercati finanziari di prevedere le manovre di politica monetaria è complessivamente aumentata nell'ultimo decennio.<sup>7)</sup> Questo sviluppo avvalorava l'opinione secondo cui l'approccio trasparente adottato da molte banche centrali ha migliorato la comprensione della politica monetaria da parte dei mercati. Il fatto che nell'ultimo decennio le aspettative di inflazione a lungo termine abbiano evidenziato un grado di stabilità senza precedenti nei diversi paesi fa ritenere che la trasparenza abbia altresì contribuito ad ancorare le aspettative di inflazione.

La banca centrale deve trovare un giusto equilibrio fra completezza e chiarezza della comunicazione, poiché non è possibile fornire una descrizione completamente esaustiva di tutti gli aspetti rilevanti ai fini della conduzione della politica monetaria restando, al contempo, chiari. Inoltre, essere trasparenti non significa limitarsi a diffondere informazioni, in quanto ciò non si traduce, di per sé, in una migliore comprensione della politica monetaria. Per potenziare l'efficacia complessiva di quest'ultima, occorre che le informazioni siano trasmesse al pubblico in modo adeguato. Pertanto, per sfruttare appieno i vantaggi della trasparenza, le banche centrali devono adottare un'opportuna strategia di comunicazione, volta ad assicurare che gli elementi utili alla comprensione della politica monetaria da parte del pubblico siano diffusi in modo aperto e tempestivo, ma al tempo stesso chiaro e univoco. Tutto ciò adattandosi di volta in volta ai diversi interlocutori, dal grande pubblico agli operatori del mercato finanziario.

...e rafforza  
la responsabilità a render  
conto del proprio operato

Anche l'impostazione data alla strategia di politica monetaria e i suoi elementi fondamentali rafforzano la trasparenza e la responsabilità a render conto del proprio operato. La definizione

7) Per una rassegna della letteratura empirica sulla prevedibilità della politica monetaria, cfr. Blattner, T., M. Catenaro, M. Ehrmann, R. Strauch e J. Turunen (2008), *The predictability of monetary policy*, Occasional Paper della BCE n. 83.



quantitativa della stabilità dei prezzi, in termini di incremento annuo dello IAPC, fornisce un parametro esplicito rispetto al quale il pubblico può valutare l'operato della BCE, contribuendo nel contempo ad ancorare le aspettative dei mercati. L'approccio basato sui due pilastri definisce un chiaro quadro di riferimento per il processo decisionale interno e l'attività di comunicazione esterna. Infine, la BCE condivide le informazioni scambiate in seno al Consiglio direttivo con il pubblico e spiega molto dettagliatamente le motivazioni economiche alla base delle sue decisioni.

La strategia di comunicazione deve inoltre rispecchiare il fatto che la banca centrale opera in un contesto complesso, incerto e in costante mutamento. Questi aspetti devono essere adeguatamente riportati dalla comunicazione esterna della strategia di politica monetaria. Considerati gli effetti che eventuali shock inattesi possono avere sull'economia e i lunghi e variabili ritardi con cui le manovre della banca centrale si trasmettono ai prezzi, risulta difficile prevedere con precisione in che momento, e talvolta persino in che direzione, una decisione sui tassi di interesse sarà adottata. Annunciando pubblicamente la sua strategia di politica monetaria e comunicando in modo trasparente la sua periodica valutazione degli andamenti economici, la BCE ha conseguito un elevato grado di prevedibilità, rendendo più efficace la politica monetaria (cfr. riquadro 2).

Nel quadro di una tendenza internazionale a favore di politiche di comunicazione più dettagliate e trasparenti da parte delle banche centrali, le dichiarazioni introduttive della BCE, tenute nel corso delle conferenze stampa mensili per spiegare le decisioni di politica monetaria immediatamente dopo la loro adozione, hanno segnato la strada verso una maggiore diffusione di informazioni in tempo reale.

#### Riquadro 2

##### PRINCIPALI STRUMENTI E CANALI DI COMUNICAZIONE DELLA BCE

Il fulcro della conferenza stampa tenuta dal Presidente e dal Vicepresidente al termine della prima riunione del mese del Consiglio direttivo è rappresentato dalla dichiarazione introduttiva, pronunciata dal Presidente a nome del Consiglio. Questa fornisce regolarmente una sintesi completa della valutazione degli andamenti economici e monetari rilevanti per la politica monetaria, indica l'orientamento di quest'ultima ed è strutturata sulla falsariga della strategia di politica monetaria della BCE. Subito dopo la dichiarazione introduttiva, una sessione di domande e risposte, cui partecipano rappresentanti dei mezzi di informazione dell'area dell'euro e di altri paesi, offre un'occasione per la presentazione tempestiva e imparziale delle decisioni di politica monetaria al pubblico. In sintesi, la conferenza stampa costituisce un mezzo efficace per presentare e spiegare, con grande tempestività, il dibattito che si svolge in seno al Consiglio direttivo e lo stesso processo decisionale della politica monetaria.

Oltre alla conferenza stampa mensile, un altro importante canale di comunicazione adottato dalla BCE è il *Bollettino mensile*. Quest'ultimo fornisce al pubblico e ai mercati finanziari un'analisi più dettagliata e accurata del contesto economico e degli andamenti monetari. Viene solitamente pubblicato una settimana dopo la riunione del Consiglio direttivo e riporta le informazioni di cui quest'ultimo disponeva al momento di adottare le sue decisioni di politica monetaria. Il *Bollettino mensile* contempla altresì articoli che offrono approfondimenti

sugli andamenti di lungo termine, su tematiche generali o sugli strumenti analitici usati dall'Eurosistema nell'ambito della strategia di politica monetaria.

Inoltre, quattro volte l'anno il Presidente della BCE si presenta dinanzi alla Commissione per gli affari economici e monetari del Parlamento europeo per spiegare le decisioni di politica monetaria della BCE e rispondere alle domande avanzate dai membri della Commissione. Queste audizioni sono aperte al pubblico e le trascrizioni sono successivamente pubblicate sui siti Internet del Parlamento europeo e della BCE. Anche altri membri del Comitato esecutivo della BCE sono sentiti dalla Commissione.

Per raggiungere destinatari diversi, i membri del Consiglio direttivo prendono parte a numerosi impegni e manifestazioni. Questi interventi e le interviste da loro rilasciate, nonché i discorsi pronunciati dai membri del Comitato esecutivo, sono strumenti altrettanto importanti per spiegare al pubblico i punti di vista della BCE.

### 3.3 L'ATTUAZIONE DELLA POLITICA MONETARIA

I tassi di interesse a breve termine del mercato monetario svolgono un ruolo importante nella trasmissione della politica monetaria. Controllando questi tassi, la politica monetaria influisce in maniera significativa sui tassi di interesse di mercato e, tramite diversi canali, sulle decisioni di spesa di imprese e famiglie, sugli andamenti monetari e, in ultima istanza, sul livello generale dei prezzi. Questa sezione spiega in che modo la BCE attua le decisioni di politica monetaria controllando i tassi di interesse del segmento a più breve termine del mercato monetario. Accenna inoltre alle principali sfide con cui l'Eurosistema si è confrontato nell'attuazione delle decisioni di politica monetaria dall'introduzione dell'euro.

#### LA SEPARAZIONE FRA POLITICA MONETARIA E GESTIONE DELLA LIQUIDITÀ

La determinazione dei tassi di riferimento della BCE

Per capire il funzionamento della gestione della liquidità della BCE, è utile fare una distinzione fra la determinazione dell'orientamento e l'effettiva attuazione della politica monetaria. Come spiegato nella sezione 3.1, la strategia di politica monetaria fornisce una struttura per organizzare le informazioni economiche rilevanti per l'adozione delle decisioni di politica monetaria. Difatti, è sulla scorta della regolare analisi economica e monetaria che il Consiglio direttivo decide il livello dei tassi d'interesse di riferimento della BCE più adatto al conseguimento dell'obiettivo della stabilità dei prezzi. Successivamente, spetta al Comitato esecutivo della BCE porre in essere tali decisioni. L'attuazione delle decisioni di politica monetaria consiste nell'orientare i tassi a breve del mercato monetario verso il livello deciso dal Consiglio direttivo. La fissazione dei tassi di riferimento, accompagnata dalla necessaria informativa in proposito, pur svolgendo un ruolo fondamentale per guidare gli operatori, non è sufficiente ad allineare i tassi a breve del mercato con quello di riferimento della BCE. Tale fine è infatti raggiunto anche attraverso la gestione della liquidità effettuata dall'Eurosistema tramite il proprio assetto operativo.

La gestione della liquidità

L'assetto operativo è l'insieme di strumenti e procedure tramite i quali l'Eurosistema attua le decisioni di politica monetaria, cioè manovra, come si è detto, i tassi di interesse a breve termine del mercato monetario. Strumentale al controllo dei tassi di mercato è anche il fatto che il sistema bancario dell'area dell'euro ha nel complesso un fabbisogno netto di liquidità, per soddisfare il quale dipende dal rifinanziamento presso l'Eurosistema. Quest'ultimo, mediante

le operazioni di mercato aperto, agisce quindi da fornitore di liquidità. In questo modo, l'Eurosistema gestisce l'ammontare di liquidità disponibile all'interno del settore bancario dell'area, così da creare condizioni di liquidità equilibrate e avvicinare il più possibile i tassi a breve del mercato monetario al livello deciso dal Consiglio direttivo.

Per riassumere, l'Eurosistema opera una netta distinzione fra la decisione di politica monetaria adottata dal Consiglio direttivo della BCE, da un lato, e la sua attuazione tramite gli strumenti di politica monetaria, dall'altro. Questa chiara separazione riduce il rischio che gli operatori economici interpretino erroneamente, come un segnale di politica monetaria dell'Eurosistema, l'eventuale volatilità dei tassi a breve del mercato innescata da fluttuazioni temporanee e impreviste della domanda e dell'offerta di liquidità. Essa si è rivelata di particolare importanza durante la fase di turbolenza finanziaria iniziata ad agosto del 2007, quando i tassi a breve del mercato hanno mostrato in talune occasioni un'elevata volatilità.

#### L'ASSETTO OPERATIVO PER L'ATTUAZIONE DELLA POLITICA MONETARIA

L'assetto operativo dell'Eurosistema per l'attuazione della politica monetaria si fonda sui principi definiti nel Trattato che istituisce la Comunità europea. L'articolo 105 stabilisce che, nel perseguire i suoi obiettivi, l'Eurosistema "(...) agisce in conformità del principio di un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza, favorendo un'efficiente allocazione delle risorse (...)".

Sono stati inoltre elaborati alcuni "principi guida" cui è improntato l'assetto operativo. Il più importante è l'efficienza operativa, che può essere definita come la capacità dell'assetto operativo di trasmettere le decisioni di politica monetaria nel modo più rapido e preciso possibile ai tassi a breve del mercato monetario. Altri importanti principi sono la parità di trattamento delle banche e l'armonizzazione delle regole e procedure nell'intera area dell'euro. Si è inoltre stabilito un principio di decentramento nell'attuazione della politica monetaria, in virtù del quale le operazioni di norma sono condotte tramite le BCN. Infine, l'assetto operativo deve informarsi ai principi di semplicità, trasparenza, sicurezza ed efficienza di costo.

Al fine di orientare i tassi di interesse a breve termine del mercato monetario verso il livello stabilito dal Consiglio direttivo, la BCE e l'Eurosistema dispongono di tre strumenti: 1) il sistema di riserva obbligatoria; 2) le operazioni di mercato aperto; 3) le operazioni su iniziativa delle controparti. Questi strumenti influiscono sull'ammontare di liquidità disponibile all'interno del settore bancario dell'area, che a sua volta si ripercuote sul livello dei tassi a breve del mercato<sup>8)</sup>. In questo contesto l'Eurosistema agisce come fornitore di liquidità e, attraverso l'assetto operativo, aiuta le banche a soddisfare il proprio fabbisogno di liquidità in modo regolare e ben organizzato.

1) Le banche devono poter disporre di un determinato ammontare di liquidità per soddisfare il fabbisogno generato dai cosiddetti "fattori autonomi di liquidità". Questi includono voci del bilancio dell'Eurosistema non collegate a strumenti di politica monetaria<sup>9)</sup>. Il più ampio dei fattori autonomi è rappresentato dalle banconote in circolazione. Le banche hanno bisogno di attività liquide anche per adempiere ai propri obblighi di riserva, rappresentati dal mantenimento di un ammontare minimo di fondi presso l'Eurosistema. Tali obblighi creano una domanda

La separazione  
fra orientamento e attuazione  
della politica monetaria

I principi guida  
dell'assetto operativo

Tre strumenti per controllare  
i tassi

Il fabbisogno di liquidità  
delle banche e gli obblighi  
di riserva

8) Per una descrizione esaustiva del quadro di riferimento dell'Eurosistema per la politica monetaria, cfr. BCE, *L'attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro* (aggiornato a settembre 2007).

9) Cfr. gli articoli *La gestione della liquidità da parte della BCE e L'esperienza dell'Eurosistema riguardo alle previsioni dei fattori autonomi e delle riserve in eccesso*, rispettivamente nei numeri di maggio 2002 e gennaio 2008 del *Bollettino mensile*.

strutturale di liquidità da parte del settore bancario dell'area. Per ciascun istituto, l'ammontare della riserva obbligatoria è determinato in relazione al suo bilancio. Attualmente, circa 6.000 banche sono soggette al sistema di riserva obbligatoria. Il fabbisogno di liquidità complessivo del settore bancario dell'area dell'euro si colloca in media intorno ai 450 miliardi di euro, di cui circa la metà è rappresentata attualmente dalla riserva dovuta.

La funzione principale del regime di riserva obbligatoria è stabilizzare i tassi del mercato monetario. L'obbligo di riserva deve essere soddisfatto in media nell'arco del periodo di mantenimento, il quale rappresenta la base temporale per calcolare l'assolvimento da parte delle banche di tale obbligo. Di norma il periodo di mantenimento inizia il martedì successivo alla riunione del Consiglio direttivo in cui è programmata la valutazione dell'orientamento della politica monetaria. Grazie a questo meccanismo di mobilitazione, le riserve detenute in un dato giorno del periodo di mantenimento possono, in linea di principio, compensare quelle detenute in qualsiasi altro giorno dello stesso periodo. Ciò significa che, durante il periodo, sono consentite variazioni del livello di riserve detenute e che le fluttuazioni giornaliere della liquidità sono attenuate. L'obbligo di riserva non comporta un costo per il settore bancario, poiché i fondi depositati sono remunerati dall'Eurosistema in base alla media dei tassi marginali applicati alle operazioni di rifinanziamento principali nel periodo di mantenimento.

2) Le operazioni di mercato aperto rappresentano lo strumento principale per la gestione della liquidità del settore bancario dell'area e il controllo dei tassi di interesse a breve termine del mercato monetario. Esse sono condotte in maniera decentrata: la BCE assicura il coordinamento e le BCN effettuano materialmente le operazioni.

L'Eurosistema si avvale di tre tipi di operazioni: le operazioni di rifinanziamento principali (ORP), le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) e le operazioni di regolazione puntuale, o *fine-tuning* (cfr. tavola 1).

Tramite le ORP e le ORLT, l'Eurosistema presta fondi alle banche. Queste operazioni di prestito hanno sempre scadenza breve e determinata e sono condotte a fronte del versamento di

**Tavola 1 Operazioni di mercato aperto e operazioni attivabili su iniziativa delle controparti**

| Operazioni di politica monetaria                      | Tipi di transazioni     |                                          | Scadenza           | Frequenza                               |
|-------------------------------------------------------|-------------------------|------------------------------------------|--------------------|-----------------------------------------|
|                                                       | Immissione di liquidità | Assorbimento di liquidità                |                    |                                         |
| Operazioni di mercato aperto                          |                         |                                          |                    |                                         |
| Operazioni di rifinanziamento principali              | Operazioni temporanee   | –                                        | Una settimana      | Settimanale                             |
| Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine     | Operazioni temporanee   | –                                        | Tre mesi           | Mensile                                 |
| Operazioni di regolazione puntuale                    | Operazioni temporanee   | Raccolta di depositi a tempo determinato | Non standardizzata | Non regolare                            |
| Operazioni attivabili su iniziativa delle controparti |                         |                                          |                    |                                         |
| Operazioni di rifinanziamento marginale               | Operazioni temporanee   | –                                        | Overnight          | Accesso a discrezione delle controparti |
| Operazioni di deposito presso la banca centrale       |                         | Depositi                                 | Overnight          | Accesso a discrezione delle controparti |

garanzie volte a tutelare l'Eurosistema contro il rischio finanziario (cfr. riquadro 3). Su base giornaliera, l'Eurosistema eroga in media un totale di circa 450 miliardi di euro al settore bancario dell'area tramite le operazioni di mercato aperto. Le operazioni dell'Eurosistema comportano volumi di gran lunga superiori rispetto a quelle delle altre maggiori banche centrali.

Le ORP e le ORLT sono effettuate a scadenze regolari. Le prime sono condotte su base settimanale mediante una procedura d'asta a tasso variabile, con tasso minimo di offerta e scadenza a una settimana. In un'asta a tasso variabile con tasso minimo di offerta, le banche possono presentare le proprie richieste offrendo diversi tassi di interesse, pari o superiori al tasso minimo di offerta preannunciato. Le offerte che presentano i tassi più elevati vengono soddisfatte per prime, seguite in ordine decrescente dalle altre, fino a esaurimento del volume da aggiudicare. Il tasso a cui si esaurisce l'importo complessivo offerto rappresenta il tasso marginale e le offerte presentate a questo tasso sono soddisfatte *pro quota*. Le ORLT sono condotte su base mensile mediante aste a tasso variabile semplice e hanno scadenza a tre mesi. Diversamente dalle ORP, l'ammontare di liquidità erogato tramite le ORLT è stabilito in anticipo. In queste operazioni, l'Eurosistema agisce in modo da non influenzare il tasso di interesse. Il numero di istituti che possono partecipare alle ORP e alle ORLT, nell'ordine di 1.700, è piuttosto ampio se confrontato con l'assetto operativo delle altre principali banche centrali.

Le operazioni di regolazione puntuale non sono uno strumento utilizzato regolarmente per la creazione o l'assorbimento di liquidità, ma vengono condotte quando necessario. Per consentire flessibilità e rapidità nella loro esecuzione, la scadenza e la frequenza di tali operazioni non sono standardizzate, ma possono essere adeguate alle circostanze. Poiché queste aste devono essere eseguite rapidamente (normalmente entro 90 minuti dall'annuncio) solo un numero limitato di banche vi può partecipare (attualmente sono circa 130). Le operazioni di regolazione puntuale hanno lo scopo di attenuare gli effetti sui tassi di interesse di fluttuazioni impreviste della liquidità nel settore bancario.

3) L'Eurosistema mette inoltre a disposizione delle banche due operazioni attivabili su iniziativa delle controparti: le operazioni di rifinanziamento marginale e i depositi presso la banca centrale (cfr. tavola 1). Queste operazioni formano un corridoio (tipicamente  $\pm 100$  punti base) intorno al tasso minimo di offerta, limitando in tal modo la volatilità del tasso di interesse *overnight* (tasso di interesse a breve termine del mercato monetario). Le operazioni di rifinanziamento marginale, che delimitano il limite massimo del corridoio, possono essere utilizzate dalle banche per ottenere liquidità *overnight* a fronte di garanzie idonee. I depositi presso la banca centrale definiscono invece il limite inferiore del corridoio e le banche possono servirse ne per costituire depositi *overnight* presso l'Eurosistema.

#### Riquadro 3

##### IL SISTEMA DELLE GARANZIE DELL'Eurosistema

In linea con la prassi delle banche centrali di tutto il mondo, l'Eurosistema conduce le sue operazioni di finanziamento a fronte di adeguate garanzie per tutelarsi contro il rischio di perdite. Allo stesso tempo, il sistema delle garanzie deve prevedere che un ampio numero di banche possa disporre di un ventaglio sufficiente di strumenti, in modo che l'ammontare di liquidità ritenuto necessario possa essere erogato. Per questo motivo, l'Eurosistema accetta

**Le operazioni attivabili su iniziativa delle controparti come corridoio per i tassi d'interesse a breve termine**

in garanzia una vasta gamma di attività<sup>1)</sup>. Di recente, questa caratteristica del sistema delle garanzie dell'Eurosistema ha guadagnato un diffuso apprezzamento, essendo stata un fattore di stabilizzazione durante la fase di forte volatilità che ha colpito i mercati finanziari. In effetti, ha assicurato che le banche disponessero di garanzie sufficienti per partecipare alle operazioni di mercato aperto dell'Eurosistema. Questo riquadro presenta a grandi linee il sistema delle garanzie dell'Eurosistema e i principali affinamenti cui è stato sottoposto negli ultimi nove anni e mezzo.

Nel 1998 è stato adottato un "sistema di garanzie a due livelli" per assicurare un'ordinata transizione all'Unione monetaria. Il sistema prevedeva la suddivisione delle attività stanziabili a garanzia in due liste – quella di "primo" e quella di "secondo livello" – al fine di tener conto delle diverse strutture finanziarie esistenti nei vari Stati membri all'avvio dell'UEM. Infatti, mentre la lista di primo livello comprendeva le attività negoziabili che soddisfacevano criteri di idoneità validi per l'intera area dell'euro, quella di secondo livello era composta da attività rilevanti per determinati mercati finanziari e sistemi bancari nazionali e rispondenti a criteri di idoneità specificati unicamente a livello nazionale. In linea di principio, tutte le attività potevano essere utilizzate su base transfrontaliera nell'intera area dell'euro. Il sistema ha risposto in modo adeguato alle esigenze dell'Eurosistema, dimostrando una buona tenuta anche a fronte di aumenti temporanei della domanda di garanzie nei periodi di tensione sui mercati (ad esempio, in occasione del passaggio al nuovo millennio).

L'utilizzo di due liste tuttavia presentava anche degli inconvenienti. Il fatto che alcune classi di attività fossero stanziabili solo in alcuni paesi, ad esempio, era considerato un potenziale impedimento alla realizzazione di condizioni di parità concorrenziale, che rappresenta un importante principio del quadro di politica monetaria dell'Eurosistema. Pertanto, tenendo anche conto dei risultati di due consultazioni pubbliche (condotte a giugno del 2003 e a maggio del 2004), l'Eurosistema ha deciso di introdurre uno schema di garanzie unico, comune a tutte le operazioni di finanziamento, noto anche come "lista unica". Scopo della lista unica era migliorare ulteriormente l'efficienza del sistema delle garanzie. La sua introduzione si è articolata in due fasi. Durante la prima, conclusasi a maggio del 2005, sono state apportate alcune modifiche in relazione alle attività negoziabili<sup>2)</sup>. La seconda fase (gennaio 2007) ha comportato l'ammissione di attività non negoziabili e, in particolare, di crediti (prestiti bancari) come attività stanziabili a garanzia in tutti i paesi dell'area dell'euro. Tuttavia, in considerazione dei tempi tecnici necessari, un regime unificato per i crediti sarà applicato solo a gennaio del 2012<sup>3)</sup>.

1) Cfr. il capitolo 6 del documento BCE, *L'attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro* (aggiornato a settembre 2007), che spiega in dettaglio i criteri di idoneità e le misure di controllo del rischio delle attività stanziabili per le operazioni di finanziamento dell'Eurosistema.

2) Queste modifiche comprendono: l'esclusione dei titoli azionari dal novero delle attività idonee; l'individuazione dei mercati non regolamentati che sono accettabili dall'Eurosistema dal punto di vista della gestione delle garanzie; il perfezionamento dei criteri concernenti gli strumenti di debito emessi da enti creditizi; l'inclusione degli strumenti di debito denominati in euro emessi da soggetti residenti nei paesi del G10 non appartenenti allo Spazio economico europeo.

3) L'elaborazione di procedure e sistemi operativi per l'esame, la valutazione e la movimentazione dei crediti richiede lunghi tempi di preparazione, poiché queste attività differiscono dagli strumenti negoziabili sotto diversi importanti profili. In ragione della loro eterogeneità, i crediti mancano di standardizzazione e documentazione uniforme, sono solitamente privi di *rating* da parte di società specializzate e fonti esterne di valutazione, la loro vendita a terzi può essere soggetta a vincoli legali e la verifica della permanenza in essere di un determinato prestito bancario non è agevole. Nel 2006 l'Eurosistema ha predisposto un quadro di riferimento per la valutazione della qualità creditizia (ECAI) che riconosce fonti di valutazione aggiuntive rispetto alle società di *rating* per esaminare le più recenti tipologie di attività incluse nella lista unica.



L'accettazione di categorie di attività eterogenee a garanzia delle operazioni di finanziamento dell'Eurosistema ha implicato l'impossibilità di applicare un insieme uniforme di criteri di idoneità. In generale quindi si ricorre a due insiemi diversi di criteri di idoneità e di misure di controllo del rischio<sup>4)</sup>, uno per gli strumenti negoziabili e l'altro per quelli non negoziabili. Entrambi, comunque, assicurano all'Eurosistema un grado di protezione analogo contro il rischio finanziario, in quanto vengono accettate in garanzia soltanto attività con elevato merito di credito. Poiché i criteri di idoneità per le attività negoziabili sono stati mantenuti sufficientemente generali, il sistema di garanzie ha continuato a risultare reattivo alle innovazioni del mercato e a seguirne l'evoluzione. Negli anni a venire, i criteri di idoneità e le misure di controllo del rischio continueranno ad essere ulteriormente affinati, in linea con i futuri sviluppi del mercato.

Nel 2007, l'ammontare delle garanzie stanziabili è stato in media di 9.500 miliardi di euro, con un aumento del 73 per cento rispetto ai circa 5.500 miliardi nel 1999. Per quanto riguarda la composizione, il debito delle amministrazioni pubbliche ha rappresentato il 49 per cento del totale, mentre la percentuale restante di attività negoziabili ha incluso obbligazioni garantite e non garantite emesse da enti creditizi (12 e 17 per cento rispettivamente), obbligazioni societarie (9 per cento), titoli garantiti da attività (8 per cento) e altre obbligazioni, come quelle emesse da organizzazioni sovranazionali (4 per cento). Nel 2007 circa il 12 per cento del totale delle attività stanziabili, pari a 1.100 miliardi di euro, è stato depositato presso l'Eurosistema a garanzia delle operazioni. La composizione delle attività depositate in garanzia differisce da quella del mercato del credito in euro, poiché le banche tendono a depositare strumenti meno liquidi nelle operazioni di finanziamento dell'Eurosistema. Il volume dei crediti ha rappresentato in media il 10 per cento delle attività costituite in garanzia nel 2007. Il potenziale di questa fonte aggiuntiva di garanzie tuttavia non è stato ancora sfruttato appieno, dato che la gamma di crediti di cui si può valutare la qualità si sta gradualmente ampliando. L'utilizzo delle garanzie su base transfrontaliera, in virtù del quale una controparte di un determinato paese dell'area dell'euro offre in garanzia attività emesse in un altro paese dell'area, fornisce un'indicazione dei progressi compiuti verso l'integrazione dei mercati finanziari: nel 2007 il 51 per cento delle garanzie è stato utilizzato su base transfrontaliera, contro il 12 per cento nel 1999.

4) Al fine di tutelarsi dal rischio di perdite finanziarie nel caso in cui le attività utilizzate nelle operazioni di finanziamento debbano essere vendute a seguito dell'inadempienza di una banca, l'Eurosistema applica misure per il controllo dei rischi. Per tutte le tipologie di emittenti e di attività viene richiesto un rating minimo pari a singola A, che nella definizione dell'Eurosistema rappresenta la soglia minima per un elevato merito di credito. Per informazioni più dettagliate, cfr. il documento BCE, *L'attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro* (aggiornato a settembre 2007).

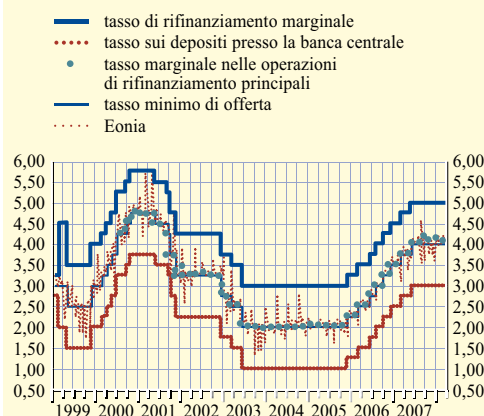
## L'ATTUAZIONE DELLA POLITICA MONETARIA DALL'INTRODUZIONE DELL'EURO

Dall'introduzione dell'euro l'assetto operativo dell'Eurosistema per l'attuazione della politica monetaria ha svolto la sua funzione con efficacia. Il principale obiettivo operativo, ossia mantenere i tassi a brevissimo termine del mercato monetario su livelli prossimi al tasso minimo di offerta delle ORP (fissato dal Consiglio direttivo), è stato conseguito. L'assetto inoltre ha dimostrato robustezza e capacità di tenuta anche a fronte di eventi straordinari, come il passaggio al nuovo millennio, gli attacchi terroristici dell'11 settembre 2001 o la recente fase di turbolenza dei mercati finanziari nel periodo 2007-08. In nessuna di queste circostanze l'Eurosistema ha dovuto ricorrere a misure straordinarie non previste dal suo assetto operativo.

Un assetto operativo efficace  
al servizio dell'Eurosistema

**Figura 11 Tassi di interesse di riferimento della BCE e tasso EONIA dal gennaio 1999**

(valori percentuali)



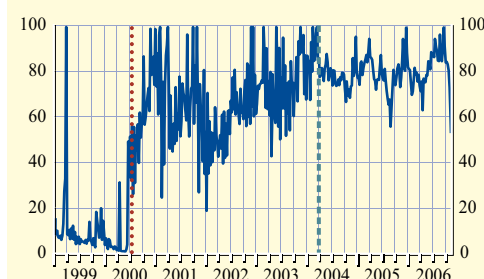
Fonte: BCE.

Nota: il tasso per le operazioni di rifinanziamento principale (ORP), per le operazioni regolate prima del 28 giugno 2000, è il tasso applicabile alle aste a tasso fisso. Per le operazioni successive a tale data, il tasso è quello minimo di offerta applicabile alle aste a tasso variabile.

**Figura 12 Andamento delle percentuali di riparto, gennaio 1999 - novembre 2006**

(in percentuale delle richieste)

— percentuali di riparto  
 ..... giugno 2000: passaggio alla procedura di asta a tasso variabile  
 - - - - - marzo 2004: cambiamenti nell'assetto operativo



Fonte: BCE.

La figura 11 mostra che l'Eonia<sup>10)</sup> (tasso di interesse del mercato *overnight*) si è collocato generalmente su livelli prossimi al tasso minimo di offerta, mantenendosi altresì all'interno del corridoio formato dai tassi applicati alle operazioni su iniziativa delle controparti. Le oscillazioni evidenziate dalla figura sono in gran parte da ricondurre a situazioni temporanee di abbondanza o carenza di liquidità nel mercato monetario. L'efficienza del quadro di riferimento dell'Eurosistema per la politica monetaria è stata in una certa misura d'esempio, spingendo altre banche centrali a predisporre un sistema basato su un corridoio di oscillazione.

#### Affinamento dell'assetto operativo

Alcuni affinamenti dell'assetto operativo introdotti dal 1999 sono stati strumentali a un ulteriore rafforzamento della sua efficienza. Gli affinamenti cui si è proceduto negli ultimi nove anni e mezzo sono tre.

#### Passaggio a un'asta a tasso variabile

A giugno del 2000 la procedura d'asta a tasso fisso, utilizzata dall'avvio dell'Unione monetaria, è stata sostituita con un'asta a tasso variabile. Questo affinamento non ha rappresentato un reale cambiamento dell'assetto operativo, il quale contempla l'utilizzo di entrambe le procedure. Il passaggio a un'asta a tasso variabile è stato adottato in risposta all'eccesso di richieste (cosiddetto *overbidding*) nelle operazioni dell'Eurosistema, fenomeno acuitosi in modo particolare durante la prima metà del 2000. Con eccesso di richieste si intende una situazione in cui le banche richiedono importi elevati e in continuo aumento nelle ORP, così che il rapporto fra l'ammontare aggiudicato e quello richiesto scende a livelli molto bassi (cfr. figura 12). Eccessi di richieste si sono verificati quando le banche attendevano un rialzo dei tassi di riferimento della BCE nel corso del periodo di mantenimento. Difatti, ove si preveda un aumento dei tassi, il tasso di interesse del mercato *overnight* salirebbe al livello atteso, ossia al di sopra del tasso

10) L'Eonia (acronimo di *Euro Overnight Index Average*) è una misura del tasso di interesse effettivo nel mercato interbancario *overnight*.

fisso applicato nell'ORP<sup>11)</sup>. In questo caso, le banche avrebbero un incentivo particolarmente forte a ottenere fondi tramite le ORP, determinando così un eccesso di richieste.

L'8 giugno 2000 il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di passare, a decorrere dal 28 dello stesso mese, dalla procedura d'asta a tasso fisso a quella a tasso variabile per le ORP, nonché di applicare a queste operazioni un tasso minimo di offerta per segnalare l'orientamento della politica monetaria. Il tasso minimo di offerta avrebbe assunto il ruolo svolto dal tasso fisso applicato in precedenza. La nuova procedura ha immediatamente risolto il problema dell'eccesso di richieste.

Il passaggio alla procedura d'asta a tasso variabile, tuttavia, non ha messo l'Eurosistema al riparo da un'eventuale carenza di richieste da parte delle banche (o *underbidding*), cioè una situazione in cui l'ammontare complessivo richiesto è inferiore a quello che si intende assegnare. In questi casi, le banche corrono il rischio di non avere sufficiente liquidità alla fine del periodo di mantenimento e di dover quindi ricorrere alle operazioni di rifinanziamento marginale, spingendo al rialzo il tasso di interesse del mercato *overnight*. A partire dal 2001, in presenza di attese di una riduzione dei tassi di riferimento della BCE, si sono verificati otto episodi di carenza di richieste. In effetti, ove si preveda una diminuzione dei tassi nel corso del periodo di mantenimento, il tasso di mercato *overnight* scenderebbe al livello atteso, ossia al di sotto del tasso minimo di offerta, disincentivando così le banche ad ottenere fondi tramite le ORP.

Per evitare che le attese di una modifica dei tassi della BCE incidessero sulle offerte presentate dalle banche nel corso del periodo di mantenimento, il Consiglio direttivo ha deciso nel gennaio del 2003 di adottare due modifiche all'assetto operativo, entrate in vigore a marzo 2004. La prima ha riguardato il calendario dei periodi di mantenimento della riserva, ridefiniti in modo che questi iniziassero sempre dopo la riunione del Consiglio direttivo in cui è programmata la valutazione mensile dell'orientamento di politica monetaria. L'eventuale modifica dei tassi applicati alle operazioni su iniziativa delle controparti veniva così fatta coincidere con l'inizio del periodo di mantenimento successivo. La seconda modifica ha interessato la durata delle ORP, ridotta da due a una settimana. In questo modo le ORP non si sarebbero più estese su due periodi di mantenimento. L'implementazione delle modifiche si è svolta senza problemi e le banche hanno rapidamente adattato il loro comportamento in asta.

A seguito dell'allineamento del calendario dei periodi di mantenimento con quello delle riunioni del Consiglio direttivo, l'intervallo temporale medio fra l'ultima ORP e l'ultimo giorno del periodo di mantenimento è salito a sei giorni lavorativi (mentre variava fra uno a sei giorni prima di marzo 2004). Un effetto collaterale di questo cambiamento è stato il verificarsi, occasionalmente, di consistenti squilibri di liquidità alla fine dei periodi di mantenimento, che hanno accresciuto lievemente la volatilità dei tassi di interesse del mercato *overnight*. Al fine di contrastare questi squilibri, da ottobre 2004 la BCE ha condotto con maggiore frequenza un'operazione di regolamento puntuale nell'ultimo giorno del periodo di mantenimento. È stata così in grado di attenuare la volatilità talvolta osservata durante l'ultima settimana del periodo di mantenimento (cfr. figura 13).

La recente fase di tensioni sui mercati finanziari, iniziata ad agosto del 2007 quando la crisi dei mutui *subprime* statunitensi si è estesa al mercato monetario dell'area dell'euro, ha rap-

**Modifiche strutturali  
di marzo 2004**

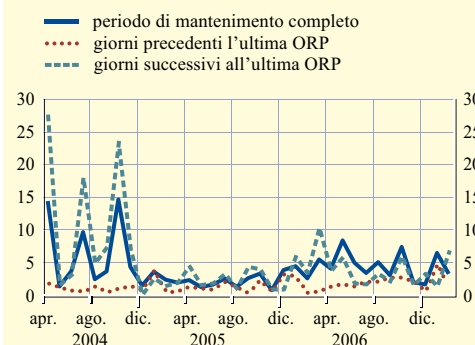
**Maggiore frequenza  
delle operazioni di fine-tuning  
alla fine dei periodi  
di mantenimento**

**Le recenti turbolenze  
finanziarie hanno messo a dura  
prova l'assetto operativo**

11) Nella procedura d'asta a tasso fisso, la BCE stabilisce preventivamente il tasso di interesse e le banche specificano l'importo che intendono negoziare al tasso di interesse fissato. Le offerte sono quindi soddisfatte *pro quota*.

**Figura 13 Eonia: deviazione standard per periodo di mantenimento (dati giornalieri) - aprile 2004 - gennaio 2007**

(punti base, dati giornalieri)



Fonte: BCE.

presentato l'episodio più critico che l'assetto operativo dell'Eurosistema abbia dovuto sinora affrontare. In questo periodo di turbolenza l'Eurosistema ha potuto continuare a fare affidamento sull'efficacia del suo assetto operativo, preservando la capacità di controllare il tasso *overnight* (cfr. figura 11).

Al fine di mantenere il tasso *overnight* su livelli prossimi al tasso minimo di offerta, la BCE è intervenuta con quattro tipi di misure a fronte della situazione di turbolenza finanziaria <sup>12)</sup>.

In primo luogo sono stati modificati i tempi di erogazione della liquidità nell'arco del periodo di mantenimento, ricorrendo sia alle ORP sia a operazioni di regolazione puntuale. Prima

ma delle tensioni, la BCE di norma forniva i fondi in modo uniforme durante l'intero periodo di mantenimento, ma dopo il manifestarsi della volatilità nei mercati finanziari ha iniziato a offrire volumi maggiori all'inizio del periodo di mantenimento, così da permettere alle banche di ottemperare relativamente presto a gran parte degli obblighi di riserva. L'ammontare complessivo di fondi offerti, tuttavia, non è cambiato: l'obiettivo dell'Eurosistema resta quello di erogare un ammontare sufficiente di liquidità per consentire alle banche di rispettare i propri obblighi di riserva.

In secondo luogo è stata aumentata la quota di rifinanziamento fornita dall'Eurosistema tramite ORLT, riducendo proporzionalmente il volume erogato mediante le ORP settimanali. Questo è servito ad allungare la scadenza media delle operazioni di politica monetaria in essere.

In terzo luogo, si è talvolta fatto ricorso a procedure d'asta speciali con aggiudicazione piena, in particolare per attenuare le tensioni nei mercati verso fine anno. Queste procedure hanno permesso al mercato di determinare l'esatto ammontare di aggiudicazione in circostanze in cui valutare la domanda di liquidità è stato difficile e si è resa necessaria la conduzione di operazioni di regolazione puntuale per assorbire il risultante eccesso di liquidità.

Questi tre tipi di misure hanno consentito alla BCE di mantenere il controllo sui tassi a breve del mercato monetario. Nessuna di esse ha richiesto un cambiamento dell'assetto operativo dell'Eurosistema, né è stato necessario modificare il sistema delle garanzie, che si ritiene abbia svolto un ruolo importante nel supportare il funzionamento del mercato monetario.

Infine, la BCE ha concordato con il Federal Reserve System una linea di *swap* in valuta nell'ambito delle operazioni di anticipazione a scadenza tramite asta (*Term Auction Facility*) in dollari statunitensi di quest'ultimo. La BCE ha condotto per conto del Federal Reserve System una serie di anticipazioni a scadenza tramite asta fornendo liquidità in dollari alle banche dell'area dell'euro.

12) Cfr. l'articolo *Le operazioni di mercato aperto dell'Eurosistema durante la recente fase di volatilità sui mercati finanziari*, nel numero di maggio 2008 del *Bollettino mensile*.

**L'assetto operativo non ha richiesto modifiche strutturali**

In conclusione, grazie alla flessibilità della sua struttura e alla vasta gamma di strumenti e procedure che lo compongono, l'assetto operativo dell'Eurosistema per l'attuazione della politica monetaria si è dimostrato solido ed efficace.

Con riferimento all'attuazione della politica monetaria, va notato che quest'ultima, controllando i tassi di interesse a breve termine del mercato monetario, influenza significativamente i tassi di mercato e, tramite vari canali, le decisioni di spesa e di investimento, gli andamenti monetari e, in ultima analisi, l'evoluzione del livello dei prezzi. Il processo tramite il quale le decisioni di politica monetaria si ripercuotono sull'economia in generale, e sul livello dei prezzi in particolare, è noto come "meccanismo di trasmissione della politica monetaria". È un processo di natura complessa, che può modificarsi nel tempo e differenziarsi a seconda delle economie interessate. Il riquadro 4 riporta una serie di evidenze empiriche relative all'area dell'euro.

#### Riquadro 4

##### IL MECCANISMO DI TRASMISSIONE DELLA POLITICA MONETARIA

Considerando l'area dell'euro nel suo insieme, le evidenze empiriche hanno mostrato che il meccanismo di trasmissione monetaria opera in modo sostanzialmente analogo nei paesi che la compongono. Le banche svolgono un ruolo cardine nella trasmissione delle modifiche dei tassi di riferimento ai tassi applicati sui prestiti, data la forte dipendenza di famiglie e imprese dal finanziamento bancario e il livello ancora relativamente contenuto di capitalizzazione di borsa nell'area. Le differenze rimanenti fra i paesi attengono soprattutto all'emergere di nuove tipologie di prodotti e operatori finanziari, al mutare delle dinamiche concorrenziali fra banche e al diverso grado di integrazione dei mercati finanziari nei singoli paesi dell'area.

Il tradizionale canale del tasso di interesse ha un ruolo predominante nel trasmettere gli impulsi monetari all'economia dell'area. Altri canali di rilievo sono quello monetario e del credito e il canale delle aspettative (cfr. figura A) <sup>1)</sup>.

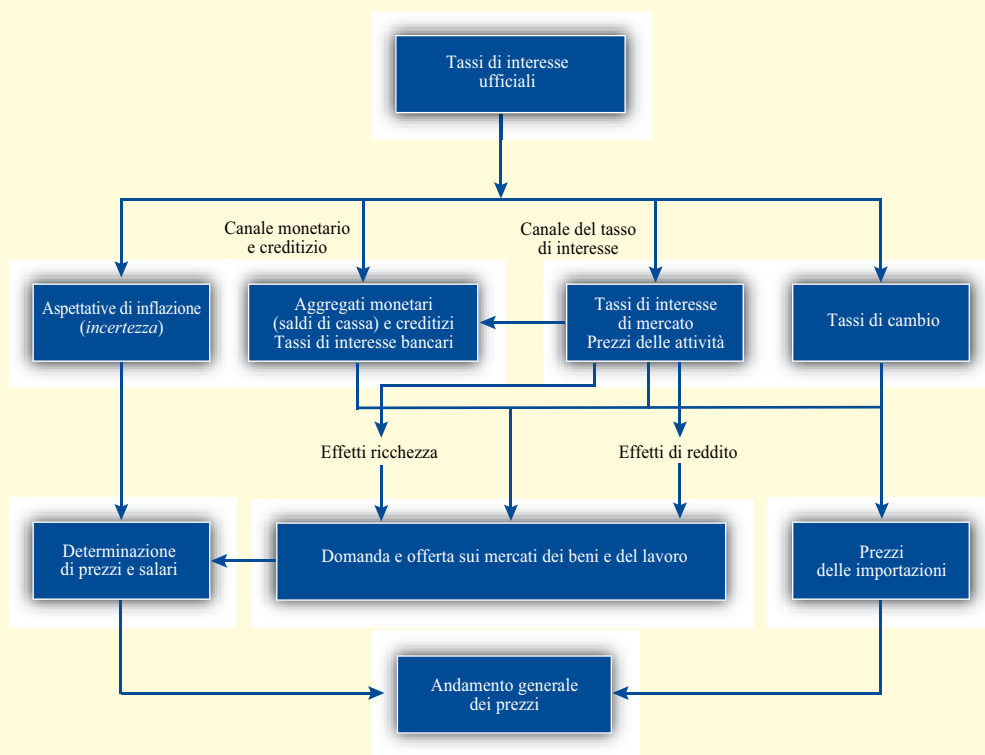
Per quanto concerne il canale del tasso di interesse e quello della moneta e del credito, le analisi effettuate dalla BCE e dall'Eurosistema hanno messo in evidenza un notevole grado di convergenza nell'area dal 1999. Nondimeno, fra i paesi permangono differenze in termini di livelli e di andamenti dei tassi bancari e, stando ad alcune indicazioni, sussisterebbe un certo grado di eterogeneità nella trasmissione dai tassi del mercato a quelli bancari. <sup>2)</sup>

Le figure B e C forniscono indicazioni sul grado di eterogeneità fra paesi. Le colonne mettono a confronto le variazioni dei tassi applicati ai prestiti a famiglie e imprese a livello nazionale con le variazioni dell'Euribor a tre mesi (cfr. la colonna 13 nelle figure B e C) nel

1) Per una descrizione più dettagliata dei meccanismi di trasmissione della politica monetaria, cfr. l'articolo *La trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro*, nel numero di luglio 2000 del *Bollettino mensile* e la guida pubblicata dalla BCE nel 2003 *La politica monetaria della BCE*. Cfr. anche Kashyap, A.K. e J.C. Stein (2000) "What Do a Million Observations on Banks Say About the Transmission of Monetary Policy", *The American Economic Review*, vol. 90, n. 3, pagg. 407-428.

2) Queste indicazioni sono altresì confermate da studi econometrici. Cfr. fra gli altri Sander, H. et al. (2004) "Convergence in euro-zone retail banking? What interest rate pass-through tells us about monetary policy transmission, competition and integration", *Journal of International Money and Finance* 23, pagg. 461-492; de Bondt, G. (2005) "Interest rate pass-through: Empirical results for the euro area", *German Economic Review* 6 (1), pagg. 37-78; e Kok Sørensen, C. et al. (2006) "Bank interest rate pass-through in the euro area: A cross-country comparison", Working Paper della BCE n. 580.

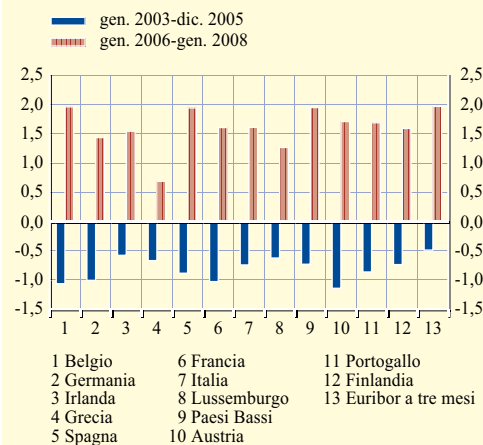
**Figura A Rappresentazione schematica del meccanismo di trasmissione della politica monetaria**



Fonte: BCE.

**Figura B Variazioni dei tassi di interesse sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni**

(punti percentuali)

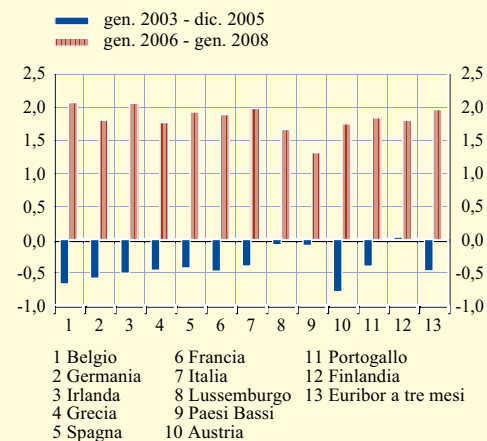


Fonte: BCE.

Nota: i tassi impiegati per i prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono tassi variabili con periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno.

**Figura C Variazioni dei tassi di interesse sui prestiti a società non finanziarie**

(punti percentuali)



Fonte: BCE.

Nota: i tassi impiegati per i prestiti alle società non finanziarie di importo superiore a 1 milione di euro sono tassi variabili con periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno.



periodo 2003-2008, per il quale sono disponibili dati armonizzati sui tassi bancari. In presenza di una trasmissione completa, la variazione dei tassi bancari dovrebbe essere uguale a quella dei tassi di mercato. I dati tuttavia rilevano ampie differenze nel profilo di adeguamento delle banche dei vari paesi a un cambiamento dei tassi di mercato, che solo in pochi casi si trasmettono proporzionalmente. Le evidenze disponibili mostrano che, con riferimento alle variazioni dei tassi di interesse bancari, la convergenza nel tempo è stata maggiore nel caso dei mutui alle famiglie per l'acquisto di un'abitazione che in quello dei prestiti a breve termine alle società non finanziarie (o di altre categorie di prodotti).

La concorrenza nel settore dei servizi finanziari, le relazioni banca-cliente, le preferenze in termini di durata dei contratti di credito e di variabilità dei tassi, i premi per il rischio, il costo amministrativo di un'effettiva modifica dei tassi sono tutti fattori che potrebbero incidere sull'efficacia delle azioni di politica monetaria tramite il loro impatto sulla trasmissione ai tassi attivi bancari <sup>3)</sup>.

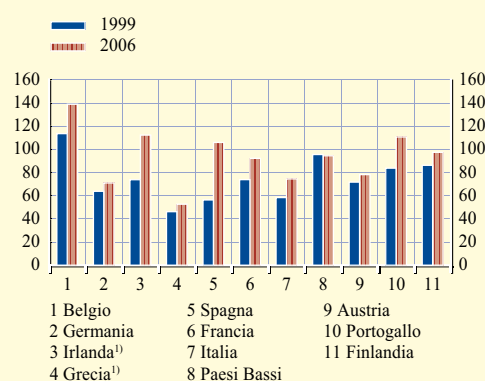
Nel complesso, considerata la preminenza del finanziamento bancario a famiglie e imprese, il canale del credito sembra avere una funzione rilevante nell'area dell'euro, anche se in misura variabile a seconda dei singoli paesi <sup>4)</sup>. Esso include tipicamente il canale del bilancio e il canale del credito bancario <sup>5)</sup>.

Con riferimento al canale del bilancio, l'analisi ha rilevato che in alcuni paesi dell'area dell'euro gli effetti legati alla liquidità e ai flussi di cassa paiono importanti, mentre in altri sembrano trascurabili. <sup>6)</sup> La rilevanza del canale del bilancio può essere desunta indirettamente analizzando le differenze fra i paesi in relazione al grado di leva finanziaria delle società non finanziarie o alla natura delle loro fonti di finanziamento. La figura D mostra che vi sono differenze fra i paesi dell'area dell'euro in termini di livello di indebitamento delle imprese. In alcuni paesi, le imprese paiono più sensibili alle variazioni dei tassi di interesse, per via del loro indebitamento relativamente elevato nell'area dell'euro.

Riguardo al canale del credito bancario, dall'analisi sono emerse evidenze discordanti circa il possibile effetto dell'erogazione di prestiti bancari sulla trasmissione della politica monetaria in alcuni paesi dell'area. Dalle analisi basate su microdati bancari, si è giunti

**Figura D Rapporto debito/PIL  
nel settore delle società non finanziarie**

(1999 e 2006)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati relativi al debito del Belgio includono prestiti intersocietari.

1) Nel caso della Grecia e dell'Irlanda la prima colonna si riferisce al 2001.

3) Cfr. BCE (settembre 2006) *Differences in MFI interest rates across euro area countries*.

4) Cfr. Chatelain, J.B. et al., "Firm investment and monetary transmission in the euro area" in Angeloni, I., A. Kashyap e B. Mojon (2003) *Monetary Policy Transmission in the Euro Area*, Cambridge University Press, Cambridge.

5) Cfr. Bernanke, B. S. e M. Gertler (1995) "Inside the black box: The credit channel of monetary policy transmission", *Journal of Economic Perspectives*, 9 (4), pagg. 27-48.

6) Cfr. tabella 24.6 in Angeloni, I., A. Kashyap e B. Mojon, op. cit., e Gambacorta L. e P. E. Mistrulli (2004) "Does Bank Capital Affect Lending Behavior?", *Journal of Financial Intermediation*, vol. 13, n. 4, pagg. 436-457.

alla conclusione che i consueti indicatori del grado di asimmetria informativa (ad esempio le dimensioni delle banche) hanno un'incidenza solo modesta sulla reazione dei prestiti bancari alla politica monetaria nell'area dell'euro. Per contro, nella maggior parte dei paesi dell'area la risposta delle banche alla politica monetaria pare dipendere dal loro grado di liquidità.

Nel complesso, esiste un certo grado di eterogeneità fra paesi riguardo alla natura delle fonti di finanziamento delle imprese: in alcuni predominano le banche, in altri il mercato. Ciò potrebbe riflettere la diversa struttura delle imprese nei vari paesi (come la presenza di piccole e medie imprese o la prevalenza di capitale pubblico o privato). Tuttavia, potrebbe anche rispecchiare la loro diversa capacità di accesso a fonti esterne di finanziamento. In tal senso, vanno sottolineate le significative trasformazioni che hanno interessato il settore finanziario dall'avvio dell'Unione monetaria.

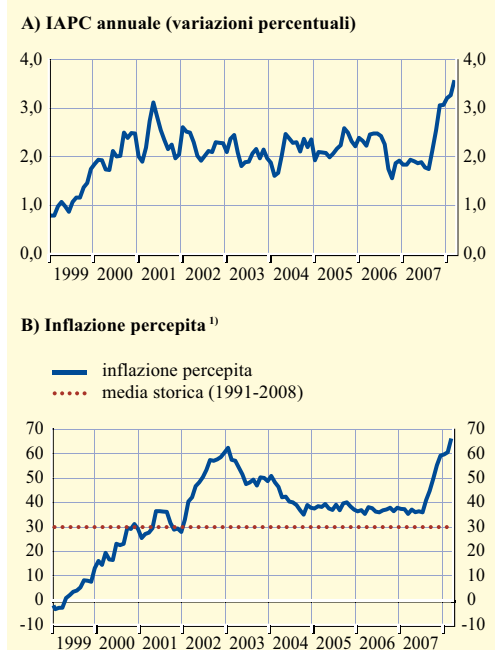
### 3.4 GUARDANDO ALLE SFIDE FUTURE

Dalla sua istituzione la BCE ha superato una serie di episodi critici, generati nella maggior parte dei casi da forti shock al rialzo sui prezzi. Intervendendo con tempestività e fermezza ogni qualvolta ciò sia stato necessario, il Consiglio direttivo della BCE ha dimostrato la propria capacità e il suo impegno a perseguire in modo credibile l'obiettivo assunto in virtù del suo mandato: la stabilità dei prezzi. Ciò è altresì riflesso dal saldo e duraturo ancoraggio delle aspettative di inflazione a lungo termine.

Non bisogna tuttavia cedere al compiacimento. Se da un lato la BCE è stata capace di mantenere un alto grado di stabilità dei prezzi nell'area dell'euro per ormai quasi un decennio, dall'altro i tassi di inflazione sui dodici mesi misurati sullo IAPC sono rimasti in media elevati, registrando livelli che, dal 2000, si sono persistentemente collocati al di sopra del limite superiore della definizione della BCE di stabilità dei prezzi. Sebbene questo andamento sia imputabile alla serie di shock sfavorevoli sui prezzi cui si è accennato, i risultati non sono conformi con l'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere l'incremento sui dodici mesi dell'inflazione al consumo su livelli inferiori, ma prossimi, al 2 per cento.

La BCE ha altresì fronteggiato fasi problematiche in cui le aspettative di inflazione ricavate dagli strumenti del mercato finanziario, quali i rendimenti obbligazionari, sono salite temporaneamente su livelli notevolmente superiori a quelli coerenti con la stabilità dei prezzi a me-

**Figura 14 Inflazione realizzata (IAPC) e inflazione percepita nell'area dell'euro**



Fonti: Eurostat e indagini congiunturali della Commissione Europea presso i consumatori e le imprese.

1) Tra il 2002 e il 2003 si è registrato un significativo aumento dell'inflazione percepita. La quota di consumatori che ritiene che i prezzi "siano aumentati molto" è salita dal 14% del 1999-2001 al 38% del 2002-2003.

dio termine. Finora la BCE è stata in grado di attenuare queste aspettative e di riportarle su livelli maggiormente in linea con la stabilità dei prezzi. Nondimeno, stanno emergendo segnali di un nuovo aumento delle attese di inflazione, e non si può escludere che, oggi, queste possano risultare più elevate e perduranti che nei primi anni della politica monetaria unica. Per questi motivi è essenziale un loro saldo ancoraggio, che resta una priorità assoluta del Consiglio direttivo.

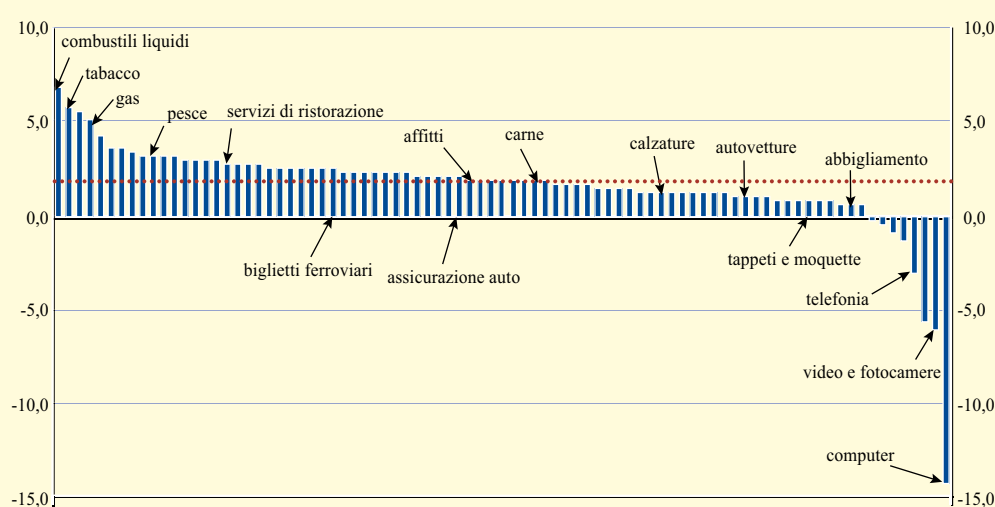
Infine, sebbene i tassi di inflazione effettivi medi siano risultati sostanzialmente in linea con la stabilità dei prezzi, le indagini mostrano protratte divergenze fra i dati ufficiali sull'inflazione e l'inflazione percepita dal pubblico nell'area dell'euro (cfr. figura 14). Diversi fattori potrebbero essere all'origine di queste divergenze. Un argomento di rilievo al riguardo è che i consumatori potrebbero attribuire maggiore importanza agli andamenti dei prezzi dei beni e dei servizi che acquistano più di frequente. In tale prospettiva, questi beni e servizi incidono maggiormente sulla percezione dell'inflazione da parte dei consumatori che non sulla quantità di denaro effettivamente spesa per il loro acquisto<sup>13)</sup>.

Dal 1996 il tasso di inflazione complessiva si è collocato, in media, al 2,1 per cento, ma gli andamenti delle sue diverse componenti sono stati alquanto difforni. La figura 15 mostra le variazioni percentuali medie sul periodo corrispondente relative ai sottoindici dello IAPC dal 1996. In linea di massima risulta che i prodotti durevoli acquistati meno di frequente (ad esempio computer e autovetture) hanno registrato rincari molto più modesti rispetto a voci di spesa più ricorrenti (come benzina e consumazioni al bar e ristorante). Spiegare le differenze fra inflazione effettiva e inflazione percepita, e preservare la fiducia del pubblico nelle statistiche ufficiali, continua a costituire un'importante sfida, in particolare per la strategia di comunicazione della BCE e dell'Eurosistema.

Andamenti divergenti  
delle componenti dello IAPC

**Figura 15 Variazioni medie annue dei prezzi nelle sottocomponenti dello IAPC e prezzi di alcuni prodotti (1996-2007)**

(variazione media annua dello IAPC<sup>1)</sup> in punti percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat.

1) La linea continua rappresenta l'incremento medio annuo dello IAPC, pari all'1,9 per cento nel periodo in esame.

13) Per informazioni più dettagliate, cfr. l'articolo *Inflazione misurata e percepita nell'area dell'euro*, in particolare il riquadro *L'indagine della Commissione europea sulle percezioni d'inflazione dei consumatori*, nel numero di maggio 2007 del *Bollettino mensile*.

## TRE FASI DELL'UNIONE ECONOMICA E MONETARIA (UEM)



## CRITERI DI CONVERGENZA



## 4 LE SFIDE PER LE POLITICHE ECONOMICHE E L'ALLARGAMENTO

*Come esposto nel capitolo 3, il miglior contributo che la politica monetaria può fornire alla crescita economica reale è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Benché tale apporto sia molto importante, sono le politiche strutturali e di bilancio a determinare andamenti macroeconomici oggetto della analisi di questo capitolo.*

*Considerando gli ultimi dieci anni, dall'introduzione dell'UEM nell'area dell'euro il numero di occupati è aumentato di oltre 15 milioni, mentre nel periodo 1990-1998 è cresciuto solamente di 5 milioni circa. Si tratta di un andamento incoraggiante, determinato dalle passate ristrutturazioni del settore societario, dalle riforme del mercato del lavoro, dall'immigrazione e dalla moderazione salariale. Ciò nonostante, la produttività per ora lavorata è stata relativamente contenuta a partire dalla metà degli anni novanta.*

*La valutazione complessiva della politica di bilancio è variegata. Da un lato la posizione di bilancio dell'insieme dell'area dell'euro è migliorata in maniera significativa negli anni recenti. Dall'altro, alcuni paesi membri devono ancora conseguire e mantenere posizioni di bilancio solide e contenere gli indici del debito pubblico su livelli più sostenibili. A tale riguardo, in molti casi è stata particolarmente deludente la mancata accelerazione nel risanamento delle finanze pubbliche durante i periodi di congiuntura economica favorevole.*

*I differenziali di crescita del prodotto reale e di inflazione tra i vari paesi non sono particolarmente rilevanti se confrontati a quelli esistenti fra i diversi Stati e le varie regioni degli Stati Uniti. Come in qualsiasi area valutaria, entro certi limiti sono normali, come ad esempio quando sono connessi a effetti di convergenza. Tuttavia, le differenze possono anche riflettere politiche economiche nazionali inappropriate e rigidità strutturali, che andrebbero affrontate dalle autorità nazionali competenti.*

*Il presente capitolo descrive altresì come l'area dell'euro sia passata dagli undici paesi membri originari ai quindici attuali. L'allargamento dell'area dell'euro è un evento irreversibile e pertanto rende necessaria una adeguata fase preparatoria. Per qualsiasi espansione futura, è fondamentale che la convergenza sia conseguita su una base sostenibile.*

*Nel complesso, nonostante i notevoli progressi compiuti, rimane ancora molto da fare e i recenti segnali di rallentamento o addirittura di regresso in termini di riforme strutturali e di risanamento dei conti pubblici sono motivo di preoccupazione, anche in una prospettiva di politica monetaria. Politiche strutturali inappropriate, rigidità economiche e politiche di bilancio non rigorose possono concorrere a maggiori pressioni inflazionistiche o a una maggiore persistenza dell'inflazione, di cui la politica monetaria dovrà tener conto. Le politiche e le riforme economiche che rafforzano la concorrenza e la flessibilità nei mercati dei beni, dei capitali e del lavoro, nonché il completamento del mercato unico, favoriscono la crescita e la creazione di posti di lavoro, moderano le pressioni sui prezzi e, in ultima analisi, aumentano il benessere economico. Tali politiche concorrono altresì al regolare funzionamento dei meccanismi di correzione nell'UEM.*

*Il presente capitolo è così strutturato: la sezione 4.1 verte sugli andamenti della crescita in termini reali, della produttività e dei mercati del lavoro; la sezione 4.2 tratta le politiche di bilancio; la sezione 4.3 presenta alcuni fatti stilizzati sui differenziali di crescita del prodotto reale e di inflazione fra i vari paesi; la sezione 4.4 descrive come l'area dell'euro sia passata dagli undici paesi membri originari ai quindici attuali; la sezione 4.5 riassume le sfide per le politiche economiche in una prospettiva futura.*

Nei mercati concorrenziali  
aumenta la capacità  
di assorbimento degli shock

La concorrenza favorisce  
la crescita e contiene  
le pressioni inflazionistiche

#### 4.1 ANDAMENTI MACROECONOMICI DELL'AREA DELL'EURO IN TERMINI REALI E POLITICHE STRUTTURALI

Questa sezione passa in rassegna gli andamenti macroeconomici in termini reali, nonché le principali sfide per le politiche economiche strutturali nell'area dell'euro. Innanzitutto viene discussa brevemente l'importanza delle riforme strutturali nell'UEM. Poi si passano in rassegna la crescita del prodotto, dell'occupazione e della produttività. Nel lungo periodo sono le caratteristiche istituzionali e strutturali dell'economia dell'area a determinare in larga misura la sua capacità di far crescere la produttività e l'occupazione, nonché di favorire una crescita economica vigorosa. Infine, si analizzano le principali criticità e sfide per le politiche economiche strutturali nel mercato dei beni e servizi e in quello del lavoro.

##### IMPORTANZA DELLE RIFORME STRUTTURALI IN UN'UNIONE MONETARIA

Le riforme economiche nei mercati dei beni, dei capitali e del lavoro, nonché il completamento del mercato unico, mirano a rimuovere le barriere che ostacolano la concorrenza, ad aumentare la flessibilità dei mercati e a consentire una maggiore concorrenza sia entro, sia oltre i confini nazionali. In generale, queste riforme strutturali rivestono un ruolo di grande rilievo ai fini della politica monetaria, in quanto sono importanti per mitigare le pressioni inflazionistiche e la persistenza dell'inflazione per effetto di shock avversi. Più specificatamente, eventuali rigidità nei meccanismi di fissazione di prezzi e salari, o il protrarsi di una dinamica salariale troppo sostenuta possono ritardare il necessario adeguamento dei prezzi relativi agli shock economici, causando persistenza dell'inflazione. Mercati flessibili e concorrenziali, capaci di adattarsi agevolmente ai cambiamenti economici grazie all'assorbimento degli shock<sup>1)</sup> (anche oltre i confini nazionali), rappresentano un fattore rilevante in un'unione monetaria quale l'area dell'euro, in cui non si può più ricorrere ad adeguamenti di politica monetaria e del cambio a livello nazionale in risposta ai cambiamenti economici<sup>2)</sup>.

Inoltre, le riforme economiche atte a rimuovere le barriere alla concorrenza, non solo aumentano la capacità di assorbimento dei cambiamenti economici nell'area dell'euro, ma contribuiscono anche a contenere le pressioni inflazionistiche, dal momento che – come si evince generalmente – una maggior concorrenza esercita una pressione al ribasso su costi e prezzi<sup>3)</sup>.

In considerazione della debole *performance* economica dell'Europa negli ultimi dieci anni, il Consiglio ha lanciato un ambizioso programma di riforme economiche di vasta portata: la strategia di Lisbona per la crescita e l'occupazione (cfr. anche il capitolo 2). La strategia di Lisbona, tra gli altri obiettivi, si prefigge di favorire la crescita dell'economia europea, della sua produttività e del suo tasso di occupazione<sup>4)</sup>. Come indicato nel capitolo 2, la strategia di Lisbona è un programma fondamentale e ambizioso per attirare l'attenzione dell'Europa sull'urgenza delle riforme strutturali. Si tratta di un approccio globale alle riforme, che mira a migliorare la concorrenza e la flessibilità nel mercato dei beni e servizi ed in quello del lavoro. La strategia punta a sfruttare gli effetti benefici e complementari delle riforme economiche per stimolare le prospettive di crescita di lungo periodo, influenzando positivamente il tasso di

1) Nell'area dell'euro l'adattamento graduale agli shock è anche favorito dall'integrazione finanziaria (cfr. capitolo 6).

2) Cfr. Leiner-Killinger, N., V. López Pérez, R. Stiebert e G. Vitale, *Structural Reforms in EMU and the Role of Monetary Policy*, Occasional Paper della BCE, n. 66, luglio 2007.

3) Cfr., ad esempio, Cavelaars, P. (2003), *Does competition enhancement have permanent inflation effects?*, *Kyklos*, Vol. 56, n. 1, 2003, pp. 69-94, nonché Przybyla, M. e M. Roma, *Does product market competition reduce inflation? Evidence from EU countries and sectors*, Working Paper della BCE, n. 453, marzo 2005.

4) Per ulteriori informazioni, cfr. il sito Internet della Commissione europea ([http://ec.europa.eu/growthandjobs/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/growthandjobs/index_en.htm)).



partecipazione alle forze di lavoro, oltre che per promuovere la crescita della produttività del lavoro, attraverso l'innovazione e i cambiamenti tecnologici.

Nella sottosezione seguente si passeranno in rassegna gli andamenti macroeconomici relativi al prodotto, alla produttività e all'occupazione negli ultimi venti anni.

### ANDAMENTO DELLA CRESCITA IN TERMINI REALI E DELLA PRODUTTIVITÀ NELL'AREA DELL'EURO

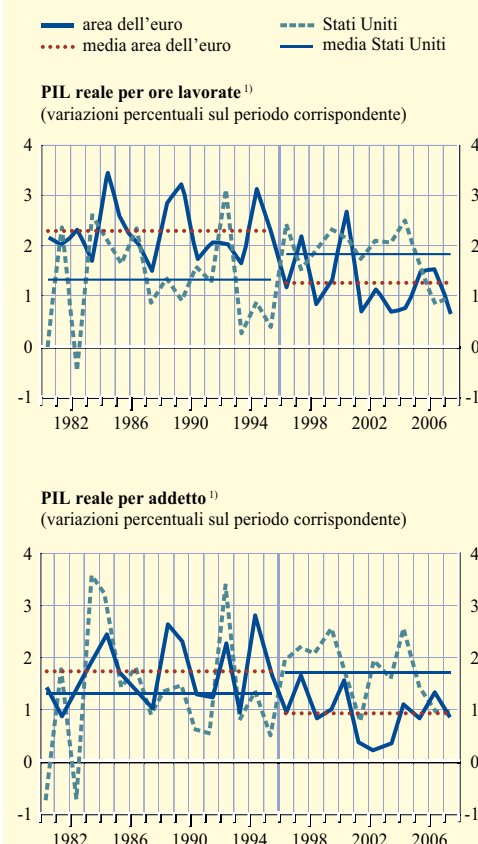
Dal 1996 il tasso di crescita dell'area dell'euro è stato pari in media al 2,2 per cento annuo, rimanendo quasi invariato rispetto al tasso di crescita medio del periodo 1980-1995. Il dato, tuttavia, cela due andamenti alquanto diversi: mentre l'espansione dell'occupazione è migliorata significativamente negli ultimi dieci anni, l'incremento della produttività media ha registrato un significativo calo dalla metà degli anni novanta.

La crescita della produttività del lavoro è in genere una delle principali determinanti della crescita del prodotto nel lungo periodo. Nel complesso, gli andamenti a lungo termine nell'area dell'euro sono caratterizzati da una discontinuità a metà degli anni novanta, dopo un prolungato periodo di crescita. Fra il 1980 e il 1995, la crescita media annua del prodotto per ora lavorata nell'area ha raggiunto il 2,3 per cento, mentre il prodotto è aumentato del 2,2 per cento. A partire dalla metà degli anni novanta si è avuto un pronunciato rallentamento della produttività. Dal 1996 al 2007 l'espansione media della produttività dell'area (misurata dal prodotto per ora lavorata) è diminuita, collocandosi nel periodo ad appena l'1,3 per cento (cfr. figura 1), mentre l'incremento medio del prodotto è rimasto sostanzialmente invariato rispetto al periodo precedente. Il rallentamento della produttività è stato affiancato da un pronunciato aumento del tasso di espansione sul periodo corrispondente delle ore lavorate totali. Durante il periodo 1980-1995 le ore lavorate totali annue sono diminuite in media dello 0,2 per cento, mentre fra il 1996 e il 2007 il dato è aumentato dello 0,9 per cento annuo. Nel periodo 1999-2007, la produttività oraria è aumentata in media dell'1,2 per cento all'anno nell'area dell'euro, rispetto all'1,9 per cento del periodo 1990-1998.

L'andamento nell'area dell'euro è in contrasto con quello degli Stati Uniti, dove il tasso di crescita delle ore lavorate totali è lievemente diminuito da una media dell'1,4 per cento nel periodo 1980-1995 a una dell'1,3 per cento nel

**Forte espansione  
dell'occupazione, ma debole  
crescita della produttività**

**Figura 1 L'area dell'euro e gli Stati Uniti  
a confronto**



Fonte: base dati AMECO della Commissione europea  
 Note: I dati della Germania precedenti al 1991 si riferiscono solo alla Germania Ovest.  
 1) Le medie sono calcolate sui periodi 1980-1995 e 1996-2007.

**Modesta crescita  
della produttività nei servizi  
destinati al mercato**

**Elevato grado  
di regolamentazione  
e altre rigidità strutturali**

**I mercati del lavoro sono  
migliorati nell'area dell'euro**

periodo 1996-2007 e il tasso di crescita della produttività è aumentato in maniera significativa dall'1,4 al 2,1 per cento. Pertanto, nell'area dell'euro, la dinamica più sostenuta di occupazione e ore lavorate è stata compensata da una riduzione della crescita della produttività, lasciando il tasso di crescita del prodotto pressoché invariato. Al contrario, l'aumento di produttività negli Stati Uniti ha più che compensato la decelerazione della dinamica dell'input di lavoro, provocando una maggior crescita del prodotto.

L'analisi settoriale mostra che la crescita della produttività è diminuita soprattutto nei servizi destinati al mercato che fanno un più intenso uso delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione (TIC), come quelli offerti dai settori della distribuzione, dei servizi di natura finanziaria e dei servizi alle imprese<sup>5)</sup>. Negli Stati Uniti, la produttività in questi settori ha invece accelerato in misura significativa. Ciò suggerisce che la modesta dinamica della produttività nell'area sia da collegare al mancato sfruttamento da parte delle imprese dei benefici legati alle nuove TIC. Queste tecnologie esercitano il maggior impatto sulla crescita della produttività aumentando l'efficienza nei processi gestionali, nelle procedure e nelle strutture organizzative, nonché favorendo le innovazioni tecnologiche complementari. Ad esempio, i computer e Internet riducono i costi di comunicazione e consentono strutture organizzative più flessibili e decentrate. Tuttavia, i benefici dell'accelerazione della produttività generata dalle TIC si possono cogliere appieno solo se non sussistono ostacoli, quali i vincoli di regolamentazione, ai cambiamenti organizzativi. In linea con questa ipotesi, alcuni studi riscontrano che contesti altamente regolamentati tendono a essere associati a minori investimenti e a un'inferiore crescita della produttività<sup>6)</sup>. Essi segnalano che le rigidità istituzionali che riducono la capacità delle imprese di adeguarsi in maniera agevole e rapida ai nuovi contesti in cui si trovano a operare costituiscono elementi importanti nel determinare la crescita della produttività nelle economie dell'area dell'euro.

## **I MERCATI DEL LAVORO NELL'AREA DELL'EURO**

Nel periodo 1999-2007 il numero totale di ore lavorate annuali diviso per l'intera popolazione è aumentato mediamente dello 0,2 per cento all'anno nell'area dell'euro<sup>7)</sup>, rispecchiando l'espansione della partecipazione al mercato del lavoro e dell'occupazione. Il tasso di partecipazione si è collocato al 67,2 per cento nel 1999, per poi aumentare a quasi il 71 per cento nel 2007. Cosa più importante, dall'inizio dell'UEM nel 1999 il numero di occupati è aumentato nell'area dell'euro di oltre 15 milioni, mentre tra il 1990 e il 1998 l'aumento era stato di soli 5 milioni circa. Nel periodo 1999-2007 il tasso di occupazione complessiva è aumentato dal 60,3 al 65,5 per cento. L'occupazione è aumentata in particolare fra le donne e i lavoratori in età avanzata, nonché in termini di impieghi temporanei e a tempo parziale (cfr. tavola 1). Questi andamenti riflettono l'impatto delle passate riforme economiche, dell'immigrazione e della moderazione salariale. Nondimeno, il tasso di occupazione complessiva nell'area dell'euro rimane modesto rispetto al 73,3 per cento degli Stati Uniti (2007) ed è ancora lontano dall'obiettivo di Lisbona del 70 per cento per il 2010.

5) Cfr. l'articolo *Andamento della produttività e politica monetaria* nel numero di gennaio 2008 del *Bollettino mensile*, che offre un'analisi dettagliata dell'andamento della produttività nell'area dell'euro.

6) Cfr., ad esempio, Alesina, A., S. Ardagna, G. Nicoletti e F. Schiantarelli (2005), "Regulation and investment", *Journal of the European Economic Association*, Vol. 3, pp. 791-825, in cui gli autori riscontrano che le riforme regolamentari hanno avuto un significativo impatto positivo sull'accumulo di capitale nei settori dei trasporti, delle comunicazioni e dei servizi di pubblica utilità, soprattutto nel lungo periodo. In Nicoletti, G. e S. Scarpetta (2003), "Regulation, productivity and growth", *Economic Policy*, aprile, gli autori riscontrano che varie regolamentazioni anticoncorrenziali del mercato dei beni e servizi riducono in maniera significativa la crescita della produttività totale dei fattori a livello settoriale.

7) Per una rassegna sugli andamenti strutturali nei mercati del lavoro dell'area dell'euro negli ultimi dieci anni, cfr. l'articolo *Evoluzione delle caratteristiche strutturali nei mercati del lavoro dell'area dell'euro nell'ultimo decennio* nel numero di gennaio 2007 del *Bollettino mensile*.

Tavola I Principali andamenti del mercato del lavoro

|                                                          | Media<br>1998-2007 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
|----------------------------------------------------------|--------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Crescita dell'occupazione                                | 1,70               | -    | 2,2  | 2,2  | 1,6  | 0,9  | 1,0  | 0,6  | 2,5  | 2,0  | 2,7  |
| Totale ore lavorate <sup>1)</sup>                        | 0,90               | -    | 0,0  | 1,9  | 2,5  | 1,2  | -0,9 | 0,0  | 0,6  | 1,1  | 1,3  |
| Tasso di occupazione (età 15-64)                         | 62,50              | 59,1 | 60,3 | 61,4 | 62,0 | 62,4 | 62,7 | 62,8 | 63,9 | 64,8 | 65,5 |
| Donne                                                    | 53,40              | 48,6 | 50,1 | 51,5 | 52,2 | 52,9 | 53,8 | 54,3 | 55,8 | 56,8 | 57,8 |
| Uomini                                                   | 71,60              | 69,6 | 70,5 | 71,4 | 71,9 | 71,8 | 71,6 | 71,3 | 71,9 | 72,7 | 73,2 |
| Età 15-24                                                | 36,49              | 34,1 | 35,6 | 37,0 | 37,2 | 37,1 | 36,8 | 36,2 | 36,6 | 37,0 | 37,3 |
| Età 25-54                                                | 76,30              | 73,2 | 74,4 | 75,5 | 76,0 | 76,2 | 76,4 | 76,6 | 77,4 | 78,4 | 79,1 |
| Età 55-64                                                | 37,30              | 33,3 | 33,6 | 34,0 | 34,7 | 36,1 | 37,5 | 38,3 | 40,5 | 41,8 | 43,4 |
| Tasso di disoccupazione (età 15-64) <sup>2)</sup>        | 8,60               | 10,0 | 9,1  | 8,20 | 7,8  | 8,2  | 8,7  | 8,8  | 8,9  | 8,3  | 7,5  |
| Tasso di partecipazione alle forze di lavoro (età 15-64) | 68,70              | 66,6 | 67,2 | 67,6 | 67,5 | 68,1 | 68,8 | 69,2 | 70,1 | 70,6 | 70,8 |
| Quota di occupazione a tempo determinato (età 15-64)     | 15,44              | 14,3 | 14,9 | 15,4 | 15,1 | 14,8 | 14,8 | 15,3 | 16,2 | 16,8 | 16,8 |
| Quota di occupazione <i>part-time</i> (età 15-64)        | 17,10              | 15,4 | 15,9 | 16,2 | 16,0 | 16,1 | 16,5 | 17,5 | 18,7 | 19,3 | 19,3 |

Fonti: Eurostat (Indagine sulle forze di lavoro, *Labour Force Survey*) ed elaborazioni BCE.

1) I dati si riferiscono agli Euro 12.

2) Medie di dati mensili.

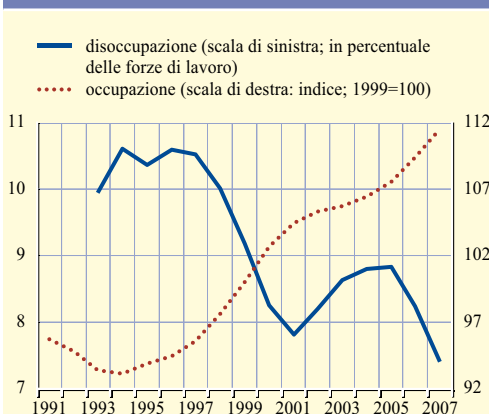
Inoltre, la disoccupazione fra le persone di età compresa tra i 15 e i 64 anni è diminuita dal 9,1 per cento del 1999 al 7,5 del 2007, toccando il livello minimo degli ultimi 25 anni (cfr. figura 2). Il tasso di disoccupazione è diminuito soprattutto fra i giovani (dal 23,9 al 16,6 per cento), le donne (dal 12,7 al 9,4 per cento) e, per livello di istruzione, fra i lavoratori scarsamente qualificati (dal 13,3 al 9,9 per cento) <sup>8)</sup>.

Si tratta di un'evoluzione incoraggiante, a dimostrazione del fatto che le passate riforme del mercato del lavoro, l'immigrazione e la moderazione salariale hanno concorso a superare alcuni vincoli che gravavano sulla crescita, determinati da mercati del lavoro rigidi ed eccessivamente regolamentati. Essa conferma altresì che una politica monetaria orientata alla stabilità dei prezzi è del tutto coerente con la creazione di posti di lavoro e un basso livello di disoccupazione. Nonostante questi progressi, però, la maggior parte dei paesi dell'area dell'euro è ancora lungi dall'aver esaurito il potenziale per ulteriori incrementi dei tassi di partecipazione e dell'occupazione. Alcuni ostacoli strutturali derivanti da rigidi assetti giuridici e di regolamentazione, un'elevata imposizione fiscale sul lavoro e distorsioni associate a regolamentazioni come quelle relative ai salari minimi impediscono o scoraggiano tuttora la partecipazione attiva di molte persone al mercato del lavoro, mantenendo bassi i tassi di occupazione e alta la disoccupazione.

L'evidenza empirica indica che la legislazione per la tutela del posto di lavoro e il cuneo fi-

Nonostante questi importanti miglioramenti...

Figura 2 Occupazione e disoccupazione nell'area dell'euro nel periodo 1991-2007



Fonti: Eurostat ed elaborazioni BCE.

...sussistono ancora ostacoli alla piena occupazione

8) Fonte: Eurostat (Indagine sulle forze di lavoro, *Labour Force Survey*).

Una minore imposizione fiscale sul lavoro favorisce l'occupazione

Vi sono però ulteriori progressi da compiere

scaie costituiscono ostacoli di rilievo per la dinamica dell'occupazione<sup>9)</sup>. Nell'ultimo decennio i paesi dell'area dell'euro, in media, hanno compiuto progressi nell'accrescere gli incentivi al lavoro, soprattutto riducendo i disincentivi a lavorare più a lungo e le agevolazioni finanziarie al prepensionamento. Per il periodo 2001-2006 il cuneo fiscale, costituito dall'ammontare delle imposte sui redditi sommato ai contributi previdenziali a carico del lavoratore e del datore di lavoro, è diminuito per vari gruppi (cfr. tavola 2). Per contro, i paesi dell'area hanno avuto relativamente meno successo nell'incrementare gli incentivi per i disoccupati a cogliere opportunità di lavoro.

A questo riguardo, i tassi di sostituzione netta<sup>10)</sup> sono aumentati fra il 2001 e il 2005. Nel contempo, anche l'indicatore del cosiddetto *unemployment trap*, che misura l'incremento di imposizione fiscale e la perdita di sussidi pubblici quando un disoccupato trova lavoro, è aumentato in misura significativa a un livello del 78,3 per cento del reddito lordo nel 2006 (cfr. la tavola 2 per i dettagli). Ulteriori riforme del sistema fiscale e di quello dei trasferimenti contribuirebbero ad aumentare gli incentivi al lavoro. La riduzione dei disincentivi al lavoro, come aliquote fiscali marginali elevate e sussidi di disoccupazione considerevoli, e l'incoraggiamento a lavorare più a lungo possono stimolare l'offerta di lavoro e l'occupazione di tutti i lavoratori, soprattutto di quelli generalmente con un minore attaccamento al mercato del lavoro, come donne, giovani e lavoratori in età avanzata.

Nel complesso, nonostante i progressi compiuti negli ultimi dieci anni, in molti paesi dell'area dell'euro molta strada resterebbe da percorrere prima di attuare riforme atte ad assicurare tassi di occupazione in linea con i paesi che registrano i migliori risultati sotto questo profilo. L'area dell'euro è ancora lontana dall'esaurire il potenziale di crescita generabile da un impiego più intensivo delle forze di lavoro nel processo produttivo. In molti paesi il mercato del lavoro è ancora caratterizzato dal fenomeno del conflitto di interessi *insider-outsider*, dove ostacoli

**Tavola 2 Cuneo fiscale e *unemployment trap* nell'area dell'euro nel periodo 2001-06**

|                                        | Livello nel 2006 | Variazione nel periodo 2001-06 |
|----------------------------------------|------------------|--------------------------------|
| Cuneo fiscale <sup>1)</sup>            |                  |                                |
| Persona singola monoreddito            | 38,2             | -0,6                           |
| Coppia sposata, monoreddito            | 32,1             | -0,3                           |
| Due redditi                            | 33,4             | -0,7                           |
| <i>Unemployment trap</i> <sup>2)</sup> | 78,3             | 2,6                            |
| <i>Low wage trap</i> <sup>3)</sup>     | 48,3             | 4,7                            |

Fonti: OECD (2007), *Taxing wages 2006-2007*. Eurostat Structural indicators database 2008; medie non ponderate. Dati disponibili solo per il periodo 2001-2006.

1) Il cuneo fiscale consiste nell'ammontare delle imposte sui redditi, dei contributi previdenziali a carico del lavoratore e del datore di lavoro, al netto di detrazioni e deduzioni, in percentuale del costo del lavoro. I dati sono calcolati con riferimento a: una persona non sposata senza figli con il 67% della retribuzione media di un lavoratore; una coppia sposata monoreddito con due bambini di 4 e 6 anni con il 100% della retribuzione media di un lavoratore; una coppia sposata con due bambini e due redditi, di cui uno pari al 100% della retribuzione media di un lavoratore e l'altro pari al 33% della retribuzione media di un lavoratore.

2) La "*unemployment trap*" è definita come la percentuale di retribuzione lorda che un disoccupato perde, quando trova lavoro, in conseguenza di maggiori imposte e contributi previdenziali corrisposti e minori sussidi percepiti. È qui calcolata con riferimento a una persona non sposata senza figli con il 67% del reddito medio di un lavoratore *full-time* del settore manifatturiero.

3) La "*low wage trap*" è definita come la percentuale di reddito lordo che un lavoratore perde in conseguenza di maggiori imposte corrisposte e minori sussidi percepiti, quando passa ad un posto di lavoro a retribuzione più elevata.

9) Cfr. anche l'articolo *Evoluzione delle caratteristiche strutturali nei mercati del lavoro dell'area dell'euro nell'ultimo decennio* nel numero di gennaio 2007 del *Bollettino mensile*.

10) I tassi di sostituzione netta misurano l'ammontare dei sussidi (compresi i sussidi di disoccupazione, l'assistenza sociale, gli assegni familiari e quelli a uso abitativo) al netto delle imposte, in rapporto alla retribuzione netta che il lavoratore o la famiglia percepiva prima della disoccupazione.

strutturali (dovuti all'assetto giuridico e normativo, a elevati oneri fiscali sul lavoro e a rigidità associate alle norme in materia di salari) rendono ardua per alcuni gruppi la partecipazione attiva al mercato del lavoro.

Un grado elevato di flessibilità aiuterebbe i mercati del lavoro nazionali ad adeguarsi agli shock economici e agevolerebbe un'allocazione efficiente del lavoro e delle altre risorse. Una sufficiente differenziazione salariale migliorerebbe le opportunità di impiego dei lavoratori meno qualificati e nelle regioni o in settori con un elevato tasso di disoccupazione. Inoltre, l'evidenza empirica segnala la possibilità di ottenere effetti di *spill-over* positivi per il mercato del lavoro e per quello dei beni e servizi: la deregolamentazione dei mercati del lavoro genererebbe una maggior crescita dell'occupazione, soprattutto quando i mercati dei beni e servizi sono più competitivi e viceversa<sup>11</sup>. Ciò ribadisce il ruolo centrale svolto dall'efficienza e dal buon funzionamento dei mercati di beni e servizi quale secondo presupposto per una crescita potenziale più sostenuta nell'area dell'euro.

### CONCORRENZA E INNOVAZIONE NEI MERCATI DEI BENI E SERVIZI

Nell'Unione europea si sono compiuti progressi nel rafforzamento della concorrenza e nell'accrescimento dell'integrazione economica nel corso degli ultimi due decenni. In particolare, il mercato unico ha apportato notevoli vantaggi per l'economia dell'UE. Secondo una stima della Commissione europea, esso ha creato 2,75 milioni di posti di lavoro e ha determinato un aumento del benessere economico pari a circa 500 euro pro capite nel 2006, che corrisponde a un incremento del 2,15 per cento del PIL dell'UE nel periodo 1992-2006<sup>12</sup>.

L'aumento della concorrenza nel mercato dei beni e servizi (a livello europeo e nazionale) genera strutture produttive più efficienti. La letteratura empirica riscontra in genere che la concorrenza nei mercati è un fattore importante per spiegare sia l'andamento della produttività del lavoro sia la dinamica dei prezzi relativi. La deregolamentazione e la liberalizzazione contribuiscono a realizzare livelli e tassi di crescita più elevati della produttività del lavoro<sup>13</sup>. Ad esempio, i vantaggi dell'apertura alla concorrenza dei settori a rete si possono osservare nelle telecomunicazioni. In questo particolare comparto la produttività per ora lavorata ha registrato una significativa accelerazione (il tasso di crescita è passato dal 4,5 per cento del periodo 1980-1995 al 7,3 per cento del periodo 1995-2005) e le tariffe telefoniche applicate dagli ex monopolisti alle chiamate nazionali e internazionali sono diminuite in media di oltre il 40 per cento in Europa fra il 2000 e il 2006. È conseguentemente aumentato il potere di acquisto dei consumatori, che ora hanno più reddito disponibile per l'acquisto di altri beni e servizi.

Ciononostante, molto rimane da fare, soprattutto in alcuni ambiti dei servizi destinati al mercato, che rappresentano circa il 70 per cento del valore aggiunto complessivo in termini nominali e dell'occupazione totale dell'area dell'euro<sup>14</sup>. Un mercato interno europeo più ampio e integrato rimane chiaramente una priorità nel perseguimento di un'effettiva concorrenza nel

**Flessibilità salariale  
e concorrenza favoriscono  
la creazione di posti di lavoro**

**Una crescente integrazione  
economica**

**Più concorrenza,  
deregolamentazione  
e liberalizzazione**

**Rimane fondamentale  
una maggiore concorrenza  
nei servizi**

11) Cfr., ad esempio, Berger, H., e S. Danninger (2007), *The employment effects of labor and product market deregulation and their implications for structural reform*, Staff Paper del Fondo monetario internazionale, Vol. 54, n. 3.

12) Commissione europea, *The single market: review of achievements*, novembre 2007.

13) Cfr. Conway, P., D. De Rosa, G. Nicoletti e F. Steiner (2006), *Regulation, Competition and Productivity Convergence*, Working paper del Dipartimento economico dell'OCSE, n. 509, nonché la letteratura ivi citata.

14) Per un'analisi dettagliata del grado di concorrenza nel settore dei servizi dell'area dell'euro e i relativi effetti sulla produttività del lavoro e sui prezzi, cfr. l'articolo *Concorrenza e performance economica del settore dei servizi dell'area dell'euro* nel numero di maggio 2007 del *Bollettino mensile*.

mercato dell'energia e nell'applicazione della Direttiva sui servizi <sup>15)</sup>. La crescente importanza economica dei servizi suggerisce che il miglioramento del tenore di vita in Europa probabilmente dipende, in larga misura, da un grado elevato di concorrenza e da un miglioramento della produttività in questo settore.

Al fine di sfruttare appieno la produttività potenziale, le riforme del mercato dei beni e servizi vanno affiancate da politiche tese a sostenere l'innovazione e i cambiamenti tecnologici. Fra queste si annoverano l'affrancamento del potenziale di impresa mediante la creazione di un contesto economico favorevole all'imprenditorialità, l'adozione di misure atte a favorire l'innovazione attraverso maggiori investimenti in ricerca e sviluppo (R&S) e l'attuazione di politiche orientate a migliorare il capitale umano.

Un contesto economico favorevole all'imprenditorialità comporterebbe normative meno numerose e più efficaci, che concorrano soprattutto allo sviluppo di piccole e medie imprese entro e oltre i confini nazionali, nonché un'azione positiva per agevolare l'accesso ai finanziamenti di cui tali imprese necessitano. L'Europa presenta tuttora ritardi in questo ambito. Ad esempio, il finanziamento attraverso *venture capital* in Europa rappresenta una quota esigua dei volumi raggiunti negli Stati Uniti, in rapporto alle dimensioni di ciascuna economia. La promozione degli investimenti in R&S è un'altra questione importante. Nel 2005 tali investimenti sono ammontati all'1,9 per cento del PIL dell'area dell'euro, contro il 2,7 per cento degli Stati Uniti.

Oltre alle riforme strutturali, politiche di bilancio orientate alla stabilità sono un requisito essenziale per il regolare funzionamento dell'UEM. La prossima sezione si occupa delle questioni relative alle politiche di bilancio.

## 4.2 LE POLITICHE DI BILANCIO

La presente sezione sottolinea l'importanza di finanze pubbliche solide e fornisce anche una rassegna dell'evoluzione di queste ultime prima e durante la Terza fase dell'UEM, dell'attuazione del Patto di stabilità e crescita, nonché delle sfide per i bilanci pubblici a medio e più lungo termine (per informazioni sull'assetto istituzionale relativo alle politiche di bilancio nell'UEM cfr. il capitolo 2).

Le politiche di bilancio possono esercitare un impatto significativo sulla crescita economica e sulle pressioni inflazionistiche mediante il livello e la composizione delle entrate e delle uscite delle amministrazioni pubbliche, nonché il disavanzo di bilancio e il debito pubblico <sup>16)</sup>. Disavanzi elevati possono generare pressioni sull'inflazione e dal lato della domanda, che potrebbero costringere l'autorità monetaria a mantenere tassi di interesse a breve termine su un livello più elevato di quanto necessario in altre circostanze. Le politiche di bilancio possono altresì minare alle fondamenta la fiducia in una politica monetaria orientata alla stabilità qualora gli operatori privati giungano a immaginare che l'eccessivo indebitamento pubblico finirà per essere colmato dalla banca centrale. Politiche di bilancio solide e sostenibili sono quindi un

**Per l'UEM sono essenziali  
politiche di bilancio orientate  
alla stabilità**

15) La Direttiva sui servizi nel mercato interno, che mira a sostenere la libertà di insediamento delle società dell'UE in altri Stati membri e la libera circolazione dei servizi, è stata adottata dal Parlamento europeo e dal Consiglio nel dicembre 2006 e ora deve essere recepita dagli Stati membri negli ordinamenti nazionali entro la fine del 2009.

16) Cfr. l'articolo *L'influenza delle politiche di bilancio sulla stabilità economica e sui prezzi* nel numero di aprile 2004 del *Bollettino mensile*.



requisito essenziale per una crescita economica sostenibile e un regolare funzionamento dell'unione monetaria, evitando anche squilibri fra i vari paesi (cfr. sezione 4.3).

Sono stati istituiti svariati dispositivi istituzionali a livello dell'UE per assicurare adeguate politiche di bilancio nazionali orientate al medio periodo e finanze pubbliche sostenibili nell'UEM. In particolare, ai sensi del Trattato sull'Unione europea gli Stati membri che adottano l'euro sono tenuti a evitare disavanzi pubblici eccessivi. Questi sono valutati a fronte dei valori di riferimento del 3 e del 60 per cento in rapporto al PIL rispettivamente per il disavanzo e il debito delle amministrazioni pubbliche. Inoltre, il Patto di stabilità e crescita, adottato nel 1997 e modificato nel 2005, obbliga gli Stati membri dell'UE a perseguire obiettivi di bilancio prossimi al pareggio o in avanzo nel medio termine. I paesi con tali posizioni dovrebbero disporre di un margine atto a consentire il funzionamento degli stabilizzatori automatici di bilancio senza superare la soglia del 3 per cento fissata per il disavanzo, attenuando così l'impatto del ciclo economico e contribuendo al regolare funzionamento dell'UEM<sup>17)</sup>.

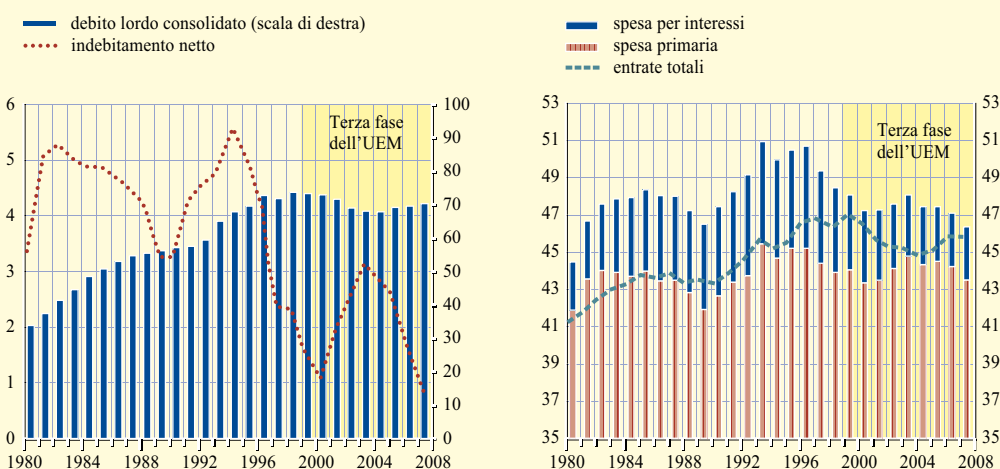
#### LA FINANZA PUBBLICA NELL'AREA DELL'EURO PRIMA E DURANTE LA TERZA FASE DELL'UEM

Nei decenni precedenti all'UEM in molti paesi europei le politiche di bilancio erano caratterizzate da tassi di crescita della spesa insostenibili, pressione fiscale in aumento e costante incremento del debito pubblico. Negli anni ottanta e nei primi anni novanta il disavanzo delle amministrazioni pubbliche rispetto al PIL si collocava, in media, su un valore dell'ordine del 4-5 per cento e il rapporto debito pubblico/PIL era salito da meno del 40 per cento al 70 per cento circa (cfr. figura 3 e tavola 3). Da allora la posizione di bilancio aggregata dei paesi dell'area dell'euro è migliorata considerevolmente. In particolare, nel periodo precedente alla Terza fase dell'UEM l'indebitamento pubblico è sensibilmente diminuito e nel 2000 il rapporto disavanzo/PIL (al netto dei ricavi per la vendita delle licenze UMTS) ha toccato il livello

Le posizioni di bilancio  
sono migliorate...

**Figura 3 Andamento dei conti pubblici dell'area dell'euro nel periodo 1980-2007**

(in percentuale del PIL)



Fonti: Commissione europea, BCN ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati non includono i proventi della vendita delle licenze UMTS.

17) Cfr. l'articolo *L'UEM e la conduzione delle politiche di bilancio* nel numero di gennaio 2004 del *Bollettino mensile*.

**Tavola 3 I saldi di bilancio delle amministrazioni pubbliche nel periodo 1990-2007**

(in percentuale del PIL)

|                | 1990-1998 | 1998-2007 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
|----------------|-----------|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Belgio         | -5,0      | -0,2      | -0,5 | 0,1  | 0,4  | 0,0  | 0,0  | 0,0  | -2,3 | 0,3  | -0,2 |
| Germania       | -         | -2,4      | -1,5 | -1,1 | -2,8 | -3,7 | -4,0 | -3,8 | -3,4 | -1,6 | 0,0  |
| Irlanda        | -         | 1,6       | 2,7  | 4,7  | 0,9  | -0,6 | 0,4  | 1,4  | 1,6  | 3,0  | 0,3  |
| Grecia         | -         | -4,5      | -3,4 | -3,7 | -4,9 | -4,7 | -5,6 | -7,4 | -5,1 | -2,6 | -2,8 |
| Spagna         | -         | 0,1       | -1,4 | -1,1 | -0,6 | -0,5 | -0,2 | -0,3 | 1,0  | 1,8  | 2,2  |
| Francia        | -         | -2,6      | -1,8 | -1,5 | -1,6 | -3,2 | -4,1 | -3,6 | -2,9 | -2,4 | -2,7 |
| Italia         | -         | -2,9      | -1,7 | -2,0 | -3,1 | -2,9 | -3,5 | -3,5 | -4,2 | -3,4 | -1,9 |
| Cipro          | -         | -2,7      | -4,3 | -2,3 | -2,2 | -4,4 | -6,5 | -4,4 | -2,4 | -1,2 | 3,3  |
| Lussemburgo    | -         | 2,3       | 3,4  | 6,0  | 6,1  | 2,1  | 0,5  | -1,2 | -0,1 | 1,3  | 2,9  |
| Malta          | -         | -5,3      | -7,7 | -6,2 | -6,4 | -5,5 | -9,8 | -4,6 | -3,2 | -2,5 | -1,8 |
| Paesi Bassi    | -3,0      | -0,5      | 0,4  | 1,3  | -0,2 | -2,0 | -3,1 | -1,7 | -0,3 | 0,5  | 0,4  |
| Austria        | -         | -1,5      | -2,2 | -2,1 | 0,0  | -0,6 | -1,4 | -3,7 | -1,5 | -1,5 | -0,5 |
| Portogallo     | -         | -3,6      | -2,8 | -3,2 | -4,3 | -2,9 | -2,9 | -3,4 | -6,1 | -3,9 | -2,6 |
| Slovenia       | -         | -2,4      | -3,1 | -3,8 | -4,5 | -2,5 | -2,7 | -2,3 | -1,5 | -1,2 | -0,1 |
| Finlandia      | -         | 3,9       | 1,6  | 6,9  | 5,0  | 4,1  | 2,6  | 2,4  | 2,9  | 4,1  | 5,3  |
| Area dell'euro | -         | -1,9      | -1,4 | -1,0 | -1,9 | -2,5 | -3,1 | -2,9 | -2,5 | -1,3 | -0,6 |

Fonti: Commissione europea, BCN ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati relativi al periodo 1990-98 e 1999-2007 sono medie annue. I dati della Germania per il 1990 si riferiscono solo alla Germania Ovest. I dati non includono i proventi della vendita delle licenze UMTS (Universal Mobile Telecommunications Systems).

minimo dell'1 per cento del PIL. Il rapporto disavanzo/PIL dell'area dell'euro è nuovamente aumentato, toccando il 3,1 per cento del PIL nel 2003, ma in seguito è migliorato scendendo allo 0,6 per cento del PIL nel 2007, il livello più basso dai primi anni settanta.

...in gran parte per effetto di oneri per interessi più contenuti

I rapporti più bassi fra disavanzo pubblico e PIL nell'area dell'euro durante gli anni recenti possono essere attribuiti, in larga misura, a un significativo calo dei tassi di interesse e, quindi, degli oneri per il pagamento di interessi, che sono diminuiti da circa il 5,5 per cento del PIL dei primi anni novanta a poco meno del 3 per cento del PIL dal 2005. Al di là di questo fatto, la valutazione dei contributi relativi delle entrate pubbliche e della spesa primaria al risanamento dei conti pubblici è resa più complessa dalla reattività di queste variabili al ciclo economico. Analizzando gli andamenti su un orizzonte più ampio, il rapporto fra spesa pubblica primaria e PIL è rimasto sostanzialmente costante dalla metà degli anni ottanta, mentre il rapporto entrate/PIL ha registrato un aumento strutturale prima della Terza fase dell'UEM. Dal 1999 i rapporti sia delle entrate pubbliche sia della spesa primaria rispetto al PIL hanno oscillato attorno a livelli elevati ma sostanzialmente costanti, a indicazione del fatto che è cessata la tendenza dei decenni precedenti a sempre maggiori entrate e uscite pubbliche in rapporto al PIL.

Alcuni rapporti debito/PIL devono essere ulteriormente ridotti

Il miglioramento della posizione di bilancio aggregata dell'area dell'euro negli ultimi venti anni riflette un significativo grado di convergenza verso finanze pubbliche sostenibili fra i paesi partecipanti. È degno di nota il fatto che siano scomparsi in larga misura i disavanzi di bilancio molto elevati osservati in alcuni paesi negli anni ottanta e nei primi anni novanta. In particolare nei paesi con un debito considerevole, l'onere per interessi è notevolmente diminuito in ragione dei tassi di interessi segnatamente inferiori ora corrisposti sul debito pubblico in essere. Questo può essere considerato prevalentemente un vantaggio derivante dall'eliminazione del rischio di cambio e dalla transizione a politiche macroeconomiche più orientate alla stabilità in seno

**Tavola 4 Le posizioni di bilancio delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro nel periodo 1990-2007**

(in percentuale del PIL)

|                | Debito    |           |       |       | Spesa primaria |           |      |      | Interessi |           |      |      |
|----------------|-----------|-----------|-------|-------|----------------|-----------|------|------|-----------|-----------|------|------|
|                | 1990-1998 | 1999-2007 | 1998  | 2007  | 1990-1998      | 1999-2007 | 1998 | 2007 | 1990-1998 | 1999-2007 | 1998 | 2007 |
| Belgio         | 127,0     | 98,8      | 117,1 | 84,6  | 42,9           | 44,4      | 43,0 | 44,9 | 9,6       | 5,4       | 7,4  | 3,9  |
| Germania       | n.d.      | 63,3      | 60,3  | 65,0  | n.d.           | 44,1      | 44,7 | 41,1 | n.d.      | 2,9       | 3,4  | 2,8  |
| Irlanda        | n.d.      | 32,4      | 54,0  | 25,5  | n.d.           | 32,4      | 31,1 | 35,4 | 5,8       | 1,4       | 3,3  | 0,9  |
| Grecia         | n.d.      | 100,5     | 105,8 | 94,5  | n.d.           | 39,6      | 41,0 | 39,4 | n.d.      | 5,5       | 8,5  | 3,9  |
| Spagna         | n.d.      | 49,3      | 64,1  | 36,2  | n.d.           | 36,4      | 36,9 | 37,2 | 4,5       | 2,4       | 4,2  | 1,6  |
| Francia        | 48,7      | 61,5      | 59,4  | 64,2  | 49,8           | 49,8      | 49,4 | 50,0 | 3,2       | 2,8       | 3,3  | 2,6  |
| Italia         | n.d.      | 106,9     | 114,9 | 104,0 | n.d.           | 42,7      | 41,3 | 43,8 | n.d.      | 5,4       | 7,9  | 4,7  |
| Cipro          | n.d.      | 64,0      | 58,4  | 59,8  | n.d.           | 37,9      | 33,7 | 40,0 | 3,1       | 3,3       | 3,1  | 3,1  |
| Lussemburgo    | n.d.      | 6,4       | 7,4   | 6,8   | n.d.           | 39,6      | 40,6 | 37,3 | n.d.      | 0,2       | 0,4  | 0,2  |
| Malta          | n.d.      | 63,8      | 53,4  | 62,6  | n.d.           | 40,4      | 39,8 | 39,3 | 2,6       | 3,5       | 3,2  | 3,3  |
| Paesi Bassi    | 74,6      | 51,8      | 65,7  | 45,4  | 46,7           | 43,0      | 42,0 | 43,8 | 5,6       | 2,8       | 4,7  | 2,2  |
| Austria        | n.d.      | 64,1      | 64,3  | 59,1  | n.d.           | 47,7      | 50,0 | 45,6 | n.d.      | 3,0       | 3,5  | 2,6  |
| Portogallo     | 56,5      | 57,5      | 52,1  | 63,6  | n.d.           | 42,4      | 39,5 | 42,9 | n.d.      | 2,8       | 3,3  | 2,9  |
| Slovenia       | n.d.      | 26,8      | 23,1  | 24,1  | n.d.           | 44,6      | 44,1 | 41,9 | 2,3       | 1,9       | 2,3  | 1,4  |
| Finlandia      | n.d.      | 41,9      | 48,2  | 35,4  | n.d.           | 47,2      | 49,0 | 46,1 | n.d.      | 2,0       | 3,5  | 1,4  |
| Area dell'euro | n.d.      | 69,0      | 72,8  | 66,4  | n.d.           | 44,0      | 44,0 | 43,3 | n.d.      | 3,4       | 4,6  | 3,0  |

Fonti: Commissione europea, BCN ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati non includono i proventi della vendita delle licenze UMTS (Universal Mobile Telecommunications Systems). I dati della Germania per il 1990 si riferiscono solo alla Germania Ovest.

all'UEM<sup>18)</sup>. Tuttavia, ciò implica che le misure del disavanzo primario sono migliorate in misura inferiore. Inoltre, vi è stato un miglioramento solo limitato dei rapporti debito pubblico/PIL e desta preoccupazione il fatto che alcuni paesi membri dell'area dell'euro abbiano ancora nel 2007 rapporti debito/PIL decisamente superiori al livello di riferimento del 60 per cento del PIL (cfr. tavola 4).

### L'ATTUAZIONE DEL PATTO DI STABILITÀ E CRESCITA

L'attuazione del sistema di sorveglianza dei conti pubblici nell'UEM ha fatto fronte a molte sfide connesse all'andamento della finanza pubblica nei paesi dell'area dell'euro dal 1999. Mentre diversi Stati membri sono riusciti a conseguire e/o mantenere posizioni di bilancio prossime al pareggio o in avanzo come prescritto dal "meccanismo preventivo" del Patto di stabilità e crescita (ovvero le procedure miranti a evitare il manifestarsi di disavanzi eccessivi), altri non vi sono riusciti. In alcuni paesi, gli obiettivi di bilancio a medio termine fissati nei programmi annuali di stabilità sono stati regolarmente disattesi a causa di ipotesi eccessivamente ottimistiche sull'andamento macroeconomico e dei conti pubblici, di una carenza di sforzi di risanamento e di sconfinamenti di spesa riconducibili, in parte, a una mancanza di volontà politica di rispettare gli impegni assunti.

Di conseguenza, durante il rallentamento economico del periodo 2001-2003, in vari paesi (Germania, Grecia, Francia, Italia, Paesi Bassi e Portogallo) i disavanzi hanno toccato o superato il valore di riferimento del 3 per cento del PIL (cfr. tavola 3). In questo contesto, i pareri erano discordanti circa l'appropriata applicazione del "meccanismo correttivo" del Patto (ovvero le procedure miranti ad assicurare una rapida correzione dei disavanzi eccessivi) e sono culminati nella decisione del Consiglio Ecofin del novembre 2003 di sospendere le procedure per i disavanzi eccessivi nei confronti di Germania e Francia. Ne è seguito un dibattito che ha portato alla riforma del Patto, conclusasi nella primavera del 2005 (cfr. capitolo 2).

18) Cfr. l'articolo *Politiche di bilancio e mercati finanziari* nel numero di febbraio 2006 del *Bollettino mensile*.

**Le norme in materia di finanza pubblica nell'UEM sono state confrontate a varie sfide**

L'attuazione complessiva  
è suscettibile di miglioramenti

L'invecchiamento  
della popolazione costituisce  
una sfida importante

Dal 2005 l'attuazione del Patto di stabilità e crescita così riformato è stata agevolata dall'avvio di una congiuntura economica più favorevole e di una crescita delle entrate pubbliche particolarmente vivace. Di conseguenza, i disavanzi di bilancio sono stati riportati al 3 per cento del PIL o su valori inferiori in tutti i paesi dell'area dell'euro. Persistono tuttavia differenze considerevoli riguardo alla misura in cui i periodi favorevoli sono stati impiegati per accelerare il risanamento dei conti pubblici. Ad esempio, mentre il maggior gettito fiscale ha consentito alla Germania di conseguire nel 2007 un bilancio in pareggio, in Francia e Italia gli introiti straordinari sono stati impiegati in larga misura per aumentare la spesa o ridurre le imposte. Di conseguenza, i disavanzi di questi paesi rimangono relativamente prossimi al 3 per cento del PIL, lasciando un margine di manovra scarso o nullo nell'eventualità di un rallentamento economico. Nel complesso, pertanto, l'attuazione del Patto, anche dopo la riforma, può essere definita come un successo parziale ancora da sottoporre al vero banco di prova.

#### LE SFIDE PER LA FINANZA PUBBLICA NEL MEDIO E PIÙ LUNGO PERIODO

Il fatto che molti paesi dell'area dell'euro non siano riusciti a conseguire più rapidamente o a mantenere solide posizioni di bilancio né a ridurre i rapporti del debito pubblico rispetto al PIL è motivo di particolare preoccupazione in considerazione delle future sfide per la finanza pubblica poste dall'invecchiamento della popolazione. Secondo le più recenti stime della Commissione europea e del Comitato di politica economica dell'UE, la spesa pubblica per pensioni, sanità e lungodegenza dovrebbe aumentare del 4,7 per cento del PIL fra il 2004 e il 2050 nel complesso dell'area dell'euro, mentre le stime per alcuni paesi sono alquanto superiori a questo dato<sup>19)</sup>. Solo una quota relativamente esigua di questa spesa aggiuntiva verrebbe compensata da una minor spesa per sussidi di disoccupazione e istruzione. Stime più recenti dell'OCSE suggeriscono che l'onere per i conti pubblici riconducibile all'invecchiamento potrebbe essere addirittura superiore a quanto ipotizzato in precedenza, soprattutto nell'ambito della sanità e della lungodegenza (cfr. tavola 5)<sup>20)</sup>. Nella maggior parte dei paesi il risanamento dei conti pubblici è chiaramente insufficiente a far fronte da solo a tali sfide per cui sono necessarie anche ulteriori riforme sistemiche e/o parametriche, soprattutto dei sistemi pensionistici<sup>21)</sup>.

A prescindere da questa considerazione, rimane una sfida fondamentale per i paesi dell'area dell'euro migliorare la qualità delle finanze pubbliche per promuovere la crescita economica. Una riforma del sistema fiscale e di quello dei trasferimenti può sostenere una maggior occupazione e la crescita della produttività. Inoltre, il fatto di assegnare priorità e incrementare l'efficienza nella spesa pubblica potrebbe creare i margini per attenuare la pressione fiscale tuttora elevata in molti paesi membri<sup>22)</sup>.

Politiche di bilancio orientate alla stabilità sono un requisito essenziale per una crescita economica sostenibile e per il regolare funzionamento dell'unione monetaria, nonché per evitare inutili differenziali fra i paesi. La sezione seguente presenterà alcuni fatti stilizzati sui differenziali fra i paesi per quanto concerne la crescita del prodotto in termini reali e l'occupazione.

19) Cfr. Commissione europea (2006), "The long-term sustainability of public finances in the European Union", *European Economy*, n. 4.

20) Cfr. OCSE, *Economic Outlook*, giugno 2007.

21) Cfr. l'articolo *Evoluzione demografica nell'area dell'euro: previsione e conseguenze* nel numero di ottobre 2006 del *Bollettino mensile*. Cfr. anche Maddaloni, A., A. Musso, P. C. Rother, M. Ward-Warmedinger e T. Westermann, *Macroeconomic implications of demographic developments in the euro area*, Occasional Paper della BCE, n. 51.

22) Cfr. l'articolo *L'importanza delle riforme della spesa pubblica per la crescita economica e la stabilità* nel numero di aprile 2006 del *Bollettino mensile*.

**Tavola 5 Variazione attesa del rapporto tra alcune spese legate all'invecchiamento della popolazione e il PIL tra il 2004 e il 2050<sup>1)</sup>**

|                              | Pensioni (1) |      | Assistenza sanitaria (2) |      | Lungo degenza (3) |      | Totale (1+2+3) |      |
|------------------------------|--------------|------|--------------------------|------|-------------------|------|----------------|------|
|                              | CE/EPC       | OCSE | CE/EPC                   | OCSE | CE/EPC            | OCSE | CE/EPC         | OCSE |
| Belgio                       | 5,1          | 5,1  | 1,4                      | 3,3  | 0,9               | 1,9  | 7,4            | 10,3 |
| Germania                     | 1,7          | 2,0  | 1,2                      | 3,6  | 1,0               | 1,9  | 3,9            | 7,5  |
| Irlanda                      | 6,4          | 6,5  | 2,0                      | 4,0  | 0,6               | 3,8  | 9,0            | 14,3 |
| Grecia                       | -            | 3,9  | 1,7                      | 3,9  | -                 | 2,7  | 1,7            | 10,5 |
| Spagna                       | 7,1          | 7,0  | 2,2                      | 4,1  | 0,5               | 2,4  | 9,8            | 13,5 |
| Francia                      | 2,0          | 2,1  | 1,8                      | 3,5  | 0,2               | 1,7  | 4,0            | 7,3  |
| Italia                       | 0,4          | 0,4  | 1,3                      | 3,8  | 0,7               | 2,9  | 2,4            | 7,1  |
| Cipro                        | 12,9         | n.d. | 1,1                      | n.d. | n.d.              | n.d. | 14,0           | n.d. |
| Lussemburgo                  | 7,4          | 7,4  | 1,2                      | 1,4  | 0,6               | 3,1  | 9,2            | 11,9 |
| Malta                        | -0,4         | n.d. | 1,8                      | n.d. | 0,2               | n.d. | 1,6            | n.d. |
| Paesi Bassi                  | 3,5          | 3,8  | 1,3                      | 3,8  | 0,6               | 2,0  | 5,4            | 9,6  |
| Austria                      | -1,2         | -1,0 | 1,6                      | 3,8  | 0,9               | 2,0  | 1,3            | 4,8  |
| Portogallo                   | 9,7          | 9,3  | 0,5                      | 4,2  | 0,4               | 2,0  | 10,6           | 15,5 |
| Slovenia                     | 7,3          | n.d. | 1,6                      | n.d. | 1,2               | n.d. | 10,1           | n.d. |
| Finlandia                    | 3,1          | 3,3  | 1,4                      | 3,6  | 1,8               | 2,4  | 6,3            | 9,3  |
| Area dell'euro <sup>2)</sup> | 2,6          | 3,0  | 1,5                      | 3,7  | 0,6               | 2,2  | 4,7            | 8,9  |

Fonti: *Economic Policy Committee (EPC)*, *Ageing Working Group*, gennaio 2006 e OCSE, *Economic Outlook* (2007).

Nota: n.d. = non disponibile.

1) A causa di minori spese per istruzione e disoccupazione, è attesa una lieve flessione della spesa totale.

2) Grecia, Cipro, Malta e Slovenia non sono inclusi.

### 4.3 I DIFFERENZIALI FRA I PAESI

L'andamento macroeconomico complessivo dell'area dell'euro, descritto anche nella sezione 4.1, cela alcune differenze fra i paesi membri. Questa sezione tratta tali diversità, innanzitutto, in termini di differenziali del PIL reale e, quindi, in termini di evoluzione dei prezzi e dei costi fra i vari paesi dell'area dell'euro<sup>23)</sup>.

È normale che nell'area dell'euro, come in qualsiasi unione monetaria, vi siano differenziali nella crescita del prodotto reale e nell'inflazione, come ad esempio quelli connessi agli effetti della convergenza, che si manifestano quando il livello di reddito di un paese si allinea a quello di altri paesi maggiormente sviluppati nell'unione monetaria. Altri differenziali, se protratti nel tempo, possono dare origine a criticità. Ad esempio, le differenze possono riflettere politiche economiche nazionali inadeguate, rigidità strutturali o un malfunzionamento dei meccanismi di aggiustamento in singoli paesi, che andrebbero affrontati dalle autorità nazionali competenti. I differenziali dovuti a una carenza d'integrazione fra paesi vanno fronteggiati mediante la piena attuazione del mercato unico. Per evitare che un paese o una regione nell'area dell'euro, colpita da uno shock specifico a quella data area geografica, entri in una fase di protratta crescita debole ed elevata disoccupazione o in una lunga fase di surriscaldamento, è necessario prevedere efficaci meccanismi di correzione. La politica monetaria unica della BCE non può affrontare direttamente i differenziali di crescita e inflazione: essa, piuttosto, concorre al regolare funzionamento dell'UEM mantenendo la stabilità dei prezzi nel complesso dell'area dell'euro.

**I differenziali macroeconomici in un'unione monetaria sono normali**

23) Cfr. l'articolo *Origini e implicazioni dei differenziali di crescita del prodotto nell'area dell'euro* nel numero di aprile 2007 del *Bollettino mensile*.

Nell'area dell'euro  
i differenziali di crescita  
del prodotto sono contenuti

I differenziali di crescita  
sono persistenti...

## ANDAMENTO DELLA CRESCITA DEL PIL IN TERMINI REALI NEI VARI PAESI DELL'AREA DELL'EURO

I tassi di crescita del prodotto non presentano un elevato grado di variabilità tra paesi dell'area dell'euro; ciò vale sia in termini storici sia rispetto ad altre aree valutarie.

Come si evince dalla figura 4, la dispersione dei tassi di crescita del PIL in termini reali nel gruppo dei 12 paesi che costituivano l'area dell'euro nel 2001, misurata dalla deviazione standard non ponderata, ha oscillato attorno ai 2 punti percentuali e non ha esibito un evidente spostamento verso l'alto o verso il basso negli ultimi 35 anni.

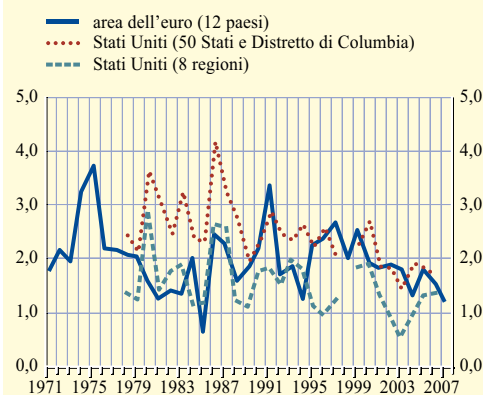
Il grado attuale di dispersione della crescita del prodotto all'interno dell'area dell'euro non sembra differire in misura significativa da quello osservato nelle varie regioni o Stati che compongono gli Stati Uniti (cfr. figura 4)<sup>24</sup>.

Quanto agli andamenti nei singoli paesi (cfr. tavola 6), i tassi di crescita in alcuni di essi sono stati persistentemente superiori alla media dell'area dell'euro dagli inizi degli anni novanta. Più in generale, i differenziali di crescita del PIL in termini reali fra i paesi dell'area dell'euro hanno riflesso in larga misura differenze durevoli della componente di *trend* e, in grado inferiore, di quella ciclica. Il grado di sincronizzazione del ciclo economico fra i paesi dell'area dell'euro, invece, sembra essere aumentato dagli inizi degli anni novanta.

Le ragioni del protrarsi dei differenziali di crescita del prodotto nell'area dell'euro possono essere connesse, ad esempio, alle politiche strutturali (compresa l'architettura istituzionale), a diverse evoluzioni dei fattori dell'offerta e dei processi di convergenza, nonché alla combinazione di shock specifici per ciascun paese e al funzionamento dei meccanismi di aggiustamento.

**Figura 4 Dispersione del tasso di crescita del PIL tra i paesi dell'area dell'euro e le regioni e gli Stati degli USA**

(deviazione standard non ponderata in punti percentuali)



Fonti: Commissione europea e US Bureau of Economic Analysis.  
Nota: le due serie riferite agli Stati Uniti presentano una interruzione nel periodo 1997-99, non essendo disponibili dati per il 1998.

**Tavola 6 Tassi di crescita del PIL nei paesi dell'area dell'euro**

(variazioni percentuali sui dodici mesi)

|                | 1980-1989 | 1990-1998 | 1999-2007 |
|----------------|-----------|-----------|-----------|
| Area dell'euro | 2,3       | 2,0       | 2,2       |
| Belgio         | 2,2       | 3,4       | 2,3       |
| Germania       | 2,0       | 2,3       | 1,5       |
| Irlanda        | 3,1       | 6,7       | 6,4       |
| Spagna         | 2,7       | 2,5       | 3,8       |
| Grecia         | 0,8       | 1,7       | 4,1       |
| Francia        | 2,5       | 1,7       | 2,1       |
| Italia         | 2,6       | 1,4       | 1,4       |
| Cipro          | -         | 4,5       | 3,7       |
| Lussemburgo    | 4,6       | 4,4       | 5,2       |
| Malta          | -         | 4,8       | 2,4       |
| Paesi Bassi    | 1,7       | 3,0       | 2,3       |
| Austria        | 2,0       | 2,5       | 2,3       |
| Portogallo     | 3,4       | 2,8       | 1,7       |
| Slovenia       | -         | 1,4       | 4,4       |
| Finlandia      | 3,6       | 1,3       | 3,4       |

Fonti: Eurostat e Commissione europea.  
Nota: i dati per il 2007 sono stime della Commissione europea (*Autumn Forecasts*, 2007).

24) Per una rassegna completa dell'evidenza circa i differenziali di crescita del prodotto, cfr. Benalal, N., J. L. Diaz del Hoyo, B. Pierluigi e N. Vidalis (2006), *Output growth differentials across the euro area countries: some stylised facts*, Occasional Paper della BCE, n. 45.



I differenziali di crescita del prodotto potrebbero riflettere in parte un lungo processo di convergenza dei paesi a più basso reddito. Nel gruppo a basso reddito dei paesi dell'area dell'euro degli anni ottanta, Irlanda, Grecia e Spagna hanno compiuto successivamente progressi considerevoli, mentre il PIL pro capite rispetto all'area dell'euro del Portogallo è diminuito dall'introduzione del contante in euro. L'Irlanda ha raggiunto la media dell'area dell'euro già alla fine degli anni novanta e l'ha ampiamente superata negli anni recenti.

...in parte per effetto  
della convergenza  
e di rigidità  
nell'adeguamento...

La presenza di differenze persistenti di crescita del prodotto può riflettere, in qualche misura, l'impatto di lunga durata di shock economici e di politiche strutturali. Vi è scarsa evidenza che uno qualsiasi dei principali shock comuni negli anni recenti, di per se stesso, abbia costituito un fattore rilevante nei differenziali persistenti di crescita del PIL in termini reali. Al contrario, la letteratura empirica disponibile mostra che gli shock specifici per paese e i cambiamenti nelle politiche economiche, quali le politiche di bilancio e le riforme strutturali, hanno svolto negli anni recenti un ruolo più importante nel generare differenziali di crescita del prodotto rispetto agli shock comuni e che gli effetti di tali fattori possono essere molto persistenti <sup>25)</sup>.

...ma anche per le politiche  
di bilancio e strutturali

Il lento funzionamento dei meccanismi di aggiustamento può accrescere ulteriormente i differenziali di espansione del prodotto derivanti dagli shock specifici per paese. In un'unione monetaria come l'area dell'euro, con una valuta unica e un'unica politica monetaria, il principale meccanismo di correzione (in assenza di un elevato grado di mobilità del lavoro e di trasferimenti fiscali fra i paesi) è costituito dagli scambi commerciali fra i paesi, detto anche "canale della competitività" <sup>26)</sup>. Un canale aggiuntivo di natura lievemente diversa è il "canale della ripartizione del rischio" <sup>27)</sup>. L'evidenza disponibile mostra che i meccanismi di correzione legati agli scambi commerciali richiederebbero, a causa di rigidità strutturali e di una carenza della piena attuazione del mercato unico, un periodo relativamente lungo per affermarsi nell'area dell'euro. Ciò fa sì che in risposta a shock asimmetrici, si possano osservare differenziali di prezzo e di inflazione più ampi, nonché una maggior disoccupazione regionale, rispetto a quanto avverrebbe con un grado più elevato di concorrenza e di integrazione economica fra i paesi.

## I DIFFERENZIALI DI INFLAZIONE E DI CRESCITA DEL COSTO DEL LAVORO FRA I PAESI DELL'AREA DELL'EURO

Il processo di convergenza reale è stato accompagnato da un calo della dispersione dell'inflazione e della crescita del costo del lavoro all'interno dell'area dell'euro. I differenziali di inflazione sono diminuiti fra i paesi dell'area e sono attualmente su livelli simili a quelli osservati negli Stati Uniti. La dispersione dell'inflazione può essere riconducibile a correzioni di equilibrio e alla convergenza del livello dei prezzi. Essi possono però essere dovuti anche a rigidità strutturali, nonché a un'eccessiva crescita dei salari e quindi, se protratti nel tempo, potrebbero indurre perdite di competitività con effetti avversi sul prodotto e sull'occupazione.

Dagli anni novanta il grado di dispersione dell'inflazione nel gruppo dei 12 paesi che costituivano l'area dell'euro nel 2001 è diminuito, stabilizzandosi a partire dal 1998 (cfr. figura 5).

Nel complesso l'inflazione  
dell'area dell'euro è diminuita

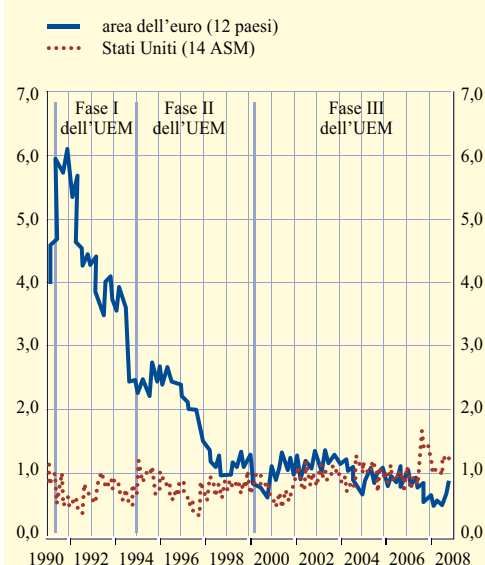
25) Le recenti analisi su questa questione sono riportate in Giannone, D. e L. Reichlin (2006), *Trends and cycles in the euro area: how much heterogeneity and should we worry about it?*, Working Paper della BCE, n. 595, nonché in Buisán, A. e F. Restoy (2005), *Cross-country macroeconomic heterogeneity in EMU*, Occasional Paper del Banco de España, n. 0504.

26) Il canale della competitività funziona così: a seguito di uno shock sui salari o di uno shock che porta il prodotto di un paese oltre il proprio potenziale, le pressioni inflazionistiche nazionali (sui salari e su altri costi interni) determineranno un peggioramento della competitività esterna. Ciò, a sua volta, ridurrà gradualmente la domanda esterna di esportazioni da quel paese, cosicché la ridotta domanda esterna tenderà a ripristinare il prodotto sul livello potenziale e a frenare le precedenti pressioni inflazionistiche.

27) Questo meccanismo implica in sostanza che i consumi non devono necessariamente seguire l'andamento del prodotto poiché i consumatori possono finanziarsi all'estero.

**Figura 5 Dispersione dei tassi di inflazione sui dodici mesi nei paesi dell'area dell'euro e nelle 14 aree statistiche metropolitane (ASM) degli Stati Uniti dal 1990**

(deviazione standard non ponderata in punti percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE sulla base di dati Eurostat e US Bureau of Labour Statistics.

**Tavola 7 Inflazione misurata sullo IAPC/IPC**

(variazioni percentuali medie sui dodici mesi)

|                | 1980-1989 | 1990-1998 | 1999-2007 |
|----------------|-----------|-----------|-----------|
| Area dell'euro | 7,6       | 3,0       | 2,1       |
| Belgio         | 4,9       | 2,1       | 2,0       |
| Germania       | 2,9       | 2,2       | 1,6       |
| Irlanda        | 9,3       | 2,5       | 3,4       |
| Grecia         | 19,5      | 11,8      | 3,2       |
| Spagna         | 10,2      | 4,4       | 3,1       |
| Francia        | 7,4       | 2,1       | 1,8       |
| Italia         | 11,2      | 4,4       | 2,3       |
| Cipro          | –         | –         | 2,6       |
| Lussemburgo    | 4,8       | 2,4       | 2,7       |
| Malta          | –         | –         | 2,3       |
| Paesi Bassi    | 2,9       | 2,2       | 2,4       |
| Austria        | 3,8       | 2,4       | 1,7       |
| Portogallo     | 17,7      | 6,1       | 2,9       |
| Slovenia       | –         | –         | 5,5       |
| Finlandia      | 7,3       | 2,5       | 1,6       |

Fonte: BCE.

Note: i dati si riferiscono all'inflazione misurata sullo IAPC, se disponibile e, per gli anni precedenti, all'inflazione misurata sull'IPC. I dati per la Slovenia sono disponibili dal 1996, quelli di Cipro e Malta dal 1997. "Area dell'euro" si riferisce alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.

**I differenziali di inflazione sono modesti**

La figura 5, dove i dati sono confrontati a quelli degli Stati Uniti (che da molto tempo costituiscono un'unione monetaria), mostra che la dispersione dei tassi di inflazione fra le 14 aree statistiche metropolitane degli Stati Uniti hanno oscillato su un livello prossimo a quello osservato nei paesi dell'area dell'euro dal 2004<sup>28)</sup>.

Nell'area dell'euro l'inflazione complessiva è diminuita nel periodo 1999-2007 (rispetto al periodo 1990-1998), eccetto in Irlanda, Lussemburgo e Paesi Bassi, dove è aumentata (cfr. tavola 7). La scomposizione dell'evoluzione dei prezzi mostra che i costi interni nella maggioranza dei paesi dell'area sarebbe stato il fattore più importante connesso ai differenziali di inflazione rispetto alla media dell'area nel periodo 1999-2006 (cfr. tavola 8). Fra i fattori interni, avrebbero avuto un ruolo importante le differenze della crescita del costo del lavoro per unità di prodotto (a sua volta associate più a dinamiche salariali divergenti che a differenze della crescita della produttività del lavoro). Sembrano tuttavia aver contribuito ai differenziali di inflazione anche variazioni dei costi dei beni importati.

**I differenziali sono normali in un'unione monetaria**

In un'unione monetaria sono normali alcuni differenziali di costi e inflazione. Il processo di adeguamento dei costi e dei prezzi di equilibrio in un'unione valutaria è associato in genere a un adeguamento dei prezzi relativi fra regioni e settori. Tale meccanismo, che entro certi limiti è una caratteristica normale di un processo di convergenza o, più in generale, di differenziali

28) Le 14 aree statistiche metropolitane considerate sono New York, Philadelphia, Boston, Washington, Chicago, Detroit, Cleveland, Dallas, Houston, Atlanta, Miami, Los Angeles, San Francisco e Seattle.

**Tavola 8 Contributi all'inflazione sui dodici mesi nel periodo 1999-2007**

(punti percentuali medi su base annua; in relazione all'area dell'euro)

|             | Deflatore della domanda finale    |               |                          | Costi del lavoro per unità di prodotto |         |                                         |
|-------------|-----------------------------------|---------------|--------------------------|----------------------------------------|---------|-----------------------------------------|
|             | Contributi alla variazione totale |               |                          | Contributi alla variazione totale      |         |                                         |
|             | Variazione totale                 | Costi interni | Costi delle importazioni | Variazione totale                      | Redditi | Reciproco della produttività del lavoro |
| Belgio      | 0,3                               | -0,2          | 0,5                      | -0,1                                   | 0,4     | -0,5                                    |
| Germania    | -1,2                              | -1,2          | 0,0                      | -1,4                                   | -1,2    | -0,2                                    |
| Irlanda     | 0,8                               | 1,0           | -0,1                     | 1,5                                    | 3,7     | -2,1                                    |
| Grecia      | 1,5                               | 1,7           | -0,2                     | 1,3                                    | 4,1     | -2,7                                    |
| Spagna      | 1,5                               | 1,4           | 0,1                      | 1,2                                    | 0,4     | 0,8                                     |
| Francia     | -0,5                              | -0,1          | -0,4                     | 0,3                                    | 0,5     | -0,3                                    |
| Italia      | 1,7                               | 0,6           | 1,1                      | 1,0                                    | 0,0     | 0,9                                     |
| Cipro       | -1,9                              | -0,8          | -1,1                     | 1,6                                    | 1,8     | -0,2                                    |
| Lussemburgo | 1,6                               | 0,1           | 1,6                      | 1,0                                    | 3,5     | -2,5                                    |
| Malta       | 0,4                               | 0,1           | 0,3                      | 0,6                                    | 1,0     | -0,5                                    |
| Paesi Bassi | 0,1                               | 0,0           | 0,1                      | 0,7                                    | 1,1     | -0,4                                    |
| Austria     | -0,5                              | -0,5          | 0,0                      | -1,2                                   | -0,5    | -0,7                                    |
| Portogallo  | 0,9                               | 1,1           | -0,3                     | 1,6                                    | 1,7     | -0,1                                    |
| Slovenia    | 3,2                               | 1,7           | 1,5                      | 3,4                                    | 6,1     | -2,6                                    |
| Finlandia   | -0,8                              | -0,7          | -0,1                     | -0,4                                   | 0,9     | -1,2                                    |

Fonte: elaborazioni della BCE basate su dati della Commissione europea e dell'Eurostat.

Note: La tavola riporta la deviazione del tasso di crescita medio di ciascuna variabile rispetto al valore medio dell'area dell'euro. I valori nella tavola possono essere interpretati nel seguente modo: nel caso del Belgio, ad esempio, la variazione totale del deflatore della domanda finale è stata superiore di 0,3 punti percentuali a quella dell'area dell'euro nel suo complesso, in ragione d'anno, nel periodo 1999-2007. Il contributo della variazione media dei costi delle importazioni in Belgio rispetto all'area dell'euro è stata pari a 0,5 punti percentuali in ragione d'anno, mentre il contributo dei relativi costi interni è stata di -0,2 punti percentuali in ragione d'anno rispetto alla variazione relativa della domanda finale.

nell'andamento di fondo della produttività, può generare differenziali di inflazione fra regioni e settori di un'unione monetaria <sup>29)</sup>.

I differenziali di inflazione nell'area dell'euro sono stati piuttosto persistenti, nel senso che molti paesi hanno mantenuto sistematicamente uno scarto di inflazione positivo o negativo rispetto alla media dell'area dell'euro per un periodo prolungato (cfr. il riquadro 1).

Svariati fattori, intrinsecamente interconnessi, possono spiegare il sussistere di differenziali durevoli di inflazione e di crescita del costo del lavoro nell'area dell'euro <sup>30)</sup>. In particolare, si possono distinguere i fattori legati ai processi di convergenza e integrazione economica, quelli legati a differenze di lunga durata o permanenti nelle strutture economiche dei paesi e quelli indotti dalla politica economica nazionale in materia di finanza pubblica, riforme strutturali e salari oppure alle diverse reazioni regionali a politiche definite a livello di area.

Per quanto concerne innanzitutto i fattori relativi alla convergenza e all'integrazione economica, l'attuazione del mercato unico europeo nella prima metà degli anni novanta e la conseguente introduzione della moneta unica nel 1999 hanno contribuito a una marcata riduzione della dispersione del livello dei prezzi, soprattutto per i beni commerciabili. Probabilmente la convergenza dei prezzi di questi beni verso un livello comune nel lungo periodo è stata in parte responsabile dei differenziali di inflazione tra paesi registrati nei primi anni dell'euro.

**Alcuni differenziali sono dovuti alla convergenza del livello dei prezzi**

29) Cfr., fra l'altro, Angeloni, I. e M. Ehrmann (2004), *Euro area inflation differentials*, Working Paper della BCE, n. 388, nonché Altissimo, F., P. Benigno e D. Rodríguez-Palenzuela (2004), "Inflation differentials in a currency area: facts, explanations and policies", intervento al workshop della BCE *Monetary policy implications of heterogeneity in a currency area*, Francoforte, 13-14 dicembre 2004, disponibile sul sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)).

30) Cfr. l'articolo *La politica monetaria e i differenziali di inflazione in un'area valutaria eterogenea* nel numero di maggio 2005 del *Bollettino mensile*.

Alcuni differenziali sono dovuti  
a politiche inadeguate

I differenziali di inflazione nei paesi dell'area dell'euro potrebbero anche risultare dalla convergenza dei livelli dei prezzi per beni e servizi non commerciabili<sup>31)</sup>. Questo effetto di convergenza è spesso associato a differenziali di crescita fra produttività dei settori commerciabili e non commerciabili o, più in generale, al processo di convergenza del tenore di vita espresso in PIL pro capite fra le varie economie. Ad esempio, secondo l'effetto Balassa-Samuelson, i paesi che esibiscono differenze settoriali pronunciate nell'evoluzione della produttività rispetto ad altri paesi (quando la crescita della produttività è più elevata in termini relativi nel settore commerciabile) tenderebbero a registrare una crescita dei salari e un'inflazione relativamente più elevate nel settore non commerciabile. All'interno di un'unione valutaria, dove non è possibile un apprezzamento del tasso di cambio nominale, il paese in esame registrerebbe un'inflazione relativa più sostenuta nel suo complesso. Le evidenze empiriche relative a questo effetto sono però contrastanti.

In secondo luogo, i differenziali di inflazione o del livello dei prezzi possono anche discendere da normali differenze strutturali, come l'eterogeneità delle scelte dei consumatori e le differenze delle esposizioni a livello nazionale alle variazioni del tasso di cambio dell'euro e al prezzo delle materie prime. In particolare, le differenze nel grado di apertura e nella composizione del commercio internazionale potrebbero essere fattori che spiegano i differenziali di inflazione.

In terzo luogo, le politiche sia a livello di area sia a livello regionale possono esse stesse influenzare il grado di eterogeneità in un'unione valutaria. Ad esempio, la politica di bilancio può rafforzare i differenziali di inflazione mediante l'uso inappropriato degli strumenti di cui dispone (cfr. la sezione 4.2). Rigidità strutturali e carenze nella piena attuazione del mercato unico possono comportare differenziali di prezzo più ampi di quanto probabilmente si osserverebbe nel caso di un grado più elevato di concorrenza e di integrazione economica fra i paesi. Anche le politiche strutturali e in materia di salari condotte a livello nazionale o regionale possono essere fonte di differenziali. Ad esempio, il fatto che in alcuni paesi dell'area dell'euro siano presenti clausole per l'indicizzazione dei salari nei contratti collettivi può, ad esempio, ritardare le necessarie correzioni e contribuire alla persistenza dei differenziali di inflazione aumentando in tali paesi l'inerzia del processo inflazionistico.

31) Sono non commerciabili i beni e servizi scambiati prevalentemente a livello locale.

#### Riquadro I

##### LA PERSISTENZA DELL'INFLAZIONE E LE DETERMINANTI DELLA DINAMICA SALARIALE

Oltre agli shock specifici per paese, una fonte importante di differenziali di inflazione e crescita è costituita dalle differenze potenziali di flessibilità di prezzi e salari fra i vari paesi. Un'approfondita comprensione delle determinanti della dinamica di prezzi e salari nei paesi dell'area dell'euro è comunque fondamentale per la conduzione della politica monetaria. In considerazione dell'importanza di tale questione, sono stati istituiti due gruppi di ricerca a livello di SEBC: uno sulla persistenza dell'inflazione (*Inflation Persistence Network*, IPN) e uno sulla dinamica salariale (*Wage Dynamics Network*, WDN). Questo riquadro presenta i principali risultati ottenuti dai due gruppi.

L'IPN ha iniziato la propria attività nel 2003 e ha presentato i risultati delle proprie ricerche in una conferenza tenuta nel dicembre 2004<sup>1)</sup>. L'IPN ha adottato tre approcci per affrontare la

1) Cfr. Altissimo, F., M. Ehrmann e F. Smets (2005), *Inflation persistence and price-setting behaviour in the euro area – a summary of the IPN evidence*, Occasional Paper della BCE, n. 46.

questione: l'analisi dei dati macroeconomici, l'analisi dettagliata dei microdati sulle variazioni di singole voci sia per i prezzi al consumo sia per quelli alla produzione e le indagini presso le imprese allo scopo di individuare i principali fattori che ne influenzano il comportamento nella fissazione dei prezzi.

Le principali conclusioni di queste analisi sono le seguenti. Innanzitutto, nell'attuale regime monetario, si riscontra che il grado di persistenza dell'inflazione è moderato. Ciò è in contrasto con l'esperienza della precedente epoca di inflazione elevata quando, essendo le aspettative ancorate meno saldamente, gli shock sull'inflazione tendevano a influenzarla con effetti più duraturi. In secondo luogo, sulla base dei microdati circa le variazioni dei prezzi, i prezzi al consumo mostrerebbero una maggiore vischiosità rispetto agli Stati Uniti. Ad esempio, i singoli prezzi nell'area dell'euro subiscono variazioni in genere ogni 12-15 mesi, contro i sei mesi degli Stati Uniti. In terzo luogo, sussiste una considerevole eterogeneità fra i settori nella fissazione dei prezzi, ma non ci sarebbero differenze importanti fra i vari paesi relativamente alla frequenza delle variazioni dei prezzi. Ad esempio, i prezzi di prodotti alimentari e beni energetici sono modificati con una frequenza di gran lunga superiore rispetto ai prezzi dei servizi. In quarto luogo, le riduzioni di prezzo sono piuttosto comuni (circa il 40 per cento delle variazioni dei prezzi al consumo sono riduzioni di prezzo), suggerendo che i prezzi non sono soggetti a una rigidità nominale al ribasso come si riteneva in precedenza. In quinto luogo, i risultati delle indagini rivelano che il processo di adeguamento dei prezzi avviene in genere in due fasi: prima le revisioni dei prezzi da parte delle imprese e poi la modifica degli stessi. Di fatto, le revisioni dei prezzi sarebbero molto più frequenti delle variazioni effettive di prezzo. Quanto alle determinanti di queste ultime, i risultati delle indagini mostrano che circa un terzo delle aziende dell'area dell'euro segue una regolare tempistica nel fissare i prezzi (fissazione dei prezzi su base temporale), mentre un quinto modifica i prezzi quando eventi specifici determinano una deviazione sufficientemente ampia fra il prezzo effettivo e quello auspicato (fissazione dei prezzi in base alle condizioni). La parte restante segue una strategia mista. Sia i risultati delle indagini, sia l'analisi di variazioni dei singoli prezzi suggeriscono che una determinante importante della frequenza delle variazioni di prezzo è la volatilità dei costi alle imprese. Ad esempio, i prezzi tendono a essere cambiati con frequenza notevolmente inferiore nei settori in cui i salari, che di per sé mostrano una certa vischiosità, rappresentano una quota elevata dei costi totali per le imprese.

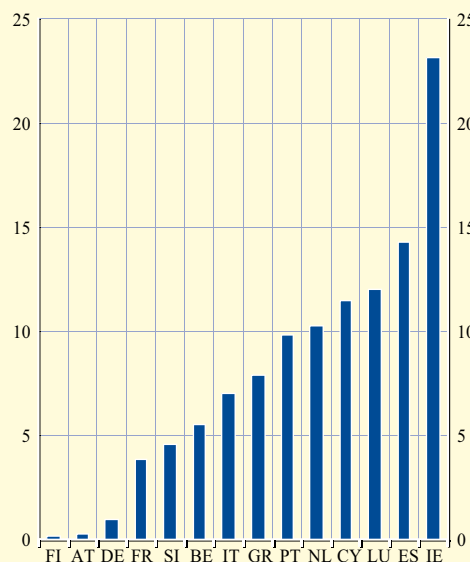
I risultati dell'IPN hanno messo in evidenza la necessità di comprendere in maniera più approfondita le determinanti della dinamica salariale. Pertanto, nel 2006 è stato costituito il gruppo di ricerca WDN. Oltre a ricercatori dell'area dell'euro, il WDN comprende anche esperti di banche centrali che non vi appartengono. Si stanno seguendo quattro linee di ricerca: la prima verte sull'analisi dei salari aggregati e per settore, nonché del costo del lavoro e della sua interazione con la dinamica dei prezzi; la seconda si incentra sull'analisi dei microdati sui salari e, fra l'altro, mira a determinare la natura e l'entità delle rigidità salariali e del mercato del lavoro; quanto alla terza, il WDN ha lanciato un'indagine presso le imprese per individuare i meccanismi principali sottostanti alle pratiche di fissazione dei salari; la quarta consiste in una metanalisi dei risultati che si prefigge di trarre le principali conclusioni dalla ricerca e di individuare le relative implicazioni ai fini della politica economica. I risultati del WDN saranno presentati in una conferenza nel giugno 2008.

I differenziali possono causare perdite in termini di competitività e di crescita del prodotto

A seguito dei persistenti differenziali di inflazione osservati, i paesi dell'area dell'euro hanno registrato marcate differenze in termini di evoluzione degli indicatori di competitività di prezzo nazionali. Gli indicatori di competitività armonizzati (ICA), basati sulle medie ponderate dei prezzi relativi deflazionati con lo IAPC, forniscono una misura confrontabile della competitività di prezzo dei singoli paesi dell'area dell'euro<sup>32)</sup>. La figura 6 mostra che, nel periodo 1999-2007, Germania, Austria e Finlandia hanno registrato incrementi molto modesti degli ICA, a indicazione di perdite solo lievi in questa misura della competitività di prezzo, mentre gli incrementi sono stati particolarmente marcati negli ICA di Irlanda e Spagna. L'andamento del costo del lavoro per unità di prodotto presenta un quadro analogamente eterogeneo dell'evoluzione della competitività fra i paesi dell'area. Le variazioni dei prezzi relativi o dei costi sono solo uno dei canali principali di correzione all'interno dell'area dell'euro. La riduzione del costo del lavoro per unità di prodotto non è una politica condotta a scapito degli altri paesi. Al contrario, la moderazione del costo del lavoro contiene le pressioni inflazionistiche, circostanza che tende a contribuire a tassi di interesse inferiori per l'intera area. Una decisa moderazione dei costi ha un impatto favorevole sull'occupazione strutturale al di là dell'effetto positivo di una accresciuta competitività e di migliori risultati degli scambi commerciali. Perdite persistenti di competitività di prezzo e di costo, se non associate ad adeguamenti dei costi e dei prezzi di

**Figura 6 Indicatori di competitività armonizzati dell'area dell'euro nel periodo 1999-2007**

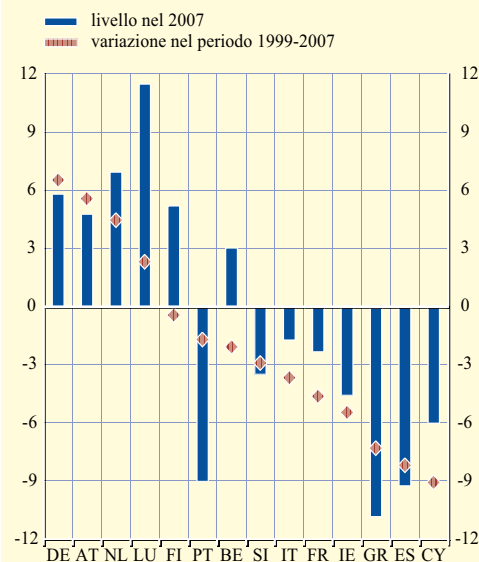
(variazioni percentuali cumulate)



Fonte: elaborazioni della BCE su dati Eurostat.  
Note: medie ponderate deflazionate tramite l'IPC dei tassi di inflazione relativi nel confronto di un gruppo di 44 partner commerciali e paesi dell'area dell'euro. Un incremento indica un apprezzamento del tasso di cambio reale, ovvero una perdita di competitività del paese. I paesi sono ordinati per valori crescenti dell'indice.

**Figura 7 Saldi di conto corrente nel 2007 e variazioni cumulate nei paesi dell'area dell'euro nel periodo 1999-2007**

(livelli espressi in percentuale del PIL; variazioni cumulate in punti percentuali rispetto al PIL)



Fonte: elaborazioni della BCE su dati della Commissione europea.

32) Cfr. il riquadro *L'introduzione di indicatori di competitività armonizzati per i paesi dell'area dell'euro* nel numero di febbraio 2007 del *Bollettino mensile*. In futuri ampliamenti di questa serie di ICA sarà utile raffrontare la serie attuale, basata sugli andamenti dei prezzi al consumo, con indicatori fondati su deflatori comprendenti un numero più limitato di prodotti e servizi non commerciabili, che potrebbero essere più strettamente connessi alla competitività dei settori dei paesi votati all'esportazione.



equilibrio, possono influire negativamente sul prodotto e sull'occupazione, nonché sul saldo commerciale e su quello corrente (cfr. figura 7)<sup>33)</sup>.

Per concludere, la persistenza dell'inflazione e dei differenziali di crescita per periodi di tempo più lunghi può, in molti casi, essere un fenomeno di equilibrio determinato dai processi di convergenza e/o da differenziali nella componente di *trend* della crescita potenziale. Tuttavia, se indotti da inefficienze strutturali o da politiche nazionali disomogenee (fra cui le politiche in materia di formazione dei salari), tali differenziali possono destare preoccupazione. Dal momento che la politica monetaria e quella di cambio nazionali non sono più opzioni disponibili all'interno dell'area dell'euro, è importante assicurare il corretto funzionamento dei restanti meccanismi di adeguamento agli shock. Le rigidità nei meccanismi di fissazione dei prezzi e dei salari o il perdurare di dinamiche salariali troppo sostenute possono ritardare i necessari adeguamenti dei prezzi relativi agli shock economici e determinare un periodo prolungato di inflazione relativamente elevata in alcuni paesi. Ciò, a sua volta, potrebbe concorrere a un accumulo di squilibri interni e a perdite di competitività di prezzo e di costo all'interno dell'area dell'euro, suscettibili anche di frenare il prodotto e l'occupazione. Il funzionamento regolare ed efficiente dei meccanismi di riequilibrio economico all'interno dell'area dell'euro richiede la rimozione delle barriere istituzionali che si frappongono al raggiungimento di meccanismi flessibili di fissazione dei prezzi e dei salari, il completamento del mercato unico e, quindi, una maggior concorrenza entro e oltre i confini nazionali (cfr. la sezione 4.1), nonché politiche di bilancio prudenti.

L'adeguatezza delle politiche economiche riveste anche una grande importanza per i paesi che intendono entrare nell'area dell'euro in futuro. Nella prossima sezione sarà trattato l'allargamento dell'area.

#### 4.4 L'ALLARGAMENTO DELL'AREA DELL'EURO

La presente sezione verte sull'allargamento dell'area dell'euro dal 1999, descrive l'attuale stato di avanzamento rispetto a suoi ulteriori allargamenti ed evidenzia la necessità di una convergenza sostenibile come requisito essenziale per entrare a far parte dell'area (cfr. anche il capitolo 2).

##### TRE ALLARGAMENTI DELL'AREA DELL'EURO

Come ricordato nel capitolo 2, dall'introduzione dell'euro nel 1999 da parte di undici Stati membri dell'UE, l'area dell'euro ha subito tre allargamenti che hanno portato a quindici il numero dei paesi che vi appartengono.

##### FUTURI ALLARGAMENTI DELL'AREA DELL'EURO

Vi sono attualmente dodici paesi dell'UE che non hanno ancora introdotto l'euro, con differenze notevoli nello status giuridico e nella fase di convergenza in cui si trovano. In particolare, Danimarca e Regno Unito godono di uno status speciale basato su una "clausola di esenzione", per cui il grado di convergenza conseguito per l'ingresso nell'area dell'euro sarà valutato solo su richiesta di tali Stati.

Tutti gli altri dieci paesi (Bulgaria, Repubblica Ceca, Estonia, Lettonia, Lituania, Ungheria, Polonia, Romania, Slovacchia e Svezia) sono Stati membri dell'UE con deroga. Ciò significa che

I differenziali persistenti  
vanno affrontati

12 paesi dell'UE non hanno  
ancora introdotto l'euro

33) Cfr. il riquadro *I saldi di conto corrente nei paesi dell'area dell'euro in una prospettiva di risparmio e investimento* nel numero di luglio 2007 del *Bollettino mensile*.

essi si sono impegnati ad adottare l'euro in ultima istanza. Tuttavia, la tempistica effettiva e il percorso di convergenza ottimale per l'adozione della moneta unica dovranno essere analizzati singolarmente per paese.

L'adozione dell'euro richiede che la valuta di un paese candidato rimanga negli AEC II senza gravi tensioni per almeno due anni precedenti alla valutazione della convergenza e nel rispetto degli altri criteri di Maastricht.

#### Cinque paesi negli AEC II

Agli AEC II partecipano cinque Stati membri dell'UE attualmente esterni all'area dell'euro. I paesi hanno adottato questo meccanismo in date diverse, alcuni con impegni unilaterali di cambio. Il 1° gennaio 1999 la Danimarca ha aderito agli AEC II con una banda di oscillazione di +/- 2,25 per cento attorno alla parità centrale. Il 28 giugno 2004 è stata la volta di Estonia e Lituania (insieme anche alla Slovenia). Sia per l'Estonia che per la Lituania la banda di oscillazione è di +/- 15 per cento. Questi paesi hanno inoltre deciso di mantenere un sistema di *currency board* come impegno unilaterale. Il 2 maggio 2005 ha aderito agli AEC II la Lettonia (con Cipro e Malta). Anche la Lettonia ha deciso di adottare una banda di oscillazione di +/- 15 per cento, pur continuando a mantenerne una di +/- 1 per cento come impegno unilaterale. Infine, il 25 novembre 2005 è entrata a far parte degli AEC II la Slovacchia, con una banda di oscillazione di +/- 15 per cento.

Attualmente, Bulgaria, Repubblica Ceca, Ungheria, Polonia, Romania e Svezia sono gli unici Stati membri dell'UE con deroga che non hanno ancora aderito agli AEC II (cfr. tavola 9).

#### I vantaggi di una convergenza sostenibile

### È NECESSARIA UNA CONVERGENZA SOSTENIBILE

Per entrare nell'area dell'euro, gli Stati membri devono soddisfare una serie di criteri di convergenza economica e legale. Il fatto che ciò avvenga in modo sostenibile assicura che il paese possa integrarsi nell'unione monetaria in maniera ordinata. Questo approccio è saldamente fondato su argomentazioni di natura economica. Una volta che un paese entra nell'unione monetaria, esso perde la possibilità di ricorrere alla politica dei tassi di interesse. Dal momento che le decisioni di politica monetaria nell'UEM sono prese in base alle condizioni economiche prevalenti nel complesso dell'area dell'euro, è necessaria una convergenza economica duratura per assicurare che l'economia di un paese sia sufficientemente pronta all'unione monetaria.

L'introduzione dell'euro è in grado di recare vantaggi sostanziali a un paese che ha conseguito una convergenza sostenibile. Tali vantaggi comprendono l'eliminazione dei rischi di cambio nei confronti delle principali controparti commerciali, la riduzione dei costi informativi e di transazione, una più elevata protezione da certe turbolenze finanziarie, nonché una riduzione dei premi per il rischio e tassi di interesse a lungo termine inferiori in ragione di un quadro di riferimento credibile per la politica monetaria e di bilancio. Per l'area dell'euro nel suo complesso (nonché per l'UE) il principale vantaggio dell'allargamento dell'area dell'euro è il completamento del mercato interno per beni, servizi e capitali. Tuttavia, questi vantaggi non sussisterebbero in caso di adozione prematura dell'euro, circostanza che potrebbe danneggiare un paese in molti modi. Differenze nei cicli economici potrebbero indurre tassi di interesse "non ottimali" per il contesto nazionale (in una prospettiva sia di stabilizzazione economica sia di allocazione delle risorse) e il manifestarsi di "bolle" o "crisi" locali. Se la convergenza non è sostenibile, un paese potrebbe incorrere in problemi di competitività, che non potrebbe più risolvere attraverso aggiustamenti del tasso di cambio. Se la flessibilità di prezzi e salari è insufficiente per adattarsi alle variazioni di competitività e/o a shock, vi sarebbe anche un rischio

**Tavola 9 Propositi di integrazione monetaria degli Stati membri dell'UE non aderenti all'area dell'euro**

| Paese           | Partecipazione agli AEC II                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | Adozione dell'euro                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|-----------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Bulgaria        | Prima possibile.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | Intende adottare l'euro quanto prima.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| Repubblica Ceca | Partecipazione agli AEC II solo per il periodo minimo di due anni prima di accedere alla Terza fase dell'UEM. La strategia basata su un obiettivo di inflazione sarà mantenuta fino al completamento dell'integrazione monetaria. L'idoneità ad aderire agli AEC II e all'area dell'euro è valutata ogni anno dal governo insieme alla banca centrale nazionale. | In base all'ultimo aggiornamento della strategia di adesione all'area dell'euro della Repubblica Ceca, approvato dalle autorità nazionali nell'agosto 2007, alcune delle condizioni preliminari necessarie per beneficiare di tale adesione devono ancora raggiungere parametri soddisfacenti. Gli ostacoli principali riguardano l'esigenza di migliorare la flessibilità dell'economia e il risanamento delle finanze pubbliche. |
| Danimarca       | Partecipante.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | Non ha formulato alcun proposito al riguardo. Il referendum sull'adozione dell'euro svolto nel settembre 2000 ha avuto quale esito il 53 per cento dei voti contrari.                                                                                                                                                                                                                                                              |
| Estonia         | Partecipante.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | Intende adottare l'euro quanto prima.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| Lettonia        | Partecipante.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | Intende adottare l'euro quanto prima.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| Lituania        | Partecipante.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | Intende adottare l'euro quanto prima.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| Ungheria        | Nell'aggiornamento del programma di convergenza non è indicata una data auspicata per la partecipazione agli AEC II, ma vi si afferma solo che quest'ultima dovrebbe essere subordinata al ripristino della credibilità delle finanze pubbliche.                                                                                                                 | Il programma di convergenza non contempla una data auspicata per l'ingresso nell'area dell'euro.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| Polonia         | Partecipazione agli AEC II solo per il periodo minimo di due anni. A questo fine non è stato precisato esplicitamente alcun termine.                                                                                                                                                                                                                             | Il programma di convergenza non specifica alcun termine per l'adozione dell'euro.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Romania         | In base al programma di convergenza del 2007 non vi è l'intenzione di partecipare agli AEC II prima del 2012. L'adesione agli accordi è prevista solo per il periodo minimo richiesto prima di adottare l'euro.                                                                                                                                                  | Non prima del 2014.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| Slovacchia      | Partecipante.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | Si prefigge di soddisfare il valore di riferimento per la posizione di bilancio nel 2007 e aderire all'area dell'euro nel 2009.                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| Svezia          | Nessun proposito in merito.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | Non ha formulato alcun proposito al riguardo. Il referendum sull'adozione dell'euro svolto nel settembre 2003 ha avuto quale esito il 56 per cento dei voti contrari.                                                                                                                                                                                                                                                              |
| Regno Unito     | Nessun proposito in merito.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | Non appena saranno soddisfatti i cinque criteri stabiliti dal governo.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |

Fonte: SEBC.

di prolungate perdite in termini economici. Per l'area dell'euro nel suo complesso, adozioni premature dell'euro potrebbero indurre una perdita di credibilità del progetto dell'UEM.

I Rapporti sulla convergenza della BCE <sup>34)</sup> sottolineano che la convergenza deve essere conseguita su una base durevole e non solo in un determinato momento. Per questo motivo, l'esame effettuato per ciascun paese descrive in dettaglio la sostenibilità della convergenza. Vengono pertanto analizzati retrospettivamente gli andamenti economici negli Stati membri interessati con riferimento, in linea di principio, agli ultimi dieci anni. Questo approccio aiuta a stabilire con maggior precisione la misura in cui i risultati al momento ottenuti siano realmente frutto di aggiustamenti di natura strutturale e ciò, a sua volta, dovrebbe consentire una più accurata valutazione della sostenibilità della convergenza economica. Nella misura appropriata, viene inoltre condotta un'analisi prospettica, nel cui ambito si presta particolare attenzione al fatto

**Una convergenza sostenibile  
è necessaria**

34) Cfr. il Rapporto sulla convergenza della BCE del maggio 2008.

che la sostenibilità di andamenti economici favorevoli si fondi sulla capacità delle politiche economiche di rispondere alle sfide presenti e future in modo adeguato e con effetti duraturi. Nell'insieme, si rileva che per preservare nel tempo i risultati raggiunti sul piano della convergenza economica occorre conseguire una solida posizione di partenza, ma sono altrettanto determinanti le politiche economiche portate avanti dopo l'adozione dell'euro.

I criteri di convergenza legale *obbligano i futuri paesi dell'area dell'euro* a porre in essere i fondamenti giuridici per la partecipazione all'unione monetaria, fra i quali riveste fondamentale importanza l'indipendenza della banca centrale.

I criteri di convergenza economica assicurano che i paesi che intendono entrare nell'area dell'euro abbiano predisposto un contesto economico atto al mantenimento della stabilità dei prezzi e della coesione dell'area dell'euro. Il quadro analitico comprende l'andamento dei prezzi, dei saldi di bilancio e dell'incidenza del debito pubblico sul PIL, dei tassi di cambio e dei tassi di interesse a lungo termine, nonché altri fattori. Nell'applicazione di questi criteri si seguono alcuni principi generali:

1. I singoli criteri sono rigorosamente interpretati e applicati.
2. I criteri costituiscono un approccio integrato e coeso. Essi devono essere soddisfatti nella loro totalità. Il Trattato li pone sullo stesso piano e non li elenca secondo un ordine di importanza.
3. I criteri devono essere soddisfatti sulla base di dati affidabili.
4. La verifica dei criteri deve caratterizzarsi per coerenza, trasparenza e semplicità.
5. La convergenza deve essere conseguita in modo sostenibile e non soltanto in un determinato momento.

Il paese che ha soddisfatto questi criteri economici e legali in maniera sostenibile entra nell'area dell'euro. Tuttavia, l'adozione dell'euro non è il punto d'arrivo. In effetti, l'ingresso nell'area non è di per se stesso una chiave di successo. Una volta adottata la moneta unica, i paesi devono continuare a portare avanti politiche adeguate al fine di prosperare nell'area dell'euro (cfr. le sezioni 4.1, 4.2 e 4.3).

#### 4.5 SFIDE E INDIRIZZI FUTURI

Le sezioni precedenti mostrano che la flessibilità e l'integrazione economica sono chiari presupposti per il regolare funzionamento dell'area dell'euro, dal momento che le singole economie o regioni dell'area possono essere interessate da andamenti specifici. Inoltre, l'area è continuamente chiamata a fronteggiare shock e criticità, ad esempio nell'ambito della concorrenza mondiale o dell'andamento dei prezzi dei beni energetici. Nel contempo, le politiche monetarie e del cambio nazionali non sono più opzioni disponibili in un'unione monetaria. Al fine di evitare una situazione in cui, dopo aver subito uno shock specifico o asimmetrico, un paese o una regione dell'area entri in un periodo di prolungata crescita contenuta ed elevata disoccupazione oppure in una fase prolungata di surriscaldamento, devono essere operativi altri efficaci meccanismi di correzione.

I recenti incrementi della partecipazione al mercato del lavoro e dell'occupazione sono elementi incoraggianti, a indicazione che le passate riforme del mercato del lavoro, l'immigrazione e la moderazione salariale hanno contribuito a superare alcuni vincoli sulla crescita derivanti da

**I meccanismi di correzione  
devono essere più efficienti...**

**...per un regolare  
funzionamento  
dell'area dell'euro**

**Finora sono stati compiuti  
progressi, ma occorrono  
ulteriori riforme**

mercati del lavoro rigidi ed eccessivamente regolamentati. Essi confermano altresì che la politica monetaria orientata alla stabilità dei prezzi non è affatto in contraddizione con la creazione di posti di lavoro e una bassa disoccupazione ma, al contrario, le favorisce. Nonostante questi progressi, la maggior parte dei paesi dell'area dell'euro sono ancora lungi dall'aver esaurito il potenziale relativo a possibili ulteriori incrementi nei tassi di partecipazione e occupazione. Gli ostacoli strutturali, generati da un contesto giuridico e regolamentare rigido, da un'elevata imposizione fiscale sul lavoro e da rigidità associate alla regolamentazione dei salari, precludono o scoraggiano tuttora la partecipazione attiva al mercato del lavoro di un elevato numero di persone, mantenendo quindi i tassi di partecipazione bassi e la disoccupazione elevata.

Pertanto, al fine di accrescere l'occupazione, la produttività e la capacità di tenuta a fronte di shock economici, è particolarmente importante che la politica economica nei paesi dell'area dell'euro sia sviluppata ulteriormente lungo le seguenti direzioni. In primo luogo, per quanto riguarda le politiche in materia di mercato del lavoro, i governi e le parti sociali devono condividere la responsabilità di assicurare che la fissazione dei salari presti sufficiente attenzione alle condizioni del mercato del lavoro e non pregiudichi la competitività e l'occupazione. Ciò richiede che le parti sociali tengano conto delle differenti condizioni a livello di impresa e di settore e frenino le ripercussioni degli accordi salariali sulla competitività e, quindi, sull'occupazione presso la loro impresa e nel rispettivo comparto, settore o regione. Una sufficiente differenziazione salariale favorirebbe le opportunità di impiego per i lavoratori meno qualificati e nelle regioni o in settori con elevata disoccupazione. A tale riguardo, eccessive regolamentazioni, come i salari minimi, compromettono la creazione di posti di lavoro, soprattutto per i lavoratori giovani e meno qualificati, nonché per tutti coloro che hanno difficoltà a entrare nel mercato del lavoro.

In secondo luogo, il corretto funzionamento dei meccanismi di adeguamento attraverso il mercato del lavoro deve essere integrato dal completamento del mercato unico, soprattutto nel settore dei servizi e in quello delle reti. Una maggiore integrazione dei mercati stimolerebbe la flessibilità dei prezzi favorendo la concorrenza e l'apertura dei mercati di beni e servizi. Una maggiore concorrenza tra i paesi e l'integrazione dei mercati nazionali dell'area dell'euro contribuirebbero al contenimento dei prezzi. Esse potrebbero altresì migliorare i processi di correzione nei singoli paesi nell'eventualità di shock specifici per regione o paese o nel caso di diversi andamenti del ciclo, evitando quindi livelli troppo elevati di disoccupazione regionale.

In terzo luogo, le autorità nazionali possono contribuire in maniera sostanziale ad assicurare un adeguato funzionamento dei meccanismi di correzione all'interno dell'area dell'euro quando conducono una politica di bilancio sostenibile e ben architettata, in linea con gli orientamenti fissati dal Patto di stabilità e crescita. Inoltre, la politica di bilancio può, e dovrebbe, favorire anche la crescita nel lungo periodo migliorando la qualità della spesa e minimizzando i disincentivi economici presenti nelle politiche fiscali. In questo contesto, è particolarmente importante che le autorità di bilancio si preparino ad affrontare le sfide poste dall'invecchiamento demografico. Una spesa pubblica elevata e inefficiente può costituire un freno all'attività economica imponendo un elevato onere fiscale sull'economia e incanalando risorse verso scopi improduttivi. Analogamente, prezzi amministrati, imposte indirette e salari minimi tendono ad aggravare le pressioni inflazionistiche, rendendo più difficile la conduzione della politica monetaria.

In quarto luogo, nel contesto della strategia di Lisbona vanno attuate le riforme necessarie che mirano a migliorare le prospettive di crescita a lungo termine nell'area dell'euro e a incrementare l'occupazione e la produttività. Ciò migliorerebbe i meccanismi di adeguamento nei singoli

**La differenziazione dei salari  
favorisce l'occupazione**

**Si deve completare  
il mercato unico**

**Sono importanti politiche  
di bilancio solide e una bassa  
imposizione fiscale**

**La strategia di Lisbona rimane  
fondamentale**

paesi, regioni o settori ed è pertanto un fattore importante per migliorare la capacità di tenuta complessiva agli shock economici nell'area dell'euro.

In quinto luogo, va tenuto sotto stretta osservazione l'andamento della competitività di prezzo e del costo del lavoro per unità di prodotto nelle economie dell'area dell'euro. Perdite persistenti di competitività di costo relativa possono anche essere connesse a una serie di rigidità strutturali che determinano un'inerzia nella formazione di prezzi e salari e aumenti eccessivi del costo del lavoro. Se e quando vengono individuati tali fenomeni, è importante per tutte le parti interessate (il settore privato, le parti sociali e le autorità pubbliche nazionali) essere quanto mai lucidi nell'adottare le decisioni di propria competenza al fine di evitare perdite di competitività relativa che non sarebbero giustificate economicamente e che quindi comprometterebbero la crescita e la creazione di posti di lavoro in futuro.

Infine, è opportuno che i paesi che intendono entrare in futuro nell'area dell'euro valutino seriamente le sfide menzionate ai fini del processo di convergenza e siano preparati in maniera adeguata al momento dell'ingresso.



## 5 L'IMPATTO DELL'EURO SUL COMMERCIO E SUI FLUSSI DI CAPITALI E IL RUOLO INTERNAZIONALE DELLA MONETA UNICA



*Il grado di apertura dell'area dell'euro verso il resto del mondo, misurato dall'interscambio e dalla posizione patrimoniale attiva e passiva sull'estero, è aumentato ulteriormente dal 1998. Allo stesso tempo sono cresciuti anche gli scambi commerciali e i flussi di capitali tra i paesi appartenenti all'area. L'interscambio di beni e servizi all'interno dell'area è salito di circa 10 punti percentuali in rapporto al PIL, un andamento in parte riconducibile all'introduzione dell'euro. La moneta unica ha inoltre promosso una maggiore concorrenza e un livello più elevato di convergenza dei prezzi del commercio all'interno dell'area, due fenomeni che dovrebbero proseguire anche in futuro. Per quanto concerne i flussi finanziari, l'euro ha stimolato sia gli investimenti diretti esteri (IDE) – e più in particolare l'attività di fusione e acquisizione (merger and acquisition, M&A) nel settore manifatturiero – sia gli investimenti di portafoglio tra paesi dell'area. L'aumento dei movimenti di capitali tra paesi dell'area è stato favorito da diversi fattori connessi all'euro, quali ad esempio: l'eliminazione del rischio di cambio, la riduzione del costo del capitale, il ricorso a piattaforme comuni di contrattazione e le fusioni transfrontaliere tra borse valori (come nel caso di Euronext). Un'altra dimensione dell'euro riguarda il suo utilizzo oltre i confini dell'area. Il ruolo internazionale della moneta unica è in qualche misura cresciuto negli ultimi dieci anni, ma il ritmo di incremento è stato graduale e sembra essersi stabilizzato in alcuni segmenti di mercato. Inoltre, si trova concentrato geograficamente in regioni prossime all'area dell'euro. Tali aspetti della dimensione internazionale dell'area dell'euro sottolineano la necessità di uno stretto dialogo tra l'Eurosistema e le banche centrali in altre parti del mondo, che si realizza attraverso vari canali bilaterali e multilaterali. Questo articolo è strutturato nella maniera seguente: la prima sezione esamina gli effetti dell'euro sull'interscambio e la competitività, la seconda analizza l'impatto della moneta unica sui flussi internazionali di capitali, la terza passa in rassegna gli andamenti del ruolo internazionale dell'euro e la quarta verte sulla cooperazione internazionale dell'area dell'euro concentrandosi sul ruolo della BCE.*

### 5.1 L'INTERSCAMBIO DI BENI E SERVIZI DELL'AREA DELL'EURO

L'area dell'euro ha un'economia relativamente aperta, in particolare se raffrontata con Stati Uniti e Giappone, le altre due maggiori economie del mondo. Nel 2006 il valore dell'interscambio di beni e servizi con l'estero equivaleva a circa il 42 per cento del PIL, contro circa il 32 e il 28 per cento rispettivamente di Giappone e Stati Uniti. L'area dell'euro rappresentava inoltre il 18 per cento delle esportazioni mondiali in termini di valore, contro approssimativamente il 12 per cento degli Stati Uniti, il 6 per cento del Giappone e il 10 per cento dei primi dieci paesi esportatori di petrolio. Dal 1998 il grado di apertura commerciale dell'area ha inoltre registrato un sensibile aumento (di 11 punti percentuali), riconducibile soprattutto alla rapida crescita dell'interscambio con i nuovi Stati membri dell'UE e con la Cina.

Dal 1998 il commercio interno all'area si è notevolmente sviluppato. Tra il 1998 (l'anno precedente l'introduzione dell'euro) e il 2007 il valore complessivo delle esportazioni e delle importazioni di beni all'interno dell'area è passato da circa il 26 al 33 per cento del PIL. Durante lo stesso periodo, l'interscambio di servizi è salito dal 5 al 7 per cento del PIL. Nel 2007 il commercio interno all'area rappresentava circa la metà del totale riferito all'area.

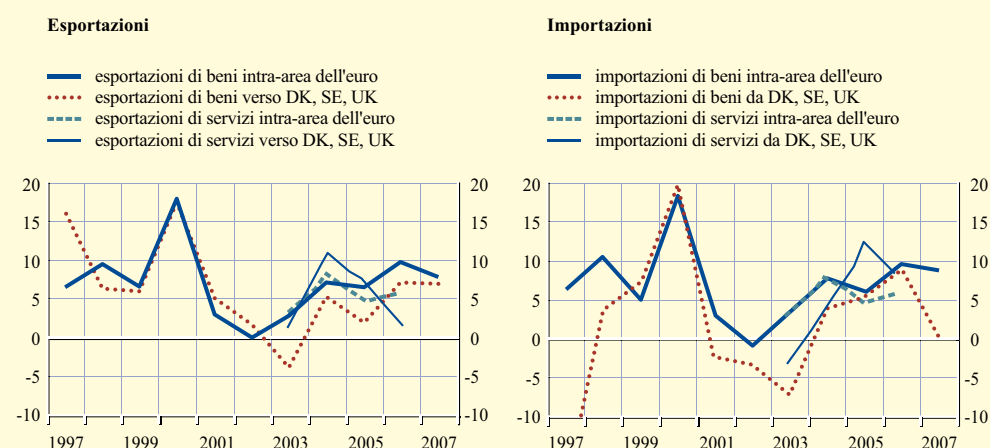
Gli andamenti degli scambi dell'area con Danimarca, Svezia e Regno Unito mostrano che l'effetto di stimolo dell'euro sul commercio interno all'area va al di là di quello determinato dal perdurante processo di integrazione dell'UE in un mercato unico. Dal 1998 la crescita sull'anno precedente delle esportazioni di beni dell'area verso i tre paesi dell'UE15 che non hanno

**L'economia dell'area dell'euro è relativamente aperta rispetto a quella degli Stati Uniti e del Giappone**

**L'interscambio tra i paesi dell'area dell'euro è aumentato notevolmente dal 1998**

**Figura 1 Andamenti del commercio intra-area dell'euro e confronto con il commercio con Danimarca, Svezia e Regno Unito, 1996-2007**

(valori; variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le stime per il 2007 si basano sui dati della prima metà del 2007. I dati sul commercio di servizi sono disponibili solo dal 2002.

adottato l'euro è stata mediamente inferiore del 3 per cento rispetto a quella delle esportazioni interne all'area. Allo stesso tempo, le importazioni da questi Stati membri sono aumentate in media di un 2 per cento in meno rispetto a quelle interne all'area. Nei servizi, il ritmo di espansione annuale dell'interscambio interno all'area è stato invece inferiore a quello del commercio con queste tre economie. Ciò potrebbe riflettere in parte il maggior grado di specializzazione nei servizi del Regno Unito e la natura ancora molto frammentata del mercato interno dell'UE in questo settore (cfr. figura 1).

La parte che segue analizza in maggiore dettaglio l'impatto dell'Unione economica e monetaria (UEM), attingendo a vari studi empirici così da distinguere tra gli effetti positivi sul commercio esercitati dall'euro e quelli riconducibili ad altri andamenti importanti dell'ultimo decennio (tra i quali il perdurante processo di integrazione dell'UE e il ritmo persistentemente rapido della globalizzazione).

### GLI EFFETTI POSITIVI DELL'EURO SULL'INTERSCAMBIO DI BENI

A parità di altre condizioni, la costituzione di un'unione monetaria dovrebbe stimolare l'interscambio tra i suoi membri poiché elimina la volatilità dei cambi e, di conseguenza, l'incertezza dei rendimenti e degli utili connessa ai movimenti valutari. Un ulteriore impatto positivo potrebbe derivare dal cosiddetto "effetto Rose"<sup>1)</sup>.

Negli ultimi anni un numero crescente di studi empirici ha analizzato l'impatto dell'euro sull'interscambio di beni, mentre quello sui servizi non è stato ancora quantificato per la scarsa disponibilità dei dati necessari. Gli studi concordano generalmente nel riconoscere alla moneta unica un effetto positivo sul commercio dell'area. Le stime quantitative di questo effetto hanno

**L'interscambio tra i paesi dell'area dell'euro è mediamente superiore del 2-3 per cento grazie all'euro**

1) L'"effetto Rose" prende il nome da Andrew Rose, l'economista che per primo avanzò l'ipotesi secondo la quale le unioni monetarie possono determinare un aumento del commercio al di là dell'effetto positivo dovuto all'eliminazione della volatilità del cambio. Rose, Andrew K., 2000, *One money, one market: the effect of currency unions on trade*, Economic Policy, n. 30, pagg. 7-46.

tuttavia prodotto risultati estremamente eterogenei, principalmente perché sono state elaborate utilizzando metodologie di analisi diverse. Gli economisti sembrano oggi concordare sul fatto che l'euro ha contribuito mediamente per 2-3 punti percentuali alla crescita dell'interscambio dei paesi dell'area<sup>2)</sup>, una valutazione in linea con le indicazioni preliminari contenute nella figura 1. Per contro, le precedenti stime di effetti più intensi potrebbero essere lievemente distorte verso l'alto. Il numero ridotto di osservazioni disponibili per il periodo successivo all'avvio dell'UEM rendeva fino a poco tempo fa difficile una distinzione tra gli effetti provocati dall'euro e quelli dovuti alla realizzazione del mercato unico nell'UE e all'aumento generale del commercio tra l'area dell'euro e il resto del mondo.

Tutti i settori industriali hanno tratto beneficio dal venir meno delle incertezze connesse alle oscillazioni dei cambi nei paesi dell'area. L'effetto Rose (vale a dire lo stimolo aggiuntivo derivante dall'introduzione della moneta unica) è stato invece avvertito principalmente in categorie merceologiche quali i macchinari e i beni di consumo con un alto grado di differenziazione, ad esempio prodotti alimentari e collegati<sup>3)</sup>. In gran parte di questi settori l'accesso ai mercati di esportazione comporta costi elevati e questo suggerisce che la riduzione di tali costi rappresenti un canale attraverso il quale l'euro potrebbe avere stimolato il commercio dell'area.

Le attuali analisi delle esportazioni delle imprese corroborano questa ipotesi, mostrando come l'euro abbia principalmente contribuito ad accrescere il numero e la varietà di prodotti esportati all'interno dell'area più che il volume dei beni già esportati prima del 1999. Un ulteriore effetto sul commercio potrebbe essere riconducibile al fatto che la moneta unica ha modificato il comportamento di prezzo degli esportatori dell'area. I riscontri disponibili indicano che l'introduzione dell'euro ha ridotto l'incentivo a segmentare i mercati all'interno dell'area applicando prezzi diversi nei vari paesi<sup>4)</sup>. In parallelo, la moneta unica ha anche concorso nel determinare una convergenza dei prezzi tra gli Stati membri appartenenti all'area<sup>5)</sup>. L'euro avrebbe nell'insieme abbassato i costi fissi e di transazione delle imprese dell'area, un risparmio che si è parzialmente trasmesso ai consumatori grazie ai minori prezzi dei beni scambiati.

## **LA MONETA UNICA E LA COMPETITIVITÀ DELL'AREA DELL'EURO**

Per quanto concerne l'impatto dell'UEM sulla competitività delle imprese dell'area dell'euro e sulla loro capacità di svolgere un ruolo di primo piano nei mercati mondiali, studi recenti indicano che la moneta unica ha contribuito ad accrescere tale competitività agevolando gli scambi dell'area e la realizzazione del mercato unico all'interno dell'UE. I paesi dell'area sono considerati delle basi di esportazione migliori e richiamano quindi un maggior numero di imprese dalle economie vicine. Un'area dell'euro più ampia e integrata non solo consente alle imprese di trarre beneficio dalla maggiore scala delle loro attività a costi marginali decrescenti, ma tende anche ad essere connessa con una più forte concorrenza e, di conse-

**L'euro potrebbe avere determinato minori costi per le imprese dell'area dell'euro e prezzi più bassi dei beni scambiati**

**L'euro ha accresciuto la competitività delle imprese**

- 2) Cfr. per esempio Bun, M. e Klassen, F., (2007) *The euro effect on trade is not as large as commonly thought*, Oxford Bulletin of Economics and Statistics, vol. 69, 4.
- 3) Per informazioni sugli studi settoriali, cfr. ad esempio: Baldwin, R., Skudelny, F. e Taglioni, D., (2005) *The Effect of the Euro: Evidence from Sectoral Studies*, Working Paper della BCE, n. 446; De Nardis, S., De Santis, R. e Vicarelli, C., (2007), *The single currency's effects on eurozone sectoral trade: winners and losers?*, ISAE.
- 4) Cfr. per esempio: Berthou, A. e Fontagné, L., (2008), *The Euro and the Intensive and Extensive Margins of Trade: Evidence from French Firm Level Data*, CEPII; Méjean, I. e Schwellnus, C., (2007), *Does European Integration have an Effect on the Pricing Behaviour of French Exporters?*, CEPII.
- 5) Cfr. ad esempio Allington, N., Kattuman, P. e Waldman, F., (2005), *One market, one money, one price?*, *Journal of Central Banking*, pagg. 73-115.

I paesi dell'area dell'euro affrontano una maggiore concorrenza sui costi a livello mondiale

Maggiori quote di mercato dell'area dell'euro nei segmenti dei beni tradizionali di fascia alta

guenza, con un'estensione della varietà dei prodotti, un aumento della produttività e un calo dei prezzi <sup>6)</sup>.

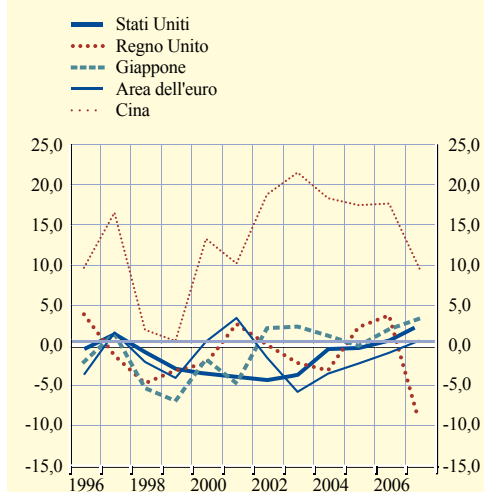
Pertanto, a parità di altre condizioni, la moneta unica ha promosso l'efficienza nell'area dell'euro accrescendo la competitività della stessa sui mercati mondiali. L'impatto nei vari paesi dell'area può tuttavia variare a seconda della qualità delle istituzioni e del grado di accesso alla tecnologia, alla ricerca e allo sviluppo.

Sullo sfondo di questa maggiore concorrenza interna, l'emergere sulla scena mondiale di economie competitive dal lato dei costi quali importanti paesi esportatori ha intensificato anche la concorrenza estera cui sono esposti gli Stati membri appartenenti all'area <sup>7)</sup>. Ad esempio, nell'ultimo decennio la Cina ha incrementato la propria quota del mercato mondiale delle esportazioni a un ritmo medio di quasi il 13 per cento l'anno (cfr. figura 2). Tale andamento sembra costituire la contropartita del calo subito dall'area dell'euro (1,7 per cento l'anno) e dalle altre principali economie esportatrici (1,2-1,7 per cento l'anno) nello stesso periodo. La perdita di quote di mercato non è tuttavia stata uniforme nei vari paesi dell'area, che evidenziano andamenti diversi. Irlanda e Germania hanno in particolare costituito delle eccezioni di rilievo, poiché nell'ultimo decennio le loro quote sono aumentate. Esistono inoltre delle differenze tra i vari anni: il calo maggiore è stato registrato nel periodo 2002-04, in concomitanza con l'ingresso della Cina nell'Organizzazione mondiale del commercio.

Le perdite di quote di mercato delle esportazioni subite dall'area dell'euro costituiscono in parte un aggiustamento automatico all'emergere di nuovi concorrenti con redditi più bassi, ma potrebbero anche riflettere in qualche misura la specializzazione delle esportazioni dell'area. In particolare, alcuni paesi sembrano presentare un lieve sbilanciamento a favore dei settori ad alto contenuto di lavoro, nei quali le economie emergenti godono di un vantaggio comparato relativo. Più in positivo, studi recenti mostrano che nell'ultimo decennio i paesi dell'area e gli altri Stati membri dell'UE hanno visto crescere le rispettive quote di mercato nei segmenti dei settori e dei prodotti maturi con prezzi e livelli di qualità più elevati, e che tale evoluzione è quindi in contrasto con il relativo indebolimento di altre categorie di esportazioni <sup>8)</sup>.

**Figura 2 Variazioni annuali delle quote di mercato delle esportazioni: area dell'euro, Regno Unito, Stati Uniti, Giappone e Cina**

(volumi; punti percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: le variazioni delle quote di mercato sono calcolate come differenza tra il tasso di crescita annuale delle esportazioni e quello della domanda estera (quest'ultima è definita per ogni paese come somma, ponderata con le esportazioni, dei volumi di importazioni di beni e servizi dei paesi controparte). Le ultime osservazioni si riferiscono al 2007.

6) Ottaviano, G., Taglioni, D. e di Mauro, F., (2007), *Deeper, Wider and More Competitive? Monetary Integration, Eastern Enlargement and Competitiveness in the European Union*, Working Paper della BCE, n. 847.

7) Cfr. per esempio: *Globalisation, trade and the euro area macroeconomy* nel numero di gennaio 2008 del Bollettino mensile della BCE; di Mauro, F. e Anderton, R., (2007), *The external dimension of the euro area: assessing the linkages*, Cambridge University Press.

8) Fontagné, L., Gaulier, G. e Zignago, S., (2008), *Specialization Across Varieties and North-South Competition*, Economic Policy, vol. 23, n. 53, pagg. 51-91.

## 5.2 FLUSSI INTERNAZIONALI DI CAPITALE

L'area dell'euro è relativamente aperta anche dal punto di vista finanziario: nel 2006 le attività e le passività sull'estero superavano nel loro insieme il 150 per cento del PIL, contro il 115 per cento circa degli Stati Uniti e il 90 per cento del Giappone. Il grado di apertura finanziaria è inoltre aumentato in misura significativa negli ultimi anni: tra il 1999 e il 2006, le attività e le passività sull'estero sono cresciute di circa il 60 per cento in rapporto al PIL.

I singoli paesi membri presentano un grado di apertura notevolmente superiore a quello dell'insieme dell'area, in quanto consistenti flussi per investimenti diretti esteri (IDE) e di portafoglio hanno luogo anche tra di loro. Ad esempio, tra il 2000 e il 2005 i flussi per IDE (sia in entrata sia in uscita) dei paesi dell'area hanno rappresentato ben il 57 per cento del totale mondiale. Inoltre, nel periodo 2001-06 la quota dei portafogli internazionali di azioni e di obbligazioni detenuta dai residenti dell'area era rispettivamente pari al 34 e al 44 per cento. Se si tiene conto del fatto che all'area è riferibile appena un quarto circa del PIL mondiale, questi fatti stilizzati mostrano che l'euro potrebbe avere svolto un ruolo importante nei movimenti di capitali a livello internazionale e in particolare in quelli tra paesi dell'area.

Le due sottosezioni che seguono documentano i possibili effetti dell'euro sugli IDE, l'attività di M&A e gli investimenti di portafoglio.

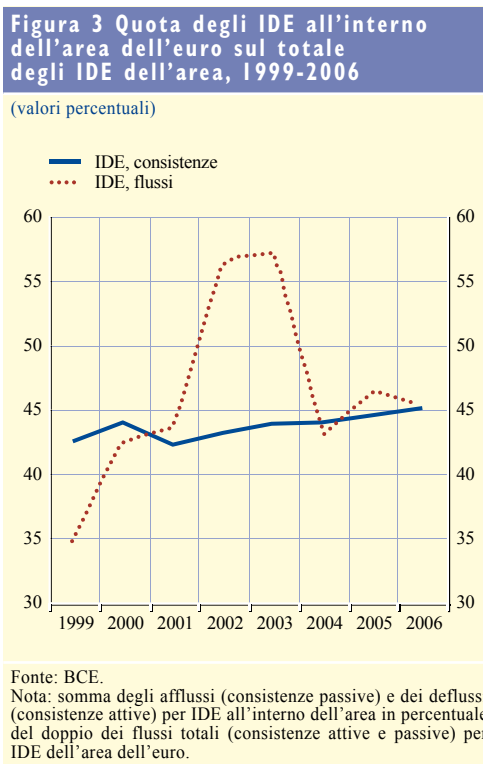
### IMPATTO DELL'UEM SUGLI INVESTIMENTI DIRETTI ESTERI E SULL'ATTIVITÀ DI FUSIONE E ACQUISIZIONE

Le imprese possono espandere la propria presenza all'estero attraverso un investimento fisico in un altro paese oppure mediante un'operazione di M&A con un'impresa straniera già esistente. Gli IDE possono pertanto consentire l'accesso sia a nuovi mercati e canali di commercializzazione sia a tecnologie, competenze e prodotti nuovi. Per il paese o per l'impresa straniera destinatari dell'investimento, gli IDE possono costituire la fonte di nuove tecnologie, capitali, processi, prodotti, metodologie organizzative e competenze gestionali, e fornire quindi un notevole impulso allo sviluppo economico. Nell'insieme, gli IDE possono accrescere l'efficienza sia del paese di origine sia di quello di destinazione.

L'integrazione economica e finanziaria a livello europeo sembra aver agito da polo di attrazione per gli investimenti diretti esteri, in particolare nel settore manifatturiero. Inoltre, una quota crescente dei flussi per IDE si realizza tra paesi appartenenti all'area dell'euro. A titolo di esempio, tra il 1999 e il 2006 i flussi interni all'area sono saliti dal 35 al 45 per cento del totale riferito all'area (cfr. figura 3). Una tendenza positiva si osserva anche nei dati di stock: nello stesso periodo

L'area dell'euro è "aperta" dal punto di vista dei flussi finanziari, soprattutto a partire dall'introduzione dell'euro

Forte aumento dei flussi per IDE tra i paesi dell'area dell'euro dal 1999...



le consistenze di IDE all'interno dell'area sono passate da quasi il 43 al 45 per cento del totale dell'area.

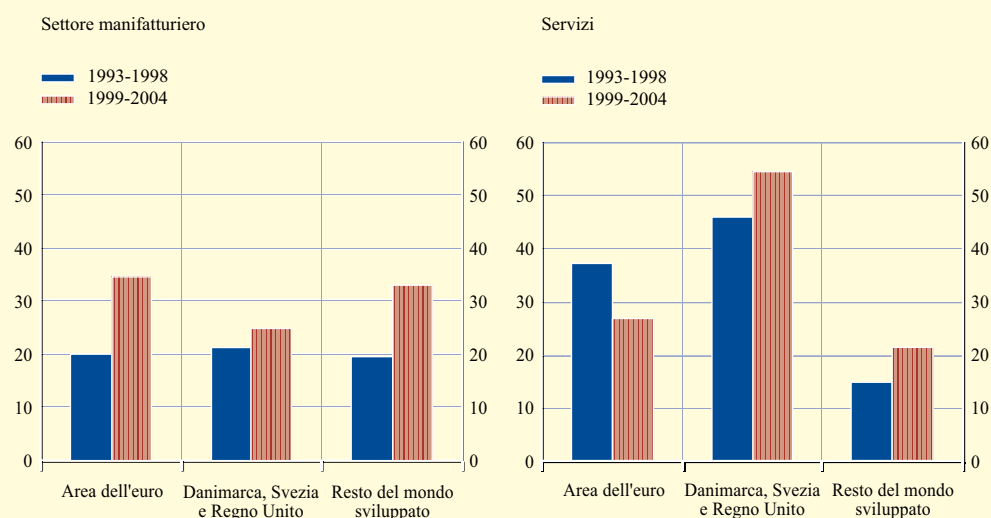
Poiché i flussi per investimenti diretti esteri riguardano soprattutto operazioni di fusione e acquisizione, di cui i paesi dell'UE15 e gli Stati Uniti costituiscono le controparti principali, un esame delle M&A transfrontaliere fornisce informazioni aggiuntive circa l'impatto dell'euro sugli IDE.

Nel settore manifatturiero, l'incidenza delle M&A transfrontaliere condotte all'interno dell'area sul totale riferito all'area è salita dal 20 per cento dei sei anni precedenti l'avvio dell'UEM (1993-98) al 35 per cento dei sei anni successivi (1999-2004). Inoltre, le imprese manifatturiere di Canada, Giappone, Norvegia e Stati Uniti hanno aumentato la quota di fusioni con società dell'area. Per quanto riguarda i servizi, il peso delle operazioni di M&A transfrontaliere realizzate all'interno dell'area si è invece ridotto dal 37 al 27 per cento nello stesso periodo, mentre altri paesi hanno accresciuto la quota di M&A aventi per oggetto imprese dell'area (cfr. figura 4).

Risulta fondamentale stabilire se l'UEM abbia svolto un ruolo in questi andamenti. Oltre a eliminare il rischio di cambio, l'introduzione dell'euro potrebbe anche avere favorito gli IDE per il tramite di meccanismi quali: la riduzione dei costi fissi e di transazione; l'abbassamento del costo sia del capitale azionario sia del finanziamento obbligazionario e bancario; l'influenza del commercio estero, nella misura in cui i flussi per IDE interni all'area e con l'esterno della stessa sono interconnessi con gli scambi commerciali. Tutti questi fattori potrebbero avere agevolato la riallocazione dei capitali tra i paesi dell'area dell'euro.

**Figura 4 Operazioni di M&A *cross-border* nel settore manifatturiero e nei servizi che hanno comportato l'acquisto di attività dell'area dell'euro (1993-2004)**

(valori percentuali)



Fonte: Thomson Financial.

Nota: "Area dell'euro" indica il rapporto tra le operazioni di M&A *cross-border* intra-area dell'euro e la somma delle operazioni di M&A *cross-border* intra ed extra-area dell'euro. "Danimarca, Svezia e Regno Unito" indica il rapporto tra le operazioni di M&A di tali paesi nei confronti di società dell'area dell'euro e il totale delle operazioni di M&A *cross-border* effettuate da tali paesi. "Resto del mondo sviluppato" indica il rapporto tra le operazioni di M&A di Canada, Giappone, Norvegia e Stati Uniti nei confronti di società dell'area dell'euro e il totale delle operazioni di M&A *cross-border* effettuate da tali paesi.



Vari studi empirici hanno analizzato l'impatto dell'euro sugli investimenti diretti esteri <sup>9)</sup>. I risultati indicano che l'effetto positivo della moneta unica sui flussi per IDE tra paesi dell'area va al di là di quello determinato dalla realizzazione del mercato unico all'interno dell'UE. Sembra che nell'insieme l'effetto medio positivo dell'euro sui flussi aggregati per IDE all'interno dell'area e su quelli provenienti dall'esterno dell'area sia rispettivamente pari a circa il 15 e il 7 per cento. Ciò appare in linea con quanto riportato nella figura 3.

L'impatto più forte dell'euro sarebbe stato avvertito dal settore manifatturiero, nel quale la moneta unica avrebbe fatto salire le operazioni transfrontaliere di M&A tra paesi dell'area in media del 160 per cento circa <sup>10)</sup> e quelle condotte da imprese esterne all'area e aventi per oggetto società dell'area di circa l'80 per cento. I tassi di espansione interna all'area più elevati nel confronto con quelli dei flussi per IDE provenienti dall'esterno dell'area sono riferibili ai seguenti segmenti: prodotti chimici e petrolio, carbone, articoli in gomma e materie plastiche, mezzi di trasporto. La quota di fusioni interne all'area nel segmento dei macchinari e delle attrezzature è invece di fatto diminuita.

Nel settore dei servizi l'impatto stimato dell'euro sulle operazioni transfrontaliere di M&A appare marginale, a indicare un possibile effetto negativo delle barriere agli scambi transfrontalieri di servizi e della regolamentazione del mercato dei beni e dei servizi nel paese di destinazione <sup>11)</sup>. Tali riscontri sono in linea con quanto riportato nella figura 4, oltre che con la crescita modesta dell'interscambio di servizi all'interno dell'area rispetto a quella del commercio con l'esterno della stessa.

#### **IMPATTO DELL'UEM SUGLI INVESTIMENTI INTERNAZIONALI DI PORTAFOGLIO**

La ricchezza individuale assume spesso la forma di investimenti di portafoglio in azioni (vale a dire in singole imprese), obbligazioni (titoli di debito fruttiferi) e fondi comuni (sostanzialmente dei *pool* di denaro gestiti da professionisti per conto degli investitori). Se questi strumenti sono emessi in un paese diverso da quello di residenza dell'investitore, l'investimento si configura come internazionale ed è soggetto, tra l'altro, al rischio di cambio.

L'euro ha fornito un impulso agli investimenti internazionali di portafoglio tra paesi dell'area dell'euro poiché ha eliminato il rischio di cambio e favorito la creazione di piattaforme di negoziazione comuni (ad esempio Euronext, nato dalla fusione transfrontaliera delle borse di Amsterdam, Bruxelles, Lisbona e Parigi), nonché l'integrazione delle infrastrutture di mercato per la postnegoziazione, elementi che hanno ulteriormente ridotto le barriere commerciali agli investimenti di portafoglio.

In gran parte dei paesi gli investimenti di portafoglio all'estero sono spesso oggetto di qualche forma di restrizione. Ne costituisce un esempio il requisito di bilanciamento delle attività e passività valutarie per i fondi comuni, inteso a ridurre il rischio di cambio. Dall'introduzione dell'euro nel

**Si stima che i flussi per IDE all'interno dell'area dell'euro siano superiori di circa il 15 per cento grazie all'euro**

**Forte aumento degli investimenti internazionali di portafoglio all'interno dell'area dell'euro dal 1999...**

**...parzialmente riconducibile al venir meno delle restrizioni sugli investimenti all'estero**

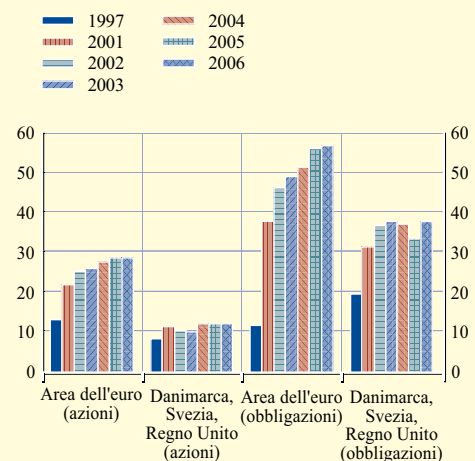
- 9) Cfr. ad esempio: Petroulas, P., (2007), *The effect of the euro on foreign direct investment*, European Economic Review, n. 51, pagg. 1468-1491; Schiavo, S., (2007), *Common currencies and FDI flows*, Oxford Economic Papers, n. 59, pagg. 536-560; De Sousa, J. e Lochar, J., (2006), *Does the single currency affect FDI? A gravity-like approach*, University of Paris 1, mimeo; Flam, H. e Nordström, H., (2007), *The Euro and Single Market Impact on Trade and FDI*, Institute for International Economic Studies, Università di Stoccolma, mimeo.
- 10) Cfr. Coeurdacier, N., De Santis, R.A. e Aviat, A., (2008), *Cross-border mergers and acquisitions: Institutional and financial forces* (documento presentato al 47° incontro dell'Economic Policy Panel tenutosi a Lubiana nell'aprile 2008). La stima è in linea con altri studi relativi agli IDE totali, poiché le operazioni transfrontaliere di M&A del settore manifatturiero costituiscono appena il 30 per cento circa del totale delle operazioni transfrontaliere tra paesi sviluppati, ed escludono alcune categorie che compongono gli IDE totali (ad esempio gli investimenti in nuovi progetti, gli utili reinvestiti e i prestiti intersocietari).
- 11) Poiché la regolamentazione del settore dei servizi resta di competenza dei singoli Stati membri, il mercato interno dell'UE per i servizi è tuttora molto frammentato. Le restrizioni esistenti potrebbero pertanto aver limitato le decisioni di investimento degli operatori, influenzando di conseguenza sull'allocazione efficiente dei capitali a livello internazionale e all'interno dell'area dell'euro.

gennaio 1999, all'interno dell'area tale requisito si applica alla moneta unica e non più alle divise nazionali. La maggiore flessibilità che ne è conseguita ha permesso ai portafogli nei singoli paesi dell'area di ottenere una migliore diversificazione del rischio connesso all'investimento attraverso l'acquisizione di una quota maggiore di attività di altri paesi dell'area.

Tra il 1997 e il 2006 la quota di attività dell'area sul totale delle attività estere detenute nei portafogli di residenti dell'area è di fatto aumentata sensibilmente, in misura pari a 16 punti percentuali per le azioni e a 46 punti percentuali per i titoli a reddito fisso (cfr. figura 5). Nello stesso periodo anche le altre principali regioni del mondo, così come la Danimarca, la Svezia e il Regno Unito, hanno visto crescere le proprie consistenze di attività dell'area (in percentuale dei rispettivi portafogli internazionali), ma in misura inferiore. Ciò indica che l'euro potrebbe avere esercitato una forte azione di stimolo sulle operazioni di portafoglio tra i paesi appartenenti all'area.

**Figura 5 Quota delle attività di portafoglio vis-à-vis l'area dell'euro sul totale delle attività di portafoglio estere, 1997-2006**

(valori percentuali)



Fonti: BRI, FMI, Thomson DataStream, elaborazioni della BCE.  
Nota: "Area dell'euro" indica le attività *cross-border* interne all'area dell'euro (azioni od obbligazioni) divise per la somma delle attività *cross-border* interne ed esterne all'area dell'euro (azioni od obbligazioni). "Danimarca, Svezia, Regno Unito" indica il rapporto tra le attività (azioni od obbligazioni) vis-à-vis l'area dell'euro detenute da tali paesi e le loro attività estere (azioni od obbligazioni) totali.

**L'euro ha accresciuto i flussi di portafoglio tra i paesi dell'area**

La riallocazione degli investimenti di portafoglio verso l'area dell'euro a partire dall'introduzione della moneta unica in poi potrebbe essere ascrivibile a numerosi motivi, quali: il venir meno del rischio di cambio tra i paesi dell'area; l'abbattimento degli ostacoli tecnici agli scambi; i benefici in termini di diversificazione derivanti dalla presenza di un ampio ventaglio di attività estere in portafoglio; il fatto che nel 1998 il livello di attività dell'area detenute da non residenti era forse già inferiore a quello ottimale indicato dalla teoria economica<sup>12)</sup>. Le stime empiriche corroborano l'ipotesi del ruolo fondamentale svolto dalla moneta unica nelle riallocazioni di portafoglio tra paesi sia su scala mondiale sia all'interno dell'area. Tenendo conto delle variabili menzionate in precedenza, si stima che l'euro abbia nell'insieme accresciuto le transazioni bilaterali tra paesi dell'area in rapporto al complesso dei loro portafogli internazionali in misura pari al 3,5 per cento per le azioni e al 4,2 per cento per obbligazioni e notes<sup>13)</sup>. Inoltre, le economie esterne all'area hanno in media aumentato la quota relativa di investimenti in obbligazioni e note dell'area. Tali risultati paiono in linea con gli andamenti evidenziati nella figura 5.

L'euro ha nell'insieme favorito i flussi di capitali tra paesi dell'area, consentendo pertanto una migliore diversificazione del rischio di investimento e di consumo.

- 12) Sulla riallocazione dei portafogli a livello mondiale potrebbero avere inoltre influito fattori quali: i rendimenti attesi e la volatilità delle attività nelle varie economie, la tendenza a investire in attività interne (vale a dire la preferenza degli investitori per le attività emesse a livello locale, altrimenti nota come *home bias*), la crescita economica attesa, il quadro istituzionale, il profilo di invecchiamento della popolazione, l'intensità degli scambi bilaterali e i legami culturali.
- 13) De Santis, R. e Gerard, B., (2006), *Financial integration, international portfolio choice and the European Monetary Union*, Working Paper della BCE, n. 626. De Santis, R., (2006), *The geography of international portfolio flows, international CAPM and the role of monetary policy frameworks*, Working Paper della BCE, n. 678.

### 5.3 IL RUOLO INTERNAZIONALE DELL'EURO

Una terza dimensione internazionale dell'euro concerne il suo utilizzo al di fuori dell'area. Introdotta a beneficio dei cittadini dell'area, la moneta unica presenta chiaramente delle implicazioni anche per individui e imprese non residenti. Famiglie, imprese e pubbliche amministrazioni esterne all'area possono decidere di utilizzare l'euro in molte transazioni economiche e finanziarie quotidiane. In euro possono detenere banconote e monete, aprire conti correnti oppure ottenere finanziamenti bancari, emettere strumenti finanziari quali titoli di debito a medio e lungo termine, fatturare ed effettuare pagamenti. Le autorità di paesi terzi possono inoltre scegliere l'euro come ancora nel loro regime di cambio o investire in tale divisa parte delle loro riserve valutarie.

Da un punto di vista di *policy*, l'orientamento adottato dall'Eurosistema quanto all'utilizzo internazionale dell'euro è neutrale. L'Eurosistema non prevede l'internazionalizzazione della moneta unica come obiettivo delle proprie politiche e non promuove né scoraggia il suo impiego da parte dei soggetti non residenti. L'uso dell'euro al di fuori dell'area è e deve restare una conseguenza di andamenti economici e finanziari, basati su libere decisioni del settore privato (e a volte di quello pubblico). Se anche lo desiderassero, i responsabili delle politiche avrebbero in ogni caso uno spazio di manovra limitato per influire sul grado di internazionalizzazione di una valuta in un mondo globalizzato e contraddistinto da sistemi finanziari altamente integrati e fondati sul mercato. La promozione del processo di finanziarizzazione, dell'integrazione dei mercati finanziari e della stabilità dei prezzi costituiscono altrettanti esempi di politiche che possono indirettamente incoraggiare l'utilizzo di una moneta all'estero. Ad esempio, l'utilizzo di una divisa come valuta di riserva sembra connesso a tali politiche<sup>14</sup>. È tuttavia altrettanto chiaro come tali politiche perseguano degli obiettivi interni piuttosto che internazionali.

L'atteggiamento neutrale di *policy* rispetto al ruolo internazionale dell'euro non implica una mancanza di interesse da parte dell'Eurosistema. Dal 2001 la BCE segue l'evoluzione temporale di tale ruolo e lo analizza, pubblicando i risultati principali delle sue analisi con cadenza annuale. Un motivo di questo interesse costante consiste nel fatto che l'utilizzo dell'euro al di fuori dell'area può influire sulla trasmissione della politica monetaria e sul contenuto informativo degli indicatori utilizzati nel contesto della strategia di politica monetaria. Un altro va ricercato nel possibile impatto sulla trasmissione degli shock finanziari e valutari mondiali all'area dell'euro. Infine, l'attenzione costante al ruolo internazionale della moneta unica ha fornito al pubblico e ai ricercatori del mondo accademico interessati alle valute internazionali un insieme di dati unico e in continua espansione sull'utilizzo dell'euro da parte di non residenti.

I rapporti annuali sul ruolo internazionale dell'euro evidenziano tre caratteristiche generali. In primo luogo tale ruolo è aumentato in qualche misura negli anni, ma la sua crescita è stata graduale e sembra essersi stabilizzata in alcuni segmenti di mercato. In secondo luogo, è determinato in parte dalla stessa area dell'euro. In terzo luogo, è geograficamente concentrato nelle regioni più prossime all'area.

**L'euro è utilizzato diffusamente  
all'esterno dell'area**

**L'utilizzo dell'euro da parte  
dei non residenti  
non costituisce un obiettivo  
delle politiche dell'Eurosistema**

**La BCE segue da vicino  
l'evoluzione del ruolo  
internazionale dell'euro**

14) Cfr. Chinn, M. e Frankel, J., (2006), "Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency?", in Richard Clarida (a cura di), *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, The University of Chicago Press, Chicago; Chinn, M. e Frankel, J., (2008), *The Euro May over the Next 15 years Surpass the Dollar as Leading International Currency*, Working Paper dell'NBER, n.13909, aprile 2008.

**Il ruolo internazionale dell'euro si è accresciuto, ma in misura graduale**

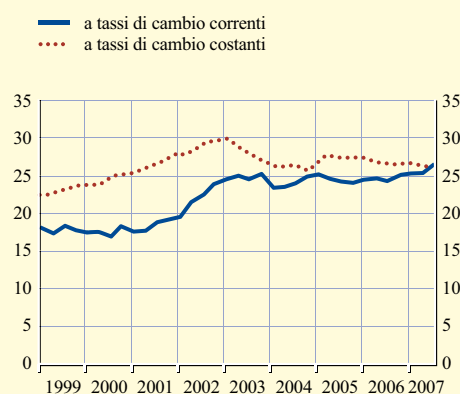
**Anche i residenti dell'area influiscono sul ruolo internazionale dell'euro**

Fin dalla sua introduzione nel 1999 l'euro è una divisa "internazionale", per il semplice fatto di aver sostituito le undici valute nazionali preesistenti. In qualità di successore del marco tedesco e del franco francese, è stato immediatamente utilizzato come valuta di riserva dalle banche centrali e come ancora per il cambio nei regimi valutari di alcuni paesi. La crescita del ruolo internazionale dell'euro è tuttavia riconducibile anche ad altri fattori. Ad esempio, l'attuale quota della moneta unica nelle riserve ufficiali mondiali è superiore al 18 per cento circa detenuto alla fine del 1998 dall'insieme di tutte le divise successivamente confluite nell'euro e in particolare dal marco tedesco. Statistiche dell'FMI segnalano di fatto che l'incidenza dell'euro sulle riserve valutarie mondiali con una composizione per valute nota è salita a circa il 25 per cento nei primi cinque anni dall'avvio dell'Unione economica e monetaria, per poi mantenersi relativamente stabile attorno a questo livello (cfr. figura 6). Rispondendo all'utilizzo dell'euro come valuta di riserva a livello internazionale, nel gennaio 2005 l'Eurosistema ha introdotto un quadro di riferimento per l'offerta di servizi di gestione delle riserve destinati a banche centrali e autorità monetarie non appartenenti all'area, nonché alle organizzazioni internazionali.

Una seconda caratteristica del ruolo internazionale della moneta unica è costituita dal fatto che questo dipende in parte dalla stessa area dell'euro. Ciò vuol dire che anche gli utilizzatori interni all'area, cioè i cittadini dell'area, influiscono sullo *status* internazionale della loro moneta. Ad esempio, sono in costante aumento le emissioni obbligazionarie in euro da parte di soggetti debitori non residenti. La quota dell'euro nella "definizione ristretta" dei titoli di debito emessi sui mercati internazionali, vale a dire quella calcolata al netto delle emissioni in valuta nazionale, è di fatto salita a circa il 31 per cento a giugno 2007 (cfr. figura 7). Tali obbligazioni,

**Figura 6 Quota dell'euro sul totale delle riserve in valuta estera a livello mondiale**

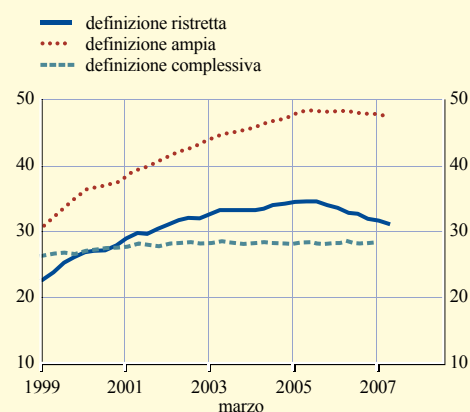
(in percentuale delle riserve accantonate)



Fonte: IMF/COFER ed elaborazioni BCE.  
Nota: le quote a tassi di cambio costanti sono calcolate ai tassi di cambio del terzo trimestre del 2007.

**Figura 7 Quota dei titoli denominati in euro sul totale delle consistenze di titoli di debito emessi sui mercati internazionali**

(in percentuale, a tassi di cambio costanti)



Fonte: BRI ed elaborazioni della BCE.  
Nota: le quote a tassi di cambio costanti sono calcolate ai tassi di cambio del terzo trimestre del 2007. La definizione ristretta dei titoli di debito internazionali comprende titoli di debito a medio e lungo termine, nonché gli strumenti di mercato monetario, emessi in una valuta diversa dalla valuta nazionale dell'emittente. La definizione ampia include, accanto ai titoli della definizione ristretta, anche i titoli di debito denominati nella valuta nazionale dell'emittente, se l'emissione è diretta al mercato finanziario internazionale. Nella definizione complessiva si considerano anche le emissioni dirette al mercato interno. Per una trattazione più dettagliata di tali definizioni, cfr. la pubblicazione della BCE *Review of the International Role of the Euro*, giugno 2007.

**Tavola I Volumi in essere delle emissioni in valuta di titoli di debito a medio e lungo termine per regione**

(valori percentuali, secondo trimestre 2007)

|     | Area<br>dell'euro | Danimarca,<br>Svezia,<br>Regno Unito | Nuovi<br>stati<br>membri | Paesi<br>europei<br>non UE | America<br>del Nord | Asia e<br>area del<br>Pacifico | America<br>latina | Centri<br>off-shore | Organizzazioni<br>internazionali | Altri<br>paesi |
|-----|-------------------|--------------------------------------|--------------------------|----------------------------|---------------------|--------------------------------|-------------------|---------------------|----------------------------------|----------------|
| EUR |                   | 44,7                                 | 3,1                      | 3,8                        | 23,6                | 5,5                            | 2,0               | 10,0                | 6,3                              | 1,0            |
| USD | 23,7              | 19,0                                 | 0,3                      | 2,4                        | 4,9                 | 10,8                           | 6,6               | 23,1                | 5,0                              | 4,2            |
| JPY | 30,0              | 127                                  | 1,2                      | 2,9                        | 18,6                | 4,9                            | 0,6               | 21,1                | 7,6                              | 0,5            |

Fonti: BRI ed elaborazioni BCE.

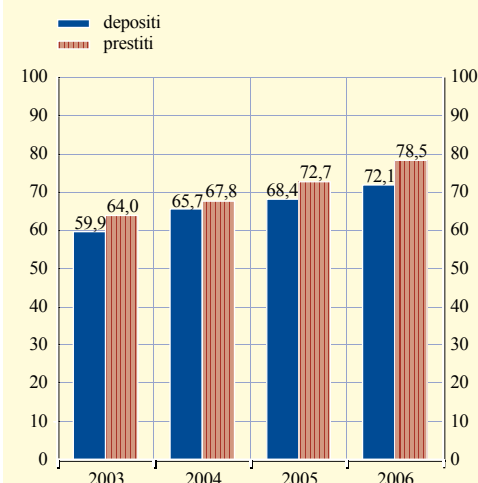
tuttavia, non sono state acquistate principalmente da investitori esteri: oltre la metà dei titoli denominati in euro emessi da non residenti è indirizzata agli investitori dell'area euro.

L'ultimo, e forse più peculiare, tratto distintivo del ruolo internazionale dell'euro riguarda la sua natura regionale. Sui mercati finanziari internazionali, ad esempio, è normale che i paesi geograficamente vicini all'area dell'euro scelgano la moneta unica come valuta di finanziamento. Una quota significativa delle emissioni di strumenti di debito denominati in euro da parte di non residenti è, ad esempio, riconducibile a Danimarca, Svezia e Regno Unito (cfr. la tavola); la City di Londra, quale importante centro finanziario internazionale, ha sviluppato le proprie operazioni in euro in concomitanza con quelle in dollari statunitensi<sup>15</sup>. Parimenti, tutti i paesi con una politica del cambio legata all'euro sono situati vicini all'area. Infine, il grado di sostituzione valutaria è massimo sia nei nuovi Stati membri dell'UE non appartenenti all'area sia nei paesi dell'Europa sud-orientale che sono (potenziali) candidati all'adesione (cfr. figura 8). In questo contesto, l'Eurosistema ha sottolineato come l'adozione unilaterale della moneta unica attraverso un processo di "eurizzazione" condotto al di fuori dell'assetto stabilito dai trattati contrasterebbe con i criteri economici alla base dell'Unione economica e monetaria, che prevedono l'adozione dell'euro al termine di un processo strutturato di convergenza entro un quadro multilaterale<sup>16</sup>. La BCE ha anche studiato con attenzione le determinanti del maggiore livello di indebitamento in valuta nei paesi dell'Europa centrale, orientale e sud-orientale<sup>17</sup> e l'Eurosistema segue costantemente la misura in cui tale livello possa influire sulla stabilità finanziaria dei suddetti paesi<sup>18</sup>.

**Il ruolo internazionale dell'euro è concentrato geograficamente nelle regioni vicine all'area dell'euro**

**Figura 8 Depositi/prestiti denominati in euro in Europa centrale, orientale e sud-orientale**

(in percentuale dei depositi/prestiti totali)



Fonti: banche centrali nazionali ed elaborazioni BCE.

Note: media semplice di Albania, Bosnia-Erzegovina, Croazia, Repubblica Ceca, Estonia, Ungheria, Lituania, Repubblica Jugoslava di Macedonia, Serbia, Slovacchia e Turchia. Per la Bosnia ex Erzegovina i dati terminati nel 2004 non includono i prestiti indicizzati all'euro.

15) Il ruolo dell'euro nella City di Londra viene analizzato in BCE, (2003), *Review of the International Role of the Euro*, dicembre.

16) Cfr. BCE, (2003), *Policy Position on Exchange Rate Issues Relating to the Acceding Countries*, dicembre.

17) Un'analisi dettagliata del grado di sostituzione valutaria nell'Europa centrale, orientale e sud-orientale viene fornita in BCE (2007), *Review of the International Role of the Euro*, giugno.

18) Cfr. per esempio BCE (2006), *Macroeconomic and Financial Stability Challenges for Acceding and Candidate Countries, Occasional Paper*, n.48, luglio.

Il carattere regionale dell'utilizzo internazionale dell'euro riflette una combinazione di fattori storici, istituzionali ed economici. Da un punto di vista storico, l'euro ha tratto beneficio dalla lunga tradizione delle valute in esso confluite e in particolare del marco tedesco quale moneta ampiamente utilizzata in alcune parti del continente europeo e in altre regioni limitrofe. In un'ottica istituzionale, molti paesi attorno all'area si stanno adoperando per l'adozione della moneta unica. Ciò vale per gli Stati membri dell'UE ai quali non si applica la clausola di esclusione (*opt-out*) e che quindi dovrebbero prima o poi entrare a far parte dell'area dell'euro. Vale inoltre per i paesi candidati aventi una prospettiva, nel medio-lungo periodo, di aderire all'UE e di adottare l'euro. Da un punto di vista economico, l'area dell'euro è un importante partner commerciale e finanziario dei paesi in questione. La decisione sull'opportunità di perseguire una politica di cambio fisso rispetto all'euro in una fase iniziale del processo di convergenza dipende tuttavia in larga misura dalla situazione dei singoli paesi. Poiché il processo di convergenza comporta una tendenza all'apprezzamento del cambio in termini reali, diversi paesi hanno scelto di focalizzare la propria politica monetaria sul mantenimento della stabilità dei prezzi, permettendo al tasso di cambio nominale di apprezzarsi rispetto all'euro.

#### 5.4 COOPERAZIONE INTERNAZIONALE

La BCE intrattiene stretti rapporti con le banche centrali e le organizzazioni esterne all'area. Tale cooperazione internazionale, che si realizza attraverso istituzioni multilaterali e contatti bilaterali, aiuta la BCE nell'analisi degli andamenti economici e finanziari al di fuori dell'area. Gli incontri a livello internazionale offrono una piattaforma per lo scambio di informazioni sugli andamenti recenti, le prospettive per l'economia e le sfide sul piano delle politiche economiche all'esterno dell'area.

L'Eurosistema ha sviluppato una serie di strumenti per intensificare la cooperazione con le principali banche centrali di tutto il mondo. A questo proposito ha organizzato una serie di seminari ad alto livello con le banche centrali di regioni specifiche, tra cui: la Banca di Russia, le banche centrali dei paesi del Mediterraneo che partecipano al processo di Barcellona, le banche centrali e le autorità monetarie del Consiglio di cooperazione del Golfo (CCG) e le banche centrali dell'America latina e della regione dell'Asia orientale e del Pacifico. La BCE fornisce inoltre, su richiesta, assistenza tecnica e indicazioni sul piano delle politiche ed è disponibile a fornire il proprio contributo di competenze in ambiti quali la conduzione della politica monetaria, la vigilanza bancaria e i sistemi di pagamento. In tale contesto, il percorso europeo verso l'Unione economica e monetaria – e in particolare l'istituzione di un sistema sovranazionale di banca centrale – costituisce spesso un esempio e una fonte di ispirazione per le altre regioni.

La BCE svolge un ruolo fondamentale in varie organizzazioni e istanze multilaterali. Nel Fondo monetario internazionale (FMI), cui aderiscono singoli paesi, le è stato riconosciuto lo *status* di osservatore. Ciò vuol dire che può prendere parte alle riunioni del Consiglio direttivo dell'FMI quando vengono discusse questioni di interesse per l'Eurosistema. Inoltre, il Presidente della BCE è invitato a partecipare in qualità di osservatore alle riunioni semestrali dell'International Monetary and Financial Committee, che imprime un orientamento politico all'attività del Fondo. Il Presidente della BCE partecipa altresì, con il Presidente dell'Eurogruppo, alle riunioni dei ministri e dei governatori del G7. La BCE prende inoltre parte agli incontri di due istanze costituite dal G7 nel 1999. La prima è rappresentata dal G20, il gruppo di 20 ministri finanziari e governatori di banche centrali che riunisce rappresentanti delle principali economie avanzate ed emergenti per affrontare questioni di politica economica e finanziaria a livello internazio-



le. La seconda è costituita dal *Financial Stability Forum* (FSF), che valuta le potenziali vulnerabilità del sistema finanziario internazionale. La BCE partecipa anche alle riunioni rilevanti dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE), un'altra istituzione composta da singoli Stati membri, come parte della delegazione dell'UE.

Particolare importanza riveste la Banca dei regolamenti internazionali (BRI), la banca delle banche centrali, che svolge le funzioni di segretariato e offre la propria sede per vari incontri tra banche centrali tra cui la riunione dei governatori del Gruppo dei Dieci (G10). La BCE è membro dei Comitati BRI di interesse per le sue attività dal novembre 1999 ed è azionista della Banca dal 2005. Il Presidente della BCE prende parte alle riunioni dei governatori del G10 e dalla fine del 2003 le presiede a titolo personale. Il G10 è a sua volta organizzato in una serie di comitati permanenti e gruppi di lavoro *ad hoc* cui partecipa anche la BCE in qualità di membro<sup>19)</sup>.

## 5.5 INSEGNAMENTI E ORIENTAMENTI PER IL FUTURO

Dal 1998 il grado di apertura dell'area dell'euro agli scambi e ai mercati finanziari internazionali aumenta costantemente. Allo stesso tempo sono cresciuti in misura significativa anche il commercio e gli investimenti interni all'area. L'euro ha esercitato un effetto positivo sull'interscambio dell'area, stimolando l'esportazione di nuovi prodotti e riducendo in qualche misura il costo delle esportazioni. Tali risultati sono in linea con i riscontri del fatto che la moneta unica ha modificato il comportamento di prezzo delle imprese esportatrici, promuovendo la convergenza dei prezzi nell'area, un andamento che ha a sua volta esercitato anche delle pressioni al ribasso sui prezzi delle esportazioni interne all'area. Infine, l'euro ha accresciuto la concorrenza interna nei paesi che l'hanno adottato. Ciò si è tradotto in un generale aumento della competitività delle imprese nazionali e ha mostrato che anche la maggiore concorrenza potrebbe avere costituito una determinante della convergenza dei prezzi del commercio.

Con riferimento ai flussi finanziari, la costituzione dell'UEM ha rappresentato un cambiamento istituzionale fondamentale che potrebbe concorrere a spiegare la consistente riallocazione dei capitali osservata. Per quanto riguarda gli investimenti diretti esteri, i risultati empirici mostrano che l'euro ha favorito i flussi per IDE tra i paesi dell'area dell'euro e ha agito da catalizzatore generando ondate di operazioni transfrontaliere di M&A nel settore manifatturiero. Tali operazioni hanno registrato un aumento straordinario all'interno dell'area, mentre il settore dei servizi non ha ancora tratto pieno beneficio dall'integrazione finanziaria in Europa. In prospettiva, ciò comporta anche l'elevata probabilità di una maggiore attività di M&A se saranno rimosse le barriere transfrontaliere agli scambi di servizi. Per quanto concerne gli investimenti di portafoglio, l'adozione dell'euro ha eliminato il rischio di cambio e agevolato l'allocazione transfrontaliera delle attività in portafoglio nei mercati sia azionari sia obbligazionari dell'area. A questo hanno concorso fattori quali la riduzione dei costi del capitale azionario e del finanziamento obbligazionario e bancario, il ricorso a piattaforme di negoziazione comuni e la fusione transfrontaliera delle borse di Amsterdam, Bruxelles e Parigi (con la costituzione di Euronext).

L'introduzione dell'euro ha influito anche sul sistema finanziario internazionale, in quanto ha creato una nuova valuta utilizzabile sui mercati internazionali. Dalla sua introduzione nel 1999,

19) I quattro più importanti sono: Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria; Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento; Comitato sul sistema finanziario globale; Comitato sui mercati.

la moneta unica ha subito goduto di uno *status* internazionale poiché ha acquisito quello delle divise in esso confluite. Il suo ruolo sui mercati internazionali è successivamente aumentato in qualche misura, ma l'incremento è stato molto graduale. Ciò è in linea con i riscontri della letteratura economica: il ruolo internazionale di una valuta tende a evolvere lentamente, di riflesso a fattori storici e istituzionali, ed è contraddistinto da effetti di rete.

I suddetti aspetti della dimensione internazionale dell'area dell'euro sottolineano la necessità di una cooperazione internazionale con le banche centrali di tutto il mondo. Negli ultimi dieci anni l'Eurosistema ha pertanto condotto uno stretto dialogo con le banche centrali di varie regioni, ad esempio organizzando seminari ad alto livello e instaurando relazioni bilaterali intense con importanti banche centrali quali la Federal Reserve statunitense e la Banca del Giappone. Analogamente, la BCE partecipa alle riunioni di varie organizzazioni e consessi internazionali tra cui l'FMI, il G7, il G20 e la BRI.

## 6 INTEGRAZIONE FINANZIARIA

*L'Eurosistema promuove fortemente l'integrazione finanziaria per una serie di motivi connessi ai suoi compiti principali. Prima di tutto, un sistema finanziario bene integrato agevola l'ordinata ed efficace trasmissione della politica monetaria nell'intera area dell'euro. In secondo luogo, l'integrazione finanziaria riveste grande importanza per il compito dell'Eurosistema di contribuire alla stabilità finanziaria: essa accresce infatti sia le possibilità di ripartizione e diversificazione dei rischi sia la liquidità dei mercati dei capitali, anche se allo stesso tempo aumenta la probabilità di effetti di propagazione e di contagio tra paesi diversi. In terzo luogo, l'obiettivo dell'integrazione finanziaria è strettamente connesso alla funzione istituzionale dell'Eurosistema di promuovere il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento, nonché dei sistemi di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli. Sistemi di pagamento e di regolamento maggiormente integrati funzionano in modo più efficiente ed efficace; allo stesso tempo, dato il ruolo centrale dei sistemi di pagamento nel trasferimento dei flussi di capitale, essi sono fondamentali per il processo di integrazione finanziaria. Infine, l'integrazione finanziaria fornisce un importante contributo all'efficace riallocazione delle risorse - nel tempo e nello spazio - dagli operatori che dispongono di fondi in eccesso a quelli con una carenza di capitale, il che consente, in ultima istanza, una crescita economica più solida e sostenibile.*

*L'Eurosistema sostiene quindi appieno il processo di integrazione finanziaria in Europa e, in particolare, nell'area dell'euro. Più precisamente – e in linea con la definizione di integrazione finanziaria adottata dalla BCE – l'Eurosistema mira alla realizzazione di un mercato finanziario unico nell'area dell'euro, in cui tutti i potenziali operatori (i) siano soggetti ad un unico insieme di regole quando decidono di acquistare o vendere gli strumenti o i servizi finanziari sottostanti, (ii) godano di pari condizioni di accesso a tali strumenti o servizi finanziari e (iii) ricevano il medesimo trattamento quando operano sul mercato.*

*Questo capitolo esamina lo stato di avanzamento dell'integrazione finanziaria nell'area dell'euro e il contributo dell'Eurosistema a tale processo. La prima sezione descrive le attività dell'Eurosistema dirette a promuovere l'integrazione finanziaria; la seconda analizza il grado di integrazione finanziaria in Europa a dieci anni dall'introduzione dell'euro; la terza valuta i principali fattori che favoriscono od ostacolano il processo di integrazione, con particolare riferimento al ruolo dell'Eurosistema; nella quarta sezione si riportano le conclusioni.*

### 6.1 LE ATTIVITÀ DELL'EUROSISTEMA PER L'INTEGRAZIONE FINANZIARIA

L'Eurosistema ritiene che l'integrazione finanziaria sia un processo guidato sostanzialmente dal mercato. Secondo le disposizioni di carattere generale dettate dall'articolo 105, paragrafo 1, del Trattato dell'Unione europea, l'Eurosistema dovrebbe agire “in conformità al principio di un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza, favorendo una efficace allocazione delle risorse”. Date le sue funzioni di banca centrale e il suo ruolo di partecipante attivo sul mercato, che gestisce numerose relazioni con gli altri partecipanti, l'Eurosistema può agire per promuovere l'integrazione finanziaria.

In base al presupposto che il processo di integrazione debba essere guidato dal mercato, l'Eurosistema considera opportuno limitare l'intervento delle autorità pubbliche. In particolare, le misure di *policy* non dovrebbero promuovere un livello o una tipologia specifica di attività transfrontaliera: solo i partecipanti al mercato, infatti, possono sviluppare le strategie commer-

**Il processo di integrazione finanziaria è guidato dal mercato...**

**...ma può essere agevolato dalle autorità pubbliche**

**L'Eurosistema promuove  
l'integrazione finanziaria...**

**...attraverso ampliamento  
delle conoscenze,  
sensibilizzazione  
e monitoraggio  
dei progressi...**

ciali sottostanti, adottare le connesse decisioni di investimento e farsi carico dei relativi effetti economici. Sul processo di integrazione finanziaria influiscono inoltre fattori che esulano dall'ambito di competenza delle autorità pubbliche, ad esempio la distanza geografica (e le relative barriere allo scambio di informazioni), le differenze culturali e linguistiche e le preferenze dei consumatori. Il settore pubblico può tuttavia fornire un contributo importante all'integrazione finanziaria riducendo gli ostacoli di natura politica. Esso dovrebbe offrire un quadro giuridico, regolamentare, fiscale e di vigilanza in grado di promuovere parità di trattamento e di accesso per gli operatori di mercato in tutta l'UE.

L'Eurosistema promuove l'integrazione finanziaria in quattro modi diversi: (i) ampliando le conoscenze, svolgendo un'azione di sensibilizzazione e monitorando lo stato di avanzamento del processo di integrazione finanziaria nell'area dell'euro; (ii) fornendo la propria consulenza sul quadro normativo e regolamentare del sistema finanziario; (iii) svolgendo un ruolo di catalizzatore nei confronti del settore privato, sostenendone le iniziative di coordinamento e (iv) offrendo servizi di banca centrale che favoriscano anche l'integrazione finanziaria.

Un'azione mirata a sostegno dell'integrazione finanziaria in Europa presuppone un'analisi accurata dello stato di avanzamento del processo e un costante monitoraggio dei progressi compiuti nel tempo. La BCE ha quindi cercato di valutare il grado di integrazione finanziaria dell'area dell'euro utilizzando indicatori di prezzo e di quantità. I primi misurano le discrepanze tra i prezzi delle attività dovute alla loro diversa origine geografica: in un mercato perfettamente integrato, infatti, i prezzi di attività con caratteristiche simili dovrebbero essere influenzati principalmente da fattori comuni. I secondi servono invece a stabilire la misura in cui gli investitori hanno internazionalizzato il proprio portafoglio per trarre pieno beneficio dalle opportunità di diversificazione derivanti da una maggiore integrazione finanziaria <sup>1)</sup>.

Nel settembre 2005 la BCE ha divulgato una prima serie di 20 indicatori, successivamente ampliata, e nel marzo 2007 l'ha presentata nella sua prima relazione annuale intitolata *Financial integration in Europe* <sup>2)</sup>. Gli indicatori vengono aggiornati con cadenza semestrale sul sito web della BCE. È allo studio un ulteriore ampliamento della serie, in base ai progressi compiuti nell'ambito della ricerca e dell'analisi economica e fatta salva una più ampia disponibilità di statistiche sulla materia; i nuovi indicatori riguarderebbero in particolare i fondi di investimento, le società veicolo per le cartolarizzazioni, le compagnie di assicurazione e i fondi pensione.

Oltre alla relazione annuale precedentemente menzionata, numerose altre pubblicazioni della BCE – sia periodiche sia a carattere speciale – forniscono informazioni sugli sviluppi in materia di integrazione finanziaria. La relazione annuale dal titolo *EU Banking Structures*, redatta dal Comitato per la vigilanza bancaria (*Banking Supervision Committee*) del SEBC, offre ad esempio un'analisi degli sviluppi strutturali nell'attività bancaria transfrontaliera. Sulla base dell'esperienza e delle conoscenze acquisite in qualità di operatore attivo sul mercato, la BCE promuove inoltre attività di ricerca in cooperazione con altri membri dell'Eurosistema e con esponenti del mondo accademico. Un esempio importante è costituito dalla "Rete comune di

1) Cfr. Baele, L. et al., *Measuring financial integration in the euro area*, Occasional Paper della BCE, n.14, maggio 2004.

2) In precedenza, la BCE aveva illustrato la propria attività nell'ambito dell'integrazione finanziaria in due articoli del *Bollettino mensile*, intitolati *Il processo di integrazione dei mercati finanziari in Europa* (ottobre 2003) e *Il contributo della BCE e dell'Eurosistema all'integrazione finanziaria europea* (maggio 2006).

ricerca sui mercati dei capitali e l'integrazione finanziaria in Europa" (*Research Network on Capital Markets and Financial Integration in Europe*), promossa dalla BCE e dal Centro per gli studi finanziari (*Center for Financial Studies* - CFS) di Francoforte<sup>3)</sup>.

L'Eurosistema contribuisce attivamente alla definizione del quadro di riferimento dell'UE per i servizi finanziari, offrendo la propria consulenza in merito alle principali iniziative di *policy*, affinché il quadro normativo e regolamentare relativo ai servizi finanziari riduca gli ostacoli alla loro erogazione transfrontaliera e garantisca parità di condizioni a tutti gli operatori. Questa attività si concentra su aspetti connessi ai compiti statutari assegnati all'Eurosistema dall'articolo 105 del Trattato: (i) sostenere, fatto salvo l'obiettivo della stabilità dei prezzi, le politiche economiche generali della Comunità; (ii) promuovere il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento e (iii) contribuire alla regolare conduzione delle politiche di vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e di quelle finalizzate alla stabilità del sistema finanziario.

Sebbene il quadro delle politiche pubbliche debba favorire l'integrazione finanziaria, i progressi in questo senso dipendono in ultima istanza dalla capacità del settore privato di sfruttare appieno le opportunità disponibili per operare su base transfrontaliera. A tal riguardo, la concorrenza tra gli operatori rappresenta il fattore più rilevante; allo stesso tempo, anche le iniziative pubbliche possono svolgere un ruolo importante, soprattutto laddove norme e prassi di mercato eterogenee ostacolano il processo di integrazione finanziaria: in queste circostanze, l'Eurosistema può aiutare gli operatori di mercato a superare le loro difficoltà interne di coordinamento.

L'offerta di servizi di banca centrale costituisce un'ulteriore modalità con la quale l'Eurosistema promuove l'integrazione finanziaria. Mentre assolve ai propri compiti fondamentali di banca centrale, infatti, l'Eurosistema si adopera affinché – ove possibile – tali servizi siano strutturati in modo da favorire anche l'integrazione finanziaria.

La tavola 1 presenta alcuni esempi fondamentali di attività svolte dall'Eurosistema per promuovere l'integrazione finanziaria<sup>4)</sup>.

## 6.2 L'INTEGRAZIONE FINANZIARIA DIECI ANNI DOPO L'INTRODUZIONE DELL'EURO

### INTRODUZIONE

Gli indicatori dell'integrazione finanziaria pubblicati dalla BCE rivelano che i progressi conseguiti nell'area dell'euro variano notevolmente a seconda dei segmenti presi in esame. In particolare, l'integrazione finanziaria risulta maggiore in quei segmenti più vicini alla politica monetaria unica e dipende anche dal grado di integrazione della rispettiva infrastruttura di mercato. La tavola 2, riportata sopra, offre uno sguardo d'insieme sullo stato di avanzamento del processo nei principali segmenti.

Le sezioni che seguono presentano una valutazione più approfondita dei progressi compiuti verso una maggiore integrazione finanziaria nei mercati monetari, obbligazionari e azionari, oltre a evidenziare le carenze principali.

...offrendo consulenza  
sul quadro normativo  
e regolamentare...

...fungendo da catalizzatore  
delle attività del settore  
privato...

...e offrendo servizi di banca  
centrale che promuovano  
l'integrazione finanziaria

Notevole aumento  
dell'integrazione finanziaria

3) Cfr. <http://www.eu-financial-system.org>.

4) Per maggiori informazioni, cfr. la relazione annuale della BCE dal titolo *Financial integration in Europe*.

**Tavola I Attività fondamentali svolte dall'Eurosistema a favore dell'integrazione finanziaria**

| Iniziativa                                                                                                    | Obiettivi principali e stato di avanzamento                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Ampliamento delle conoscenze, sensibilizzazione e monitoraggio dei progressi</b>                           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Rapporto annuale della BCE sull'integrazione finanziaria in europa ( <i>Financial integration in Europe</i> ) | Informare sugli sviluppi dell'integrazione finanziaria in Europa, promuoverne l'avanzamento e sensibilizzare il pubblico riguardo al ruolo svolto dall'Eurosistema a sostegno del processo di integrazione. Il documento è stato pubblicato per la prima volta nel 2007.                                                                                                                         |
| Elaborazione di indicatori dell'integrazione finanziaria nell'area dell'euro                                  | Seguire e valutare lo stato dell'integrazione finanziaria nell'area dell'euro. Questo insieme di indicatori è stato diffuso per la prima volta nel 2005; da allora è stato ampliato e aggiornato con frequenza semestrale. Al momento è in fase di ulteriore affinamento.                                                                                                                        |
| <b>Consulenza sul quadro normativo e regolamentare</b>                                                        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Strategia complessiva dell'UE per i servizi finanziari                                                        | Formulare e attuare (i) il Piano d'azione per i servizi finanziari del 1999 al fine di aggiornare e consolidare il quadro di regolamentazione dell'UE e (ii) la strategia per la prosecuzione dei lavori nel periodo 2005-2010 (ancora in fase di implementazione).                                                                                                                              |
| Assetto istituzionale dell'UE per la regolamentazione e la vigilanza nel settore finanziario                  | Assicurare il buon funzionamento dell'approccio Lamfalussy. Un primo riesame complessivo di quest'ultimo è stato ultimato nel 2007; sono attualmente allo studio misure per darvi un seguito.                                                                                                                                                                                                    |
| Infrastruttura dell'UE per la compensazione e il regolamento delle operazioni in titoli                       | Realizzare un'infrastruttura di mercato per il <i>post-trading</i> che sia integrata, sicura ed efficiente ed eliminare le barriere transfrontaliere. Sono in atto diverse iniziative tese, ad esempio, a predisporre un quadro di riferimento comune per la regolamentazione, la vigilanza e la sorveglianza dei sistemi di compensazione e regolamento delle operazioni in titoli (SEBC-CESR). |
| <b>Ruolo di catalizzatore delle attività del settore privato</b>                                              |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Area unica dei pagamenti in euro ( <i>Single Euro Payments Area</i> , SEPA)                                   | Creare entro il 2010 un mercato pienamente integrato per i servizi di pagamento al dettaglio nell'area dell'euro senza distinzioni tra pagamenti nazionali e transfrontalieri; la SEPA è stata avviata ufficialmente nel gennaio 2008.                                                                                                                                                           |
| <i>Short-Term European Paper</i> (STEP)                                                                       | Realizzare un mercato paneuropeo degli strumenti a breve termine mediante l'adesione volontaria a un nucleo essenziale di standard comuni da parte degli operatori; l'iniziativa STEP è stata inaugurata nel giugno 2006.                                                                                                                                                                        |
| <i>Euro Overnight Index Average</i> (Eonia)                                                                   | Definire un tasso d'interesse di riferimento per i depositi interbancari <i>overnight</i> non garantiti; l'Eonia viene calcolato regolarmente dal 1999.                                                                                                                                                                                                                                          |
| <b>Offerta di servizi di banca centrale che promuovano anche l'integrazione finanziaria</b>                   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Target e Target2                                                                                              | È stato dapprima creato, nel 1999, un dispositivo dell'Eurosistema per il regolamento lordo in tempo reale dei pagamenti di importo rilevante nell'area dell'euro (Target). Nel 2007 si è quindi passati a una piattaforma tecnica unica condivisa (Target2).                                                                                                                                    |
| <i>Target2-Securities</i>                                                                                     | Realizzare in Europa una piattaforma unica per il regolamento delle operazioni in titoli in moneta di banca centrale. L'iniziativa è stata promossa dall'Eurosistema nel 2006; a metà del 2008 sarà adottata una decisione definitiva riguardo al progetto.                                                                                                                                      |
| Modello di banche centrali corrispondenti ( <i>Correspondent Central Banking Model</i> , CCBM)                | Consentire il trasferimento transfrontaliero delle garanzie all'interno dell'Eurosistema. Nel quadro di questo dispositivo, introdotto nel 1999, le BCN svolgono il ruolo di "corrispondenti" reciprocamente e nei confronti della BCE; dal 2007 è in fase di progettazione una piattaforma unica condivisa (CCBM2).                                                                             |



**Tavola 2 Lo stato dell'integrazione finanziaria nell'area dell'euro: rassegna dei principali segmenti finanziari**

| Mercato                                    | Livello di integrazione | Infrastrutture collegate                                                                                                                                                                                 |
|--------------------------------------------|-------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Mercato monetario</b>                   |                         |                                                                                                                                                                                                          |
| Operazioni non garantite                   | "Quasi perfetto"        | Operazioni non assistite da garanzia finanziaria: piena integrazione                                                                                                                                     |
| Operazioni garantite                       | Avanzato                | Operazioni assistite da garanzia finanziaria: piena integrazione per il regolamento del contante; il regolamento della parte titoli è reso difficile dalla frammentazione (cfr. mercato obbligazionario) |
| <b>Mercato obbligazionario</b>             |                         |                                                                                                                                                                                                          |
| Titoli di stato                            | Avanzatissimo           | Frammentazione                                                                                                                                                                                           |
| Obbligazioni societarie                    | Discreto                | Frammentazione                                                                                                                                                                                           |
| <b>Mercato azionario</b>                   |                         |                                                                                                                                                                                                          |
|                                            | Basso                   | Elevata frammentazione                                                                                                                                                                                   |
| <b>Mercato interbancario</b>               |                         |                                                                                                                                                                                                          |
| Attività all'ingrosso                      | Molto avanzato          | Piena integrazione                                                                                                                                                                                       |
| Attività collegate al mercato dei capitali | Avanzato                | Frammentazione                                                                                                                                                                                           |
| Retail banking                             | Molto basso             | Elevata frammentazione                                                                                                                                                                                   |

**Riquadro 1**
**RISULTATI PRELIMINARI DEI LAVORI DELLA BCE SULL'EVOLUZIONE FINANZIARIA**

Alcuni elementi di attrito nei mercati finanziari possono persistere anche se l'integrazione finanziaria è completa. L'evoluzione finanziaria aiuta a superare tali attriti. Essa può essere intesa come un processo di innovazione finanziaria e di miglioramento istituzionale e organizzativo nel sistema finanziario che riduce le asimmetrie informative, aumenta il grado di completezza dei mercati, riduce i costi di transazione e rafforza la concorrenza.

Sebbene l'evoluzione e l'integrazione finanziaria siano interconnesse ed esercitino un impatto favorevole sull'efficienza finanziaria, esse sono anche distinte in quanto descrivono processi economici diversi. Ad esempio, i problemi di selezione avversa fra investitori, che possono pregiudicare l'allocazione del capitale, possono persistere anche in un mercato pienamente integrato. Pertanto, l'evoluzione finanziaria è complementare all'integrazione finanziaria nel favorire l'efficienza dei mercati finanziari.

In questo contesto, la BCE ha avviato un filone di ricerca analitica per specificare il concetto di evoluzione finanziaria e per istituire indicatori quantitativi volti a misurare lo stadio di evoluzione nel sistema finanziario. Una prima serie di tali indicatori è stata presentata nell'edizione del 2008 del rapporto della BCE *Financial integration in Europe*<sup>1)</sup>.

L'evoluzione finanziaria è un'area dove la ricerca è costante e, quindi, indicatori quantitativi potrebbero non cogliere pienamente tutti gli aspetti di un sistema finanziario. Ad esempio,

1) Cfr. lo studio *Financial development: concepts and measures* nell'edizione del 2008 del rapporto, che si basa su pubblicazioni della BCE precedenti in questo ambito, ossia Hartmann, P., F. Heider, E. Papaioannou e M. Lo Duca, *The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe*, Occasional Paper della BCE, n. 72, settembre 2007, e l'articolo *Valutazione della performance dei sistemi finanziari* nel numero di ottobre 2005 del *Bollettino mensile* della BCE.



mentre le leggi e norme formali sono più facili da misurare, le regole e le prassi informali potrebbero rivestire un ruolo altrettanto importante. Inoltre, le informazioni sono spesso disponibili per le transazioni all'ingrosso, basate sul mercato, ma non per le attività al dettaglio, basate sulle relazioni.

Nonostante questi motivi di cautela, gli indicatori disponibili suggeriscono un considerevole grado di eterogeneità fra i mercati e i paesi dell'area dell'euro. Le principali differenze riguardano il grado di efficienza giuridica, il tipo e la portata della cartolarizzazione, il livello delle attività di negoziazione nei mercati azionari e il numero pro capite di transazioni con strumenti alternativi al contante.

Il sistema finanziario dell'area dell'euro in media risulta essere paragonabile a quello degli altri paesi di riferimento ma, forse, non a quello di Regno Unito e Stati Uniti, che raggiungono buoni livelli rispetto alla gran parte degli indicatori. I risultati suggeriscono che sussistono ulteriori margini per riforme strutturali dei settori finanziari nell'area e che è utile tenere sotto osservazione l'integrazione finanziaria e l'evoluzione finanziaria.

## MERCATI MONETARI

I mercati monetari sono quasi totalmente integrati...

I mercati monetari dell'area dell'euro, i più vicini alla politica monetaria, hanno raggiunto uno stadio di integrazione "pressoché perfetta" quasi immediatamente dopo l'introduzione dell'euro. Con l'avvento della moneta unica, la deviazione standard *cross-section* fra paesi dell'area dei tassi EONIA è scesa rapidamente su un livello prossimo allo zero e si è successivamente mantenuta stabile (cfr. figura 1).

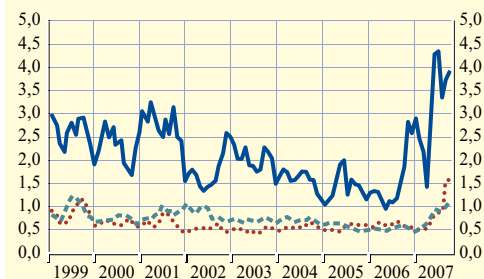
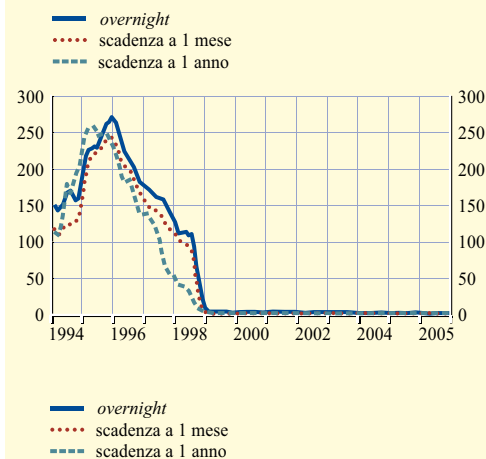
...a eccezione del segmento dei titoli di debito a breve termine

Un'eccezione di rilievo al grado complessivamente elevato di integrazione raggiunto dai mercati monetari dell'area è rappresentata dal segmento dei titoli di debito a breve scadenza (vale a dire *commercial paper* e certificati di deposito), che è rimasto molto più frammentato.

L'emergere di problemi di liquidità sui mercati monetari a breve scadenza nel contesto della turbolenza, che ha colpito i mercati finanziari internazionali durante la seconda metà del 2007, ha influito sulla volatilità dei tassi a brevissimo termine e in particolare di quelli *overnight*. Una probabile spiegazione di questo andamento va ricercata nella maggiore variabilità del rischio di credito all'interno del settore bancario, piuttosto che nella maggiore frammentazione (o minore integrazione) del mercato.

Figura 1 Deviazione standard dei tassi medi del mercato interbancario per operazioni di prestito non garantite fra i diversi paesi dell'area dell'euro

(medie mobili a 61 giorni; punti base)



Fonti: Federazione Bancaria Europea, elaborazioni della BCE.

## MERCATI OBBLIGAZIONARI E AZIONARI

Prima dell'introduzione dell'euro, l'operatività finanziaria transfrontaliera era disincentivata da diversi fattori e più in particolare dal rischio di cambio, dai differenziali di inflazione e dei tassi d'interesse tra i vari paesi, dai notevoli costi di transazione connessi all'utilizzo di più divise e dai vincoli valutari per gli investitori e gli intermediari. L'adozione della moneta unica ha rimosso i suddetti ostacoli e impresso uno slancio all'integrazione dei mercati dei titoli, anche se in misura diversa a seconda dei vari segmenti.

L'integrazione finanziaria è stata maggiore nel segmento dei titoli di Stato, nel quale i rendimenti hanno raggiunto un buon grado di convergenza e sono sempre più trainati da fattori comuni. Tuttavia anche fattori locali, come le differenze in termini di liquidità e la disponibilità di mercati sviluppati per la negoziazione di strumenti derivati connessi ai vari mercati obbligazionari, continuano a svolgere un ruolo. Le divergenze residue possono anche riflettere differenze (percepiti) nel rischio di credito, ma questo non dovrebbe essere considerato indicativo di uno scarso grado di integrazione <sup>5)</sup>.

Analogamente, l'unione monetaria ha concorso anche all'integrazione del segmento delle obbligazioni societarie in quanto la precedente segmentazione per valuta ha lasciato il posto a un mercato unico e diversificato in euro. Questo mutamento ha ridotto il ruolo dei fattori specifici nazionali nella determinazione dei prezzi e degli spread di tali obbligazioni.

Anche la quota di attività estere conferma il buon grado di integrazione dei mercati dei titoli di Stato e delle obbligazioni societarie. Ad esempio, le quote di titoli di debito a lungo termine esteri sono aumentate in misura significativa negli ultimi dieci anni. Nel caso delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) <sup>6)</sup>, la loro incidenza è salita da circa il 15 a quasi il 40 per cento tra il 1999 e il 2007 (cfr. figura 2). Anche le quote di titoli di debito emessi da società non finanziarie estere hanno registrato un'espansione notevole partendo da livelli molto bassi, a indicare una crescente diversificazione dei portafogli di investimento all'interno dell'area dell'euro.

I mercati azionari sono meno integrati, ma mostrano segnali di miglioramento in questo senso. Dagli inizi degli anni novanta, il ritmo di integrazione è stato maggiore nell'area dell'euro che nel resto del mondo, anche se gran

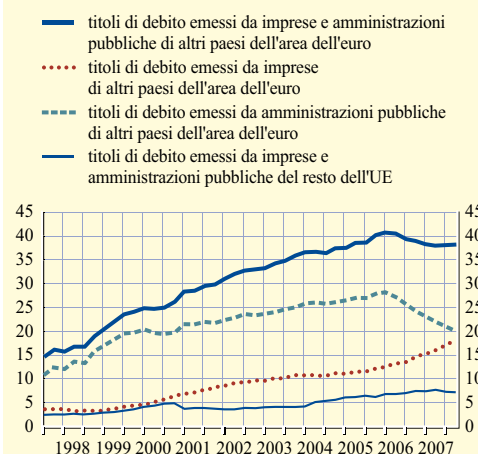
Chiari segnali di integrazione...

...soprattutto nel segmento dei titoli di Stato

Progressi anche nel comparto delle obbligazioni societarie...

**Figura 2 Quota di titoli di debito detenuti cross-border dalle IFM emessi da società diverse dalle IFM dell'area dell'euro e dell'UE: consistenze per residenza dell'emittente**

(quota sul totale, escluso l'Eurosistema; valori percentuali)



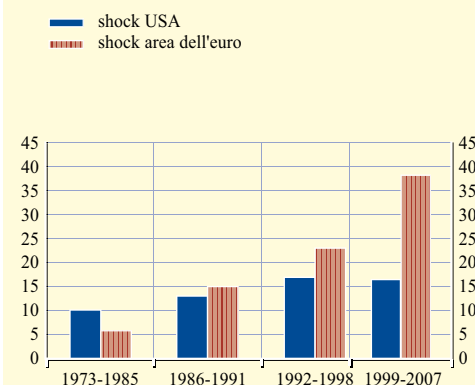
Fonte: BCE.

...e, in misura inferiore, in quello dei titoli azionari

- 5) In particolare, il sostanziale aumento dei differenziali di rendimento del debito di emittenti sovrani dell'area dell'euro rispetto al benchmark tedesco osservato dal luglio 2007 sarebbe principalmente riconducibile ai timori per la liquidità connessi alla turbolenza sui mercati finanziari più che alle differenze in termini di rischio di credito.
- 6) Le istituzioni finanziarie monetarie sono istituzioni finanziarie che nel loro insieme costituiscono il settore emittente moneta nell'area dell'euro. Includono l'Eurosistema, gli enti creditizi residenti e tutte le altre istituzioni finanziarie residenti la cui attività consiste nell'accettare depositi e/o loro sostituti assimilabili da soggetti diversi dalle IFM e nel concedere crediti e/o effettuare investimenti in titoli per conto proprio (almeno in termini economici). In quest'ultima categoria rientrano prevalentemente i fondi comuni monetari.

**Figura 3 Quota della varianza dei rendimenti dei titoli azionari locali riconducibile a shock che hanno interessato l'area dell'euro e gli Stati Uniti**

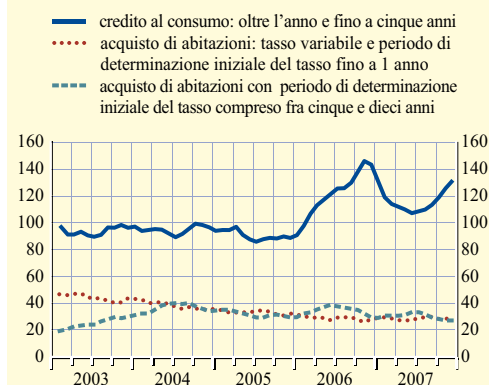
(valori percentuali)



Fonte: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.

**Figura 4 Deviazione standard dei tassi di interesse delle IFM sui prestiti alle famiglie fra i diversi paesi dell'area dell'euro**

(punti base)



Fonte: BCE.

parte della varianza dei rendimenti azionari è ancora riconducibile a shock locali (cfr. figura 3). Tra il 1997 e il 2005 gli investitori dell'area dell'euro hanno raddoppiato la quota di titoli azionari emessi in paesi dell'area diversi dal proprio raggiungendo il 29 per cento degli investimenti totali in azioni dell'area, mentre la quota di investimenti azionari all'esterno dell'area è aumentata solo lievemente, rimanendo ad un livello molto inferiore.

## MERCATI BANCARI

Mentre nel settore bancario dell'area dell'euro le attività all'ingrosso e quelle connesse ai mercati dei capitali evidenziano chiari segni di una crescente integrazione il segmento al dettaglio è rimasto più frammentato. In particolare, la dispersione fra paesi dei tassi di interesse bancari, soprattutto di quelli sul credito al consumo, è rimasta relativamente elevata (cfr. figura 4).

La dispersione dei tassi di interesse bancari può riflettere differenze in termini di: caratteristiche delle economie nazionali (ad esempio per quanto riguarda il rischio di credito e di tasso, la dimensione delle imprese, la struttura industriale e il grado di sviluppo dei mercati dei capitali), fattori istituzionali (ad esempio per quanto riguarda la fiscalità, il quadro regolamentare, la vigilanza e la tutela dei consumatori) e struttura finanziaria (per esempio in rapporto all'incidenza del finanziamento bancario rispetto al finanziamento sui mercati dei capitali e a grado di competitività)<sup>7)</sup>. Benché le differenze siano significative, esistono tuttavia indicazioni di una graduale convergenza.

## 6.3 FATTORI DI SVILUPPO E DI OSTACOLO ALL'INTEGRAZIONE FINANZIARIA

### 6.3.1 MERCATI MONETARI

#### L'INTEGRAZIONE DELL'INFRASTRUTTURA DI MERCATO COME STIMOLO AL PROGRESSO

Un fattore fondamentale per realizzare e consolidare l'integrazione dei mercati monetari è stato rappresentato dall'ampio grado di integrazione raggiunto nei sistemi di pagamento di importo

7) Cfr. il rapporto della BCE *Differences in MFI interest rates across euro area countries*, pubblicato nel settembre 2006.

Generale progresso,  
ma il segmento al dettaglio  
accusa un ritardo

rilevante in euro, che ha consentito di gestire in modo sicuro ed efficiente i pagamenti interbancari nell'area dell'euro.

Prima dell'introduzione della moneta unica esistevano tante monete, politiche monetarie, mercati monetari e infrastrutture di pagamento e regolamento quanti erano i paesi che sarebbero confluiti nell'area dell'euro. I mercati e le infrastrutture nazionali, che pure avevano funzionato bene per decenni, si sono dimostrati inadeguati per la nuova area valutaria. La frammentazione e l'assenza di infrastrutture comuni ostacolavano le attività transfrontaliere ed era evidente che un'infrastruttura di mercato così frammentata non sarebbe stata in grado di sostenere la politica monetaria della BCE e il mercato monetario dell'area dell'euro. Si decise pertanto di istituire nuovi servizi per il regolamento in moneta di banca centrale dei pagamenti in euro e per l'utilizzo delle garanzie su base transfrontaliera nelle operazioni di credito dell'Eurosistema. Tali servizi dell'Eurosistema sono stati denominati, rispettivamente, Target<sup>8)</sup> (Sistema di trasferimento espresso trans-europeo automatizzato di regolamento lordo in tempo reale) e Modello di banche centrali corrispondenti (*Correspondent Central Banking Model*, CCBM).

La banca centrale è "la banca delle banche". Per queste ultime è preferibile regolare i pagamenti reciproci di importo molto elevato sui rispettivi conti aperti presso la banca centrale, in modo da evitare di esporsi al rischio di credito interbancario. Un sistema di regolamento lordo in tempo reale consente di ricevere i pagamenti in moneta di banca centrale, con definitività infragiornaliera, e quindi di riutilizzare immediatamente i fondi così ottenuti. Introducendo Target nel gennaio 1999, l'Eurosistema ha reso disponibile questo servizio per i pagamenti in euro.

Dalla sua introduzione, Target è diventato un *benchmark* per l'esecuzione dei pagamenti in euro in termini di velocità, affidabilità, orari di operatività e livello di servizio. I pagamenti direttamente connessi alle operazioni dell'Eurosistema vengono regolati mediante Target. Il regolamento di un'operazione di politica monetaria influisce quindi sui conti delle controparti che vi partecipano. Poiché non tutte le istituzioni creditizie partecipano a tali operazioni, l'effetto di queste ultime sulla liquidità viene redistribuito all'interno del sistema bancario tramite il mercato monetario; le transazioni di mercato monetario generano pagamenti che, a loro volta, sono regolati principalmente attraverso Target. Il libero accesso al sistema consente inoltre a tutte le istituzioni creditizie di avvalersi direttamente di un insieme comune di servizi di regolamento in moneta di banca centrale, senza dover ricorrere a concorrenti commerciali. Le controparti di tutta l'area possono pertanto trasferire fondi di banca centrale direttamente tra di loro, con definitività infragiornaliera immediata. Il servizio è disponibile anche in alcuni Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, le cui banche centrali si sono collegate al sistema su base volontaria.

Target ha una giornata operativa molto lunga ed è funzionante tutto l'anno (ad eccezione dei sabati, delle domeniche e di altre sei giornate) per soddisfare le esigenze dei propri clienti e dei mercati finanziari in generale e perché è l'infrastruttura portante per i pagamenti interbancari urgenti e di importo rilevante. I giorni di operatività coincidono, di fatto, con quelli di regolamento per i mercati finanziari dell'area dell'euro e per le operazioni in cambi che coinvolgono la moneta unica.

La struttura iniziale di Target è stata definita in base al principio di armonizzazione minima e ad un'architettura decentrata, in grado di collegare i diversi sistemi già esistenti a livello nazionale. Tuttavia, in risposta alla crescente richiesta di servizi maggiormente avanzati e armonizzati

**I servizi dell'Eurosistema  
Target e CCBM sostengono  
l'euro e il mercato monetario**

**Target agevola il regolamento  
sicuro ed efficiente  
delle transazioni...**

**...nonché la conduzione  
della politica monetaria**

**Completato il passaggio  
a una piattaforma unica**

8) *Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system.*

**Target2 accrescerà  
ulteriormente l'integrazione  
e l'efficienza dei sistemi  
di pagamento all'ingrosso**

da parte delle istituzioni finanziarie, nell'ottobre 2002 l'Eurosistema ha avviato la realizzazione di un'applicazione più sofisticata, tale da consentire il passaggio da un "sistema di sistemi" ad una piattaforma unica condivisa. Questo sistema di nuova generazione, denominato Target2, ha preso avvio il 19 novembre 2007 e ha interamente sostituito Target il 19 maggio 2008.

Target2 rafforzerà ulteriormente l'integrazione dei pagamenti all'ingrosso di importo rilevante, offrendo ai partecipanti un livello di servizio armonizzato, una struttura tariffaria unica per le operazioni sia nazionali sia transfrontaliere e un insieme armonizzato di servizi di regolamento in moneta di banca centrale per le transazioni in contante utilizzabile per il regolamento definitivo delle operazioni di gran parte dei sistemi di pagamento e trasferimento titoli operanti in euro. Il nuovo sistema consente inoltre alle banche di ottimizzare la gestione dei pagamenti e della liquidità: nel sistema precedente, i soggetti che operavano in più paesi dovevano infatti disporre di un gran numero di interfacce tecniche di comunicazione, mentre oggi possono monitorare i conti delle proprie filiali insediate in paesi diversi da un'unica sede centrale. Essi possono inoltre accentrare le operazioni di pagamento e questo dovrebbe produrre ulteriori benefici connessi alla realizzazione di economie di scala, ai possibili guadagni di efficienza in termini di tempestività e qualità e a una migliore capacità di adattarsi alla veloce evoluzione del mercato dei pagamenti.

**Valore giornaliero  
dei pagamenti trattati:  
2.400 miliardi di euro**

La rapida integrazione dei mercati monetari dell'area dell'euro nel gennaio 1999 è stata notevolmente agevolata dai servizi di regolamento offerti da Target e dal suo regolare funzionamento. Tra il 1999 e il 2008, inoltre, il numero dei sistemi per i pagamenti di importo rilevante in euro è diminuito da 21 ad appena tre. L'introduzione, il regolare funzionamento e il costante miglioramento di Target attestano la capacità dell'Eurosistema di promuovere l'integrazione delle infrastrutture di mercato e, di conseguenza, dei rispettivi segmenti del mercato finanziario. Tra i sistemi attualmente esistenti, Target2 detiene la quota di mercato più elevata in termini sia di valore sia di volume dei pagamenti trattati<sup>9)</sup>. Con un *turnover* giornaliero di circa 2.400 miliardi di euro, Target2 tratta in tre giorni lavorativi e mezzo un volume corrispondente al PIL annuo totale dell'area dell'euro. Il valore più elevato di pagamenti regolati in una sola giornata in Target2 è stato pari a 3.387 miliardi di euro.

**Il CCBM ha agevolato  
il trasferimento delle garanzie  
su base transfrontaliera...**

Un altro importante servizio dell'Eurosistema che contribuisce all'integrazione del mercato monetario è il CCBM, usato per il trasferimento transfrontaliero delle garanzie all'interno dell'area dell'euro. Lo Statuto dell'Eurosistema stabilisce che le sue operazioni di credito debbano essere effettuate sulla base di adeguate garanzie e l'assetto operativo dell'Eurosistema prevede che tutte le attività idonee per le operazioni di credito dell'Eurosistema possano essere utilizzate come garanzia dalle controparti dell'Eurosistema, a prescindere dall'ubicazione geografica delle attività o delle controparti stesse.

Al momento dell'introduzione dell'euro, le infrastrutture dei mercati europei dei titoli erano fortemente segmentate. In particolare, la rete di collegamenti fra sistemi di regolamento delle transazioni in titoli era incompleta. L'assenza di un'adeguata soluzione di mercato per la movimentazione transfrontaliera delle garanzie ha indotto l'Eurosistema a introdurre il CCBM come modello provvisorio, nell'aspettativa che il mercato avrebbe nel tempo sviluppato delle proprie alternative. Creato nel 1999, il CCBM consente alle controparti di ottenere credito dalla banca centrale del paese nel quale risiedono sulla base di garanzie trasferite a un'altra

9) A Target2 è riferibile l'89 per cento del valore e il 60 per cento del volume di traffico trattato dall'insieme dei sistemi per i pagamenti di importo rilevante in euro. Target2 tratta una media di oltre 360.000 pagamenti al giorno ed è uno dei più grandi sistemi di pagamento all'ingrosso a livello mondiale assieme a Fedwire negli Stati Uniti e al *Continuous Linked Settlement* (CLS), il sistema internazionale per il regolamento delle operazioni in cambi.



banca centrale dell'Eurosistema ("banca centrale corrispondente"). Esso costituisce oggi il canale principale per l'utilizzo delle garanzie su base transfrontaliera nelle operazioni di credito dell'Eurosistema.

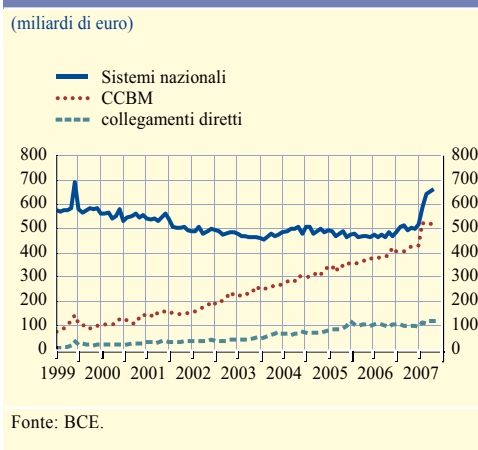
Il servizio CCBM ha fornito un contributo inestimabile al funzionamento del sistema delle garanzie dell'Eurosistema, incentivandone l'utilizzo su base transfrontaliera. Di fatto, le controparti dell'Eurosistema hanno diversificato il proprio portafoglio di garanzie accrescendo la quota di investimenti in attività di altri paesi dell'area dell'euro. Inoltre, i gruppi bancari presenti in più paesi hanno concentrato maggiormente la gestione della liquidità e delle garanzie. Tra il 1999 e il dicembre 2007, l'importo delle garanzie movimentate attraverso il CCBM è cresciuto da 162,7 a 557,9 miliardi di euro, raggiungendo una quota pari al 39,6 per cento del totale delle garanzie trasferite all'Eurosistema nello stesso periodo (cfr. figura 5). Nel 2006 le attività stanziare su base transfrontaliera rappresentavano il 50,2 per cento del totale delle garanzie fornite all'Eurosistema, superando per la prima volta quelle conferite a livello domestico. Nel 2007, l'81,5 per cento delle garanzie fornite su base transfrontaliera è stato movimentato attraverso il CCBM, mentre il rimanente 18,5 per cento è stato trasferito tramite collegamenti diretti.

Sono in corso lavori per migliorare ulteriormente il servizio offerto dall'Eurosistema mediante l'introduzione di una piattaforma tecnica unica, denominata CCBM2, che consentirebbe di offrire un servizio uniforme per il trasferimento delle garanzie su base sia nazionale sia transfrontaliera. Tale piattaforma fornirà innanzitutto un migliore servizio per la gestione delle garanzie all'interno dell'Eurosistema; inoltre, offrirà alle controparti dell'Eurosistema notevoli opportunità per ridurre ulteriormente il grado di complessità e i costi delle procedure di *back-office*, oltre che per ottimizzare la gestione delle garanzie e della liquidità. Il nuovo sistema, infine, renderà possibili maggiori sinergie con i servizi Target2 e Target2-Securities (cfr. la sezione 6.3.2 sui mercati azionari e obbligazionari). Per soddisfare pienamente le esigenze delle controparti, l'Eurosistema sta sviluppando il CCBM2 in stretta collaborazione con gli operatori di mercato.

## INIZIATIVE PER SUPERARE LA FRAMMENTAZIONE DEL MERCATO DEI TITOLI A BREVE TERMINE

Come indicato in precedenza, il mercato dei titoli di debito a breve termine dell'area dell'euro è rimasto piuttosto frammentato e le differenze negli standard di mercato hanno impedito la nascita di un mercato paneuropeo. In tale contesto, nel 2001 Euribor ACI<sup>10)</sup> ha varato l'iniziativa *Short-Term European Paper* (STEP) al fine di (i) individuare un insieme di standard e pratiche di mercato comuni per favorire l'integrazione del mercato e (ii) promuovere, su base volontaria, l'adozione di tali standard da parte degli operatori, attribuendo un marchio comune a tutti i programmi di emissione che soddisferanno le condizioni previste.

**Figura 5 Valore delle garanzie trasferite dalle controparti per operazioni di credito dell'Eurosistema**



...favorendo un crescente  
utilizzo delle stesse

Sono in corso lavori intesi  
a migliorare ulteriormente  
i servizi per la fornitura  
delle garanzie

L'iniziativa STEP  
per l'introduzione di standard  
comuni di mercato...

10) Euribor ACI è un'associazione dei mercati finanziari che gestisce gli indici Euribor ed EONIA.

...è diventata operativa  
nel giugno 2006

Nel giugno 2006 Euribor ACI e la Euribor *European Banking Federation*<sup>11)</sup> hanno sottoscritto la Convenzione di mercato STEP, che stabilisce i criteri e le procedure per l'attribuzione e la revoca del marchio STEP alle emissioni di debito a breve termine. Il nuovo mercato si è rapidamente sviluppato. Ad esempio, già nel settembre 2007 i titoli in euro con marchio STEP costituivano a livello mondiale circa il 30 per cento dei titoli a breve denominati in euro emessi da soggetti non governativi. Analogamente, nel dicembre 2007 l'importo delle relative emissioni ha raggiunto i 320 miliardi di euro (rispetto ai 60 miliardi del luglio 2006, un mese dopo la sottoscrizione della Convenzione di mercato).

Il ruolo di catalizzatore  
dell'Eurosistema  
è fondamentale  
per questo successo

Benché il progetto STEP sia nato da un'iniziativa di mercato diretta a promuovere l'integrazione nel segmento dei titoli di debito a breve termine, l'Eurosistema ha fornito un contributo fondamentale al suo successo. Dopo l'iniziale impulso all'avvio del progetto, la BCE ha contribuito anche al suo sviluppo e attuazione. Nella fase preparatoria, la BCE ha agevolato il coordinamento tra gli operatori interessati, concorso alla definizione della Convenzione di mercato e fornito consulenza legale. Ha inoltre assunto iniziative per illustrare meglio il progetto al mercato e al pubblico. Sin dall'introduzione ufficiale del nuovo mercato, la BCE e nove BCN dell'Eurosistema forniscono assistenza tecnica al Segretariato di STEP. La BCE elabora inoltre regolarmente statistiche sui rendimenti e sui volumi del mercato STEP, pubblicandole sul suo sito web. Tali statistiche, che vengono costantemente arricchite, sono fondamentali per accrescere la trasparenza del mercato. Ciò contribuirà in misura rilevante all'integrazione del mercato europeo dei titoli a breve termine negli anni a venire.

### 6.3.2 I MERCATI AZIONARI E OBBLIGAZIONARI

#### PROGRESSI NEL QUADRO DI RIFERIMENTO DELL'UE PER LA REGOLAMENTAZIONE E LA VIGILANZA FINANZIARIA

I progressi sono stati favoriti  
da iniziative efficaci  
del settore pubblico ...

Il progresso nell'integrazione dei mercati azionari e obbligazionari dell'area dell'euro dimostra come il settore pubblico possa affrontare le questioni di *policy* che ostacolano la finanza internazionale. L'introduzione dell'euro ha rivelato che il potenziale della moneta unica poteva essere sfruttato appieno per favorire l'integrazione finanziaria solo se integrato con un quadro di riferimento dell'UE in grado di rimuovere le barriere alle attività transfrontaliere e di salvaguardare la stabilità del mercato unico. Due sono le principali iniziative intraprese a questo riguardo negli ultimi anni: il Piano d'azione per i servizi finanziari (PASF) e l'istituzione della "procedura Lamfalussy" per la regolamentazione e la vigilanza finanziaria.

...fra cui il Piano d'azione  
per i servizi finanziari...

Il PASF, lanciato nel 1999, ha rappresentato un'importante revisione della legislazione dell'UE sui servizi finanziari. Esso contemplava 42 iniziative legislative proposte dalla Commissione europea per aggiornare le norme comunitarie vigenti alla luce dell'evoluzione del mercato ed estendere il livello di armonizzazione nella regolamentazione dell'UE in linea con l'obiettivo di un mercato unico. Sebbene il PASF fosse indirizzato all'intero settore finanziario, la maggior parte di tali iniziative ha riguardato i mercati dei titoli, ad esempio con la Direttiva sui mercati degli strumenti finanziari (*Markets in Financial Instruments Directive* - MiFID), quella sulla trasparenza, la Direttiva sugli abusi di mercato e quella sui prospetti informativi<sup>12)</sup>.

11) La Euribor *European Banking Federation* sostiene Euribor ACI nello sviluppo del progetto dal maggio 2005.

12) Le principali misure del PASF sono presentate nell'articolo *Sviluppi strutturali e normativi in materia di regolamentazione, vigilanza e stabilità finanziaria nell'Unione europea* nel numero di novembre 2004 del *Bollettino mensile*.

Sulla base dei risultati conseguiti con il PASF, nel dicembre 2005 la Commissione ha adottato un Libro bianco sulla *policy* per i servizi finanziari nell'UE per il periodo 2005-2010, in cui si afferma come priorità principale, soprattutto nell'ambito dei mercati dei titoli, l'attuazione efficace e coerente delle misure del PASF nonché il consolidamento e la semplificazione della relativa legislazione europea. Altre eventuali iniziative di *policy* sono previste solo in un numero ristretto di aree, quelle relative alle attività di compensazione e regolamento e ai servizi finanziari al dettaglio.

...con il seguito dato  
dalla strategia di *policy*  
per il periodo 2005-2010...

La procedura Lamfalussy per la regolamentazione e la vigilanza finanziaria è stata attuata nel settore mobiliare nel 2001, rendendo il processo di regolamentazione dell'UE considerevolmente più rapido e flessibile. Essa ha altresì favorito l'attuazione coerente della normativa comunitaria a livello nazionale, soprattutto per quanto concerne le direttive sui mercati mobiliari adottate nel quadro del PASF. La procedura Lamfalussy si basa su un approccio innovativo alla legislazione finanziaria articolato in quattro livelli. I principi fondamentali della legislazione sono ancora definiti mediante il consueto processo legislativo, con l'adozione degli atti da parte del Parlamento europeo e del Consiglio (livello 1). I dettagli tecnici della legislazione, che dovrebbero seguire l'evoluzione del mercato e della regolamentazione, possono invece essere adottati dalla Commissione attraverso una procedura semplificata e accelerata (livello 2), con il coinvolgimento dei comitati di regolamentazione settoriali, fra cui le autorità nazionali ed europee pertinenti. Il livello 3 consta del lavoro svolto dai comitati di settore delle autorità di vigilanza nazionali per assicurare un'attuazione coerente e tempestiva delle misure di livello 1 e 2 a livello nazionale. Il livello 4, infine, fa riferimento alle misure della Commissione per rafforzare l'applicazione del diritto comunitario, con il sostegno della cooperazione intensificata fra gli Stati membri, i loro organi di regolamentazione e il settore privato<sup>13</sup>.

...e l'introduzione  
della procedura Lamfalussy

Il funzionamento in pratica della procedura Lamfalussy (che dal 2003 è stata attuata anche nel settore bancario e in quello assicurativo) è stato oggetto di un costante monitoraggio e alcuni miglioramenti sono già stati introdotti o sono attualmente allo studio. Il principale obiettivo di queste misure è di cogliere appieno i benefici della procedura, agevolando una più stretta convergenza e cooperazione in materia di vigilanza nell'attuazione della normativa comunitaria.

La BCE e l'Eurosistema hanno attivamente contribuito alla creazione e all'attuazione sia del PASF sia della procedura Lamfalussy, nonché alle relative iniziative assunte successivamente, descritte nel capitolo 7.

L'Eurosistema ha contribuito  
attraverso le proprie funzioni  
consultive

## VERSO UNA MAGGIORE INTEGRAZIONE DELL' INFRASTRUTTURA DEL MERCATO DEI TITOLI

L'integrazione dei mercati azionari e obbligazionari dipende dall'integrazione delle infrastrutture sottostanti, soprattutto da quella dei sistemi di regolamento delle transazioni in titoli e delle controparti centrali. I progressi nell'integrazione delle infrastrutture mobiliari, tuttavia, non sono stati tanto significativi quanto quelli relativi alle infrastrutture per i pagamenti di importo rilevante, principalmente a causa della maggiore complessità intrinseca del comparto dei titoli, che ha indotto la diversificazione delle pratiche di mercato nazionali nonché dei regimi giuridici, regolamentari e fiscali domestici. Dall'avvio del sistema Target nel 1999, i pagamenti oltre i confini nazionali hanno rappresentato circa il 20-25 per cento dei volumi totali e il 35 per cento dei valori complessivi. Al contrario, nonostante lo sforzo rilevante compiuto dai sistemi

Un'integrazione limitata  
dell'infrastruttura  
del mercato dei titoli...

13) Per una descrizione più dettagliata della procedura Lamfalussy cfr. l'articolo già citato.

di regolamento delle transazioni in titoli per creare collegamenti reciproci, il ricorso a questi ultimi è stato modesto (meno dell'1 per cento sia del volume sia del valore totali).

Se l'infrastruttura di *post-trading* è frammentata per le obbligazioni, tanto più lo è per le azioni: il regolamento transfrontaliero delle obbligazioni, infatti, si concentra prevalentemente in due sistemi di deposito accentrato internazionali, mentre quello delle azioni resta affidato soprattutto ai sistemi di deposito accentrato nazionali.

...determina tariffe  
di transazione elevate

L'elevato grado di frammentazione comporta considerevoli costi di *post-trading* per le transazioni transfrontaliere in titoli nell'UE, riduce il potenziale delle economie di scala e ostacola l'affermarsi della parità concorrenziale a livello europeo. Sebbene l'Europa sia paragonabile agli Stati Uniti in termini di dimensione economica, essa evidenzia un grado di sviluppo inferiore in termini di volume e di livello di costo delle transazioni in titoli. Il divario in termini di costo è particolarmente ampio nel caso del regolamento delle transazioni su base transfrontaliera.

Varie iniziative per superare  
la frammentazione

Per migliorare questa situazione, sono state intraprese numerose iniziative importanti, sia dal settore pubblico sia da quello privato. Innanzitutto, sono state individuate le barriere all'integrazione derivanti da differenze nelle pratiche di mercato e nelle disposizioni giuridiche, regolamentari e fiscali e, attualmente, si sta lavorando alla loro rimozione. In secondo luogo, per promuovere l'integrazione e la concorrenza, gli *stakeholder* del settore hanno sottoscritto nel novembre 2006 un codice di condotta per i servizi di compensazione e regolamento (*Code of Conduct for Clearing and Settlement*), la cui attuazione è ora costantemente monitorata. Infine, per promuovere una più profonda convergenza dei sistemi nazionali di compensazione e regolamento dei titoli verso i più elevati standard di sicurezza ed efficienza, il SEBC e il Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (*Committee of European Securities Regulators*) stanno studiando raccomandazioni congiunte per la sicurezza e la solidità delle infrastrutture di *post-trading* dell'UE.

La piattaforma di regolamento  
dell'Eurosistema (T2S)  
integrerà gli sforzi

Un elemento mancante nell'attuale strategia per la realizzazione di un'infrastruttura mobiliare integrata per il mercato unico è la creazione di una piattaforma di regolamento comune che, in modo neutrale, agevoli l'effettiva interoperabilità e concorrenza fra i fornitori di servizi. Al fine di colmare tale lacuna, l'Eurosistema ha di recente proposto l'iniziativa *Target2-Securities* (T2S), basandosi sulla propria capacità di promuovere l'integrazione finanziaria offrendo servizi di banca centrale. Tale proposta si fonda sulla considerazione che i servizi offerti dai sistemi di deposito accentrato e dalle banche centrali nel settore dei titoli sono strettamente collegati. Una negoziazione in titoli consiste in genere nella consegna di titoli (gamba titoli) e nel trasferimento di capitali liquidi (gamba contante). Se quest'ultima componente è regolata attraverso servizi di regolamento di banca centrale, essa viene definita come regolamento in moneta di banca centrale. Per evitare il rischio di credito, il regolamento di una componente è subordinato al regolamento dell'altra (procedura nota come sistema di "consegna contro pagamento"). Questo servizio, benché funzionante all'interno dei singoli paesi, è tuttavia per il momento scarsamente disponibile a livello transfrontaliero in Europa.

La soluzione considerata come la più efficiente per regolare le due gambe (titoli e contante) delle transazioni in valori mobiliari è detenere i conti in titoli e quelli in moneta di banca centrale nella stessa piattaforma. Con l'avvio di Target2, l'Eurosistema offre ora un'unica piattaforma per il regolamento dei pagamenti (gamba contante) in moneta di banca centrale. I titoli,

invece, sono ancora detenuti su piattaforme diverse (sistemi di deposito accentrato). Se i conti in moneta di banca centrale fossero affidati esternamente a diversi sistemi di deposito accentrato, i vantaggi derivanti dal passaggio ad una piattaforma unica per i pagamenti sarebbero in gran parte annullati.

Di conseguenza, con l'iniziativa T2S si propone che i sistemi di deposito accentrato trasferiscano i propri conti in titoli, in modo neutrale, su una piattaforma unica esterna (la piattaforma unica per i pagamenti) gestita dall'Eurosistema. A ciascun sistema di deposito accentrato sarà chiesto di acconsentire al trasferimento della propria attività di regolamento titoli in T2S, al fine di integrare pienamente tutte le attività di *settlement* e, quindi, rendere il regolamento su base transfrontaliera economico ed efficiente quanto quello attuale a livello domestico.

T2S apporterebbe i vantaggi derivanti sia dalle economie di scala sia dalla concorrenza. Le economie di scala deriverebbero dall'impiego di un'unica piattaforma per il regolamento delle transazioni in titoli e in moneta di banca centrale. Ciò non solo comporterebbe una riduzione delle tariffe, soprattutto per il regolamento su base transfrontaliera, ma consentirebbe anche agli operatori di mercato di accentrare liquidità e garanzie, riducendone così il costo opportunità. Per quanto concerne la concorrenza, le piattaforme per le transazioni in titoli continuerebbero a offrire tutti i servizi diversi dal regolamento. L'impiego di un sistema di regolamento comune renderebbe però più facile per gli operatori di mercato e gli investitori decidere dove detenere un determinato titolo. T2S incoraggerà i depositari centrali in titoli a offrire ai propri partecipanti l'opportunità di accentrare in un unico luogo le proprie disponibilità in titoli: sarà pertanto più facile selezionare il fornitore di servizi sulla base del costo e del livello di servizio anziché in base al luogo ove il titolo è depositato. L'accresciuta concorrenza dovrebbe a sua volta portare ad una riduzione delle tariffe.

L'Eurosistema cerca di assicurare che tutte le parti interessate siano coinvolte nello sviluppo del progetto e abbiano modo di esprimersi in merito: i risultati ottenuti sinora sono infatti il frutto di mesi di intensa cooperazione fra centinaia di esperti provenienti dai sistemi di deposito accentrato, dalle banche e dalle banche centrali. Tale approccio, molto apprezzato dal mercato, sarà adottato anche nel prosieguo del progetto. Nell'estate del 2008 il Consiglio direttivo sarà chiamato a decidere se procedere o meno con la fase di progetto successiva. Il lancio di T2S è previsto per il 2013.

### 6.3.3 MERCATI BANCARI

#### PROGRESSI NEL QUADRO DI RIFERIMENTO PER LA REGOLAMENTAZIONE E LA VIGILANZA DELLE BANCHE INTERNAZIONALI

L'attività dei gruppi bancari internazionali è fondamentale per il processo di integrazione, dal momento che essi stimolano la concorrenza e, grazie alla loro estensione in più giurisdizioni, favoriscono la diffusione di prodotti e servizi finanziari innovativi. Negli ultimi anni, quindi, l'eliminazione degli ostacoli di *policy* all'attività bancaria transfrontaliera è diventata una questione importante: a tal fine, è prioritario rimuovere gli impedimenti alle fusioni e acquisizioni transfrontaliere e favorire su base continuativa l'efficiente operatività dei gruppi bancari transfrontalieri.

Sono state adottate varie misure per migliorare il quadro di riferimento dell'UE per le banche internazionali nei settori della regolamentazione e della vigilanza bancaria, della vigilanza sulla

**T2S renderà il regolamento transfrontaliero conveniente ed efficiente quanto il regolamento nazionale...**

**...consentirà un impiego più efficiente della liquidità e delle garanzie...**

**...e stimolerà la concorrenza**

**La decisione definitiva sul progetto è attesa per metà 2008**

**L'attività bancaria transfrontaliera evolverà come processo indotto dal mercato**

**Varie misure per rimuovere gli ostacoli di *policy* sono state adottate dall'UE...**

...con il sostegno attivo  
dell'Eurosistema

Il mercato dei pagamenti  
al dettaglio rimane  
frammentato

L'Eurosistema ha agito da  
catalizzatore per le riforme

condotta nei mercati, dell'imposizione fiscale e del diritto societario<sup>14)</sup>. Un importante campo di intervento ha riguardato la razionalizzazione della vigilanza sui gruppi transfrontalieri e la promozione della convergenza dei requisiti nazionali: a questo proposito, hanno rappresentato due tappe fondamentali il rafforzamento del quadro di riferimento per l'interazione fra paese di origine e paese ospitante – adottato nel 2006 nell'ambito della direttiva sull'adeguatezza patrimoniale<sup>15)</sup> – e la già menzionata estensione della procedura Lamfalussy al settore bancario. Nel frattempo sono già in corso nuove iniziative per rafforzare ulteriormente gli accordi comunitari in materia di vigilanza (cfr. il capitolo 7).

Inoltre, la strategia della Commissione in materia di servizi finanziari per il periodo 2005-2010 contempla una serie di misure specifiche per agevolare le attività transfrontaliere nel segmento bancario al dettaglio, ad esempio per quanto riguarda il credito ipotecario, la mobilità della clientela rispetto ai conti bancari e l'accesso transfrontaliero ai dati sul credito.

Oltre a contribuire ai lavori per il rafforzamento del quadro di riferimento comunitario per le banche internazionali, la BCE e l'Eurosistema raccolgono anche informazioni sull'andamento dei gruppi bancari con attività internazionali rilevanti nell'UE. In particolare, il Comitato per la vigilanza bancaria conduce dal 2002 un'indagine biennale su tali gruppi. Le tre indagini svolte finora hanno segnalato una crescente internazionalizzazione in corso negli ultimi anni, in larga misura riconducibile a operazioni transfrontaliere di fusione e acquisizione. Sebbene il numero dei gruppi compresi nell'analisi sia aumentato solo lievemente (da 41 a 46 fra il 2001 e il 2006), le attività consolidate del campione sono cresciute durante il periodo in esame del 54 per cento e la rispettiva quota di attività bancarie consolidate dell'UE è salita al 68 per cento. Le banche con attività transfrontaliere significative, quindi, detengono una quota considerevole (e crescente) delle attività bancarie totali dell'UE<sup>16)</sup>.

## VERSO UN'INFRASTRUTTURA INTEGRATA PER I PAGAMENTI AL DETTAGLIO DELL'AREA DELL'EURO

L'offerta di servizi bancari transfrontalieri è stata ostacolata dall'elevata frammentazione delle infrastrutture per i pagamenti al dettaglio. Ciascun paese ha i propri strumenti di pagamento nazionali e adotta standard diversi per i pagamenti effettuati mediante bonifici, addebiti diretti e carte di pagamento. Per l'Eurosistema la creazione di un mercato integrato per i pagamenti al dettaglio, con un insieme armonizzato di strumenti di pagamento per l'area dell'euro, è altamente auspicabile, in quanto rappresenta la logica conseguenza dell'introduzione dell'euro.

Negli ultimi dieci anni, l'Eurosistema ha agito da catalizzatore delle riforme, producendo vari rapporti sulle cause della frammentazione (e sui possibili rimedi) e definendo gli obiettivi da perseguire. Già nel 1999 esso aveva evidenziato come, rispetto ai bonifici nazionali, per i boni-

14) Una rassegna delle rispettive iniziative di *policy* è riportata nell'approfondimento *Strengthening the EU framework for cross-border banks*, pubblicato nell'edizione del 2007 del rapporto della BCE *Financial Integration in Europe*.

15) La direttiva ha dato attuazione al fondamentale accordo internazionale di Basilea 2 che fissa requisiti sull'adeguatezza patrimoniale più esaustivi e sensibili al rischio per le banche a livello di UE. In questo contesto, essa ha introdotto una serie di elementi aggiuntivi che tengono conto delle specificità dell'assetto dell'UE. In particolare, considerando l'avanzato stato di integrazione finanziaria nell'UE e il grado altrettanto elevato di collegamenti sistemici e interdipendenze fra autorità, la direttiva ha introdotto requisiti rafforzati di cooperazione fra autorità di vigilanza del paese di origine e del paese ospitante.

16) Ulteriori informazioni sulla portata e sui risultati degli esercizi di classificazione del 2001 e del 2003 sono fornite nell'articolo *International activities of large EU banking groups* pubblicato dalla BCE nel rapporto del 2005 sulle strutture bancarie (*EU banking structures*). L'edizione del 2006 del rapporto elenca i principali risultati dell'esercizio di classificazione condotto nel 2005. I risultati del 2005 sono valutati anche nella pubblicazione *Review of the Lamfalussy framework: Eurosystem contribution*, disponibile sul sito web della BCE al seguente indirizzo: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/lamfalussy-review2007en.pdf>.



fici transfrontalieri i prezzi fossero sostanzialmente superiori e i tempi di esecuzione considerevolmente più lunghi<sup>17)</sup>. Le inefficienze erano in parte il riflesso del ricorso preponderante agli accordi di corrispondenza fra banche e della mancanza di adeguate infrastrutture interbancarie nell'area dell'euro. Nel 2000<sup>18)</sup> l'Eurosistema aveva rilevato che, nonostante alcuni progressi da parte del settore bancario, i prezzi alla clientela per i pagamenti transfrontalieri non erano diminuiti. La BCE aveva pubblicato anche una tabella di marcia per fornire un indirizzo concreto per lo sviluppo di una infrastruttura moderna di pagamento al dettaglio per i bonifici in euro<sup>19)</sup>.

Nel dicembre 2001 il Parlamento europeo e il Consiglio avevano adottato un Regolamento che sanciva l'obbligo di stabilire un prezzo ai consumatori uniforme per i pagamenti in euro nazionali e transfrontalieri. Sebbene il Regolamento avesse prodotto alcuni miglioramenti per la clientela, il percorso da compiere da parte del settore bancario per la realizzazione dell'infrastruttura per i servizi paneuropei era ancora lungo. Agli inizi del 2002, il settore bancario ha istituito il Consiglio europeo per i pagamenti, che ha formulato la strategia per creare l'area unica dei pagamenti in euro (*Single Euro Payments Area*, SEPA)<sup>20)</sup>.

Dal 2002 l'Eurosistema ha offerto un notevole supporto al settore bancario, fornendo le linee guida e stabilendo la tempistica per la realizzazione di un'infrastruttura dei pagamenti moderna che rispondesse alle esigenze della clientela dell'area dell'euro<sup>21)</sup>. Il settore bancario europeo ha compiuto sforzi considerevoli per accrescere l'efficienza dei pagamenti transfrontalieri al dettaglio, producendo tre principali risultati: (i) un unico insieme di norme per i pagamenti con bonifici, addebiti diretti e carte valido per tutti i partecipanti al mercato dei pagamenti in euro; (ii) parità di condizioni di accesso per i fornitori e gli utenti di servizi in tutta Europa e (iii) pari trattamento per gli operatori di mercato. Nel complesso, la trasparenza in materia di norme e condizioni è stata migliorata.

La Direttiva sui servizi di pagamento, adottata alla fine del 2007, costituisce il quadro giuridico per i pagamenti nella SEPA e dovrà essere attuata da tutti gli Stati membri entro il 1° novembre 2009. La Direttiva intende favorire la concorrenza nel mercato dei pagamenti eliminando le barriere all'ingresso; fornisce altresì un quadro di riferimento giuridico semplificato e pienamente armonizzato per quanto concerne le informazioni alla clientela, nonché i diritti e i doveri connessi all'offerta e all'utilizzo di servizi di pagamento.

Il 28 gennaio 2008 è partita la SEPA con l'introduzione di un bonifico armonizzato per tutti i pagamenti in euro in Europa; si sta ora procedendo all'adeguamento anche delle carte di pagamento alla SEPA, mentre gli addebiti diretti SEPA diventeranno operativi nel 2009. Pertanto, a dieci anni dall'introduzione dell'euro, l'infrastruttura dei pagamenti al dettaglio si sta finalmente realizzando: gli strumenti di pagamento nazionali saranno progressivamente eliminati nei prossimi anni, mentre saranno introdotte soluzioni più innovative per quelli SEPA. La SEPA dovrebbe consentire in futuro una maggiore integrazione ed efficienza nel mercato dei servizi bancari al dettaglio.

**Il mercato ha approvato  
la creazione della SEPA**

**Sono stati definiti gli obiettivi  
e il quadro giuridico**

**La SEPA ha preso avvio  
nel gennaio 2008**

17) Cfr. la pubblicazione della BCE del 13 settembre 1999 *Improving cross-border retail payment services – the Eurosystem's view*.

18) Cfr. la pubblicazione della BCE del 14 settembre 2000 *Improving cross-border retail payment services – Progress report*.

19) Cfr. la pubblicazione della BCE del novembre 2001 *Towards an integrated infrastructure for credit transfers in euro*.

20) Cfr. il Libro bianco del Consiglio europeo per i pagamenti *Euroland: Our Single Payment Area!* (maggio 2002).

21) L'Eurosistema ha pubblicato vari rapporti sullo stato di avanzamento dei lavori al fine di fornire linee guida al settore: 26 giugno 2003, *Rapporto sui progressi compiuti nella realizzazione di un'area unica dei pagamenti in euro*; 2 dicembre 2004, *Terzo rapporto sui progressi compiuti nella realizzazione di un'area unica dei pagamenti in euro*; 17 febbraio 2006, *Progressi compiuti nella realizzazione di un'area unica dei pagamenti in euro – Obiettivi e scadenze, Quarto rapporto*; 20 luglio 2007 *SEPA: dal progetto alla realtà – Quinto rapporto*. Per maggiori informazioni circa l'impatto della SEPA sull'integrazione finanziaria, cfr. l'edizione del 2007 della pubblicazione della BCE *Financial integration in Europe*.

L'integrazione finanziaria aiuta l'Eurosistema a conseguire i propri obiettivi

L'azione dell'Eurosistema ha favorito il processo di integrazione

Priorità future

#### 6.4 INSEGNAMENTI E INDIRIZZI FUTURI

Negli ultimi dieci anni sono stati compiuti progressi considerevoli nell'integrazione finanziaria dell'area dell'euro. Una maggiore integrazione dei mercati finanziari, contribuendo al mantenimento della stabilità dei prezzi, alla stabilità finanziaria, al regolare funzionamento dei sistemi di pagamento e alla crescita economica, consente all'Eurosistema di adempiere al proprio mandato in più maniera efficace e a meglio conseguire gli obiettivi prefissati. L'introduzione dell'euro ha già dato un importante impulso al processo di integrazione finanziaria; inoltre, negli ultimi dieci anni, l'Eurosistema ha apportato un contributo significativo all'integrazione finanziaria attraverso quattro principali canali.

In primo luogo, la BCE ha sviluppato un quadro teorico per la valutazione e il monitoraggio del grado di integrazione finanziaria nell'area dell'euro, che esamina regolarmente nel suo rapporto annuale sull'integrazione finanziaria in Europa. In questo modo, la BCE fornisce una solida base empirica per un intervento mirato volto a favorire l'integrazione finanziaria, contribuisce al rispettivo dibattito sulla *policy* e sensibilizza i cittadini circa l'integrazione finanziaria e il ruolo dell'Eurosistema nel promuoverla.

In secondo luogo, l'Eurosistema ha agito da catalizzatore per le iniziative di mercato finalizzate all'integrazione finanziaria in numerosi ambiti importanti, promuovendo ad esempio una maggiore integrazione dei mercati dei titoli di debito a breve termine (attraverso il progetto STEP) e dei mercati dei servizi bancari al dettaglio (attraverso la SEPA).

In terzo luogo, l'Eurosistema ha contribuito allo sviluppo di varie misure dell'UE per ridurre gli ostacoli di *policy* all'integrazione finanziaria, favorendo ad esempio l'integrazione dei mercati mobiliari e bancari attraverso l'istituzione di un assetto legislativo, regolamentare e di vigilanza più completo e coeso a livello comunitario per i servizi finanziari e per l'attività di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli.

In quarto luogo, l'Eurosistema ha impiegato con efficacia l'offerta di servizi di banca centrale, finalizzati in prima istanza a sostenere l'espletamento dei compiti di banca centrale, quale canale per promuovere anche l'integrazione finanziaria. Esempi notevoli di tale sforzo hanno riguardato l'integrazione delle infrastrutture di mercato per i pagamenti di importo rilevante (Target e Target2) e l'istituzione di un sistema comune per il trasferimento transfrontaliero di garanzie (CCBM), tutte iniziative che hanno svolto un ruolo importante nel conseguire e promuovere un'integrazione pressoché completa dei mercati monetari.

L'Eurosistema continuerà a utilizzare questi strumenti, soprattutto nei settori che sono ancora in ritardo nell'integrazione finanziaria, vale a dire i mercati delle obbligazioni societarie, dei titoli azionari e dei servizi bancari al dettaglio. Prioritari a questo proposito sono (i) i pareri su possibili ulteriori miglioramenti del quadro europeo di riferimento per i servizi finanziari, per quanto riguarda la vigilanza finanziaria, i servizi bancari al dettaglio e l'eliminazione degli ostacoli alle operazioni transfrontaliere di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli; (ii) la realizzazione di un servizio offerto dall'Eurosistema (*Target2-Securities*) per il regolamento delle transazioni in titoli e (iii) il sostegno alla piena attuazione della SEPA. Infine, la BCE svilupperà ulteriormente il quadro di valutazione dell'integrazione finanziaria e lo amplierà nel tempo includendovi la valutazione dello sviluppo finanziario.

## 7 STABILITÀ FINANZIARIA E SORVEGLIANZA

*Contribuire alla stabilità finanziaria è una delle principali responsabilità dell'Eurosistema, per diverse ragioni. Innanzitutto, dato il loro ruolo di emittenti di moneta, le banche centrali devono tenere sotto osservazione la solidità delle istituzioni finanziarie che sono loro controparti nelle operazioni di politica monetaria. In secondo luogo, un sistema finanziario stabile è necessario per consentire una trasmissione efficace degli impulsi di politica monetaria. Le banche centrali, inoltre, agiscono quali fornitori finali di uno strumento sicuro per il regolamento delle transazioni finanziarie e della liquidità nel sistema finanziario. Infine, la stabilità finanziaria favorisce anche la performance economica. Negli ultimi decenni il legame fra crescita economica e stabilità finanziaria è diventato sempre più importante anche in ragione della significativa espansione del settore finanziario rispetto all'economia reale. In particolare, gravi turbative nel processo di intermediazione finanziaria hanno maggiori probabilità di avere ripercussioni macroeconomiche<sup>1)</sup>.*

*Negli ultimi dieci anni l'Eurosistema ha fornito un importante contributo alla salvaguardia della stabilità finanziaria nell'area dell'euro con il perseguimento del proprio obiettivo primario riguardante il mantenimento della stabilità dei prezzi. L'orientamento di medio termine della strategia di politica monetaria della BCE ha fatto sì che la stabilità dei prezzi potesse essere perseguita senza che si venisse a determinare una ingiustificata volatilità nell'attività economica e nei mercati finanziari. Inoltre, l'Eurosistema ha contribuito alla stabilità finanziaria in due modi principali: in primo luogo, esso ha svolto diversi compiti volti a promuovere la stabilità nel sistema finanziario dell'area dell'euro; in secondo luogo, ha fornito il proprio sostegno alle competenti autorità nazionali ed europee nello svolgimento dei rispettivi compiti in materia di stabilità finanziaria. In aggiunta, l'Eurosistema ha assunto responsabilità dirette nella sorveglianza delle infrastrutture di mercato, soprattutto per quanto riguarda i sistemi di pagamento, contribuendo anche per questa via alla stabilità del sistema finanziario.*

*Il presente capitolo offre una rassegna dei principali risultati conseguiti dall'Eurosistema in queste aree: la sezione 7.1 descrive il contesto che ha fatto da sfondo alle attività dell'Eurosistema, con una illustrazione sintetica del concetto di stabilità finanziaria e del ruolo svolto dall'Eurosistema in ciascuna area; la sezione 7.2 valuta il contributo dell'Eurosistema alla stabilità finanziaria, mentre la sezione 7.3 tratta il ruolo di sorveglianza dell'Eurosistema.*

### 7.1 LA STABILITÀ FINANZIARIA E IL RUOLO DELL'EUROSISTEMA

Non esiste allo stato una definizione condivisa di stabilità finanziaria. È particolarmente difficile individuare con ragionevole precisione un evento di instabilità finanziaria ad eccezione di una crisi finanziaria conclamata. Secondo la definizione utilizzata dalla BCE, la stabilità finanziaria è una condizione in cui il sistema finanziario – che comprende gli intermediari finanziari, i mercati e le infrastrutture di mercato – è in grado di resistere agli shock e alla correzione degli squilibri finanziari<sup>2)</sup>.

**La stabilità finanziaria è un concetto complesso...**

1) Padoa-Schioppa, Tommaso (2002), "Central banks and financial stability: exploring a land in between", documento introduttivo alla riunione di esperti di policy alla seconda *Central Banking Conference* della BCE, *The transformation of the European financial system*, tenutasi il 24 e 25 ottobre 2002.

2) Cfr. l'approfondimento *Assessing Financial Stability: Conceptual Boundaries and Challenges*, nel numero di giugno 2005 della pubblicazione della BCE *Financial Stability Review*.

...e in primo luogo  
una responsabilità  
del settore privato

Il conseguimento e il mantenimento della stabilità finanziaria è in primo luogo responsabilità degli operatori di mercato, che dovrebbero valutare e gestire i rischi in maniera efficiente e farsi carico delle conseguenze finanziarie delle transazioni effettuate. Tuttavia, gli operatori di mercato non prendono in considerazione i rischi sistemici che possono risultare dalle proprie attività. Di conseguenza, esiste anche un quadro di riferimento pubblico per prevenire e gestire potenziali crisi finanziarie al fine di evitare che esse mettano a repentaglio la stabilità complessiva del sistema finanziario ed economico, al contempo minimizzando per quanto possibile le distorsioni nei meccanismi di mercato. Questo quadro di riferimento comprende il costante monitoraggio e la valutazione periodica della stabilità finanziaria, la regolamentazione e la vigilanza finanziaria, la sorveglianza delle infrastrutture di mercato e un insieme di possibili misure per la gestione delle crisi.

Ruolo dell'Eurosistema

In queste aree l'Eurosistema svolge due funzioni principali. In primo luogo, esso svolge alcuni compiti in materia di stabilità finanziaria a livello dell'area dell'euro, come il monitoraggio e la valutazione della stabilità finanziaria nell'area nonché l'effettuazione di operazioni di mercato mirate a contrastare shock finanziari di natura generale e ad attenuare le tensioni nel mercato monetario dell'area. In secondo luogo, l'Eurosistema contribuisce alla definizione delle politiche di stabilità finanziaria delle competenti autorità nazionali ed europee per quanto concerne il monitoraggio e la valutazione della stabilità finanziaria, la regolamentazione e la vigilanza finanziaria, nonché la gestione delle crisi. Inoltre, l'Eurosistema svolge un'attività di sorveglianza delle infrastrutture di mercato come parte del suo compito primario riguardante la promozione del regolare funzionamento dei sistemi di pagamento. Le seguenti sezioni valutano in dettaglio il contributo dell'Eurosistema alla stabilità finanziaria e il suo ruolo nella sorveglianza delle infrastrutture di mercato.

## 7.2 IL CONTRIBUTO ALLA STABILITÀ FINANZIARIA

### ASSETTO ISTITUZIONALE

Le competenze nazionali  
in materia di stabilità  
finanziaria...

La creazione dell'Unione economica e monetaria (UEM) ha introdotto assetti istituzionali diversi per la politica monetaria e la stabilità finanziaria all'interno dell'area dell'euro. Mentre la responsabilità per la prima è stata trasferita dal livello nazionale a quello sovranazionale (cfr. il capitolo 2), quella relativa ai dispositivi per la tutela della stabilità finanziaria è rimasta a livello nazionale. Inoltre, diversamente da quanto accade in molti paesi dell'Eurosistema, dove le banche centrali sono responsabili della vigilanza prudenziale o sono attivamente coinvolte in tale attività<sup>3)</sup>, nell'UEM le funzioni di banca centrale e di vigilanza sono state separate poiché alla BCE e all'Eurosistema non sono state attribuite competenze di vigilanza dirette.

...accrescono la necessità  
di cooperazione fra i paesi

Questo specifico quadro istituzionale, intrinsecamente più complesso dell'assetto di politica monetaria, ha creato l'esigenza di una stretta cooperazione (i) all'interno dell'Eurosistema, fra la BCE e le BCN, al fine di tenere sotto osservazione e fronteggiare in modo efficace i potenziali rischi per la stabilità finanziaria a livello di area, nonché (ii) fra l'Eurosistema e le

3) Le strutture di vigilanza degli Stati membri presentano notevoli differenze in termini sia di coinvolgimento della banca centrale sia di attribuzione della responsabilità di vigilanza nei settori finanziari. Ad esempio, mentre in alcuni paesi le responsabilità di vigilanza sono ripartite per settore, in altri la vigilanza finanziaria per il settore bancario, assicurativo e mobiliare è centralizzata in un'unica autorità. Una recente rassegna (2006) delle soluzioni adottate nei paesi dell'UE è presentata nella pubblicazione della BCE *Recent developments in supervisory structures in EU and acceding countries*, disponibile sul sito Internet della BCE ([http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/report\\_on\\_supervisory\\_structures.pdf](http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/report_on_supervisory_structures.pdf)).

autorità di vigilanza nazionali, al fine di assicurare uno stretto coordinamento fra le funzioni di banca centrale e quelle di vigilanza nella salvaguardia della stabilità finanziaria.

Il Trattato sull'Unione europea (Trattato di Maastricht) contempla specifici meccanismi di cooperazione a questo riguardo. In primo luogo, l'Eurosistema deve "contribuire a una buona conduzione delle politiche perseguite dalle competenti autorità per quanto riguarda la vigilanza prudenziale degli enti creditizi e la stabilità del sistema finanziario"<sup>4)</sup>. In secondo luogo, la BCE deve essere consultata in merito a qualsiasi proposta di atto comunitario o progetto di disposizioni legislative delle autorità nazionali che rientrino nella sfera delle sue competenze. Analogamente, la BCE può fornire pareri ed essere consultata dal Consiglio, dalla Commissione e dalle autorità nazionali competenti in merito al campo d'applicazione e all'attuazione della legislazione comunitaria relativa alla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e alla stabilità del sistema finanziario<sup>5)</sup>. Infine, il Trattato prevede la possibilità di trasferire specifici compiti di vigilanza alla BCE mediante una procedura semplificata senza la necessità di modificare il Trattato<sup>6)</sup>. Questa disposizione, che non è stata finora utilizzata, sarebbe un'opzione da tenere presente se i meccanismi istituzionali di cooperazione non riuscissero ad assicurare un'interazione ordinata ed efficace fra le autorità.

Nell'espletare il proprio mandato riguardo alla stabilità finanziaria l'Eurosistema è assistito dal Comitato per la vigilanza bancaria (*Banking Supervision Committee*, BSC), istituito dal Consiglio direttivo della BCE nel 1998. Il BSC comprende rappresentanti di alto livello della BCE e delle BCN dell'Eurosistema nonché rappresentanti delle autorità nazionali di vigilanza bancaria dei paesi dell'Eurosistema in cui il mandato della BCN non comprende la vigilanza bancaria. Inoltre, fanno parte del BSC i rappresentanti della banca centrale e dell'autorità di vigilanza dei paesi dell'UE che non hanno adottato la moneta unica. L'ampia rappresentatività assicurata dalla composizione del Comitato riflette il fatto che le responsabilità nazionali per la stabilità e la vigilanza finanziaria sono assolute in ottemperanza al quadro regolamentare armonizzato e al mercato unico dell'Unione europea<sup>7)</sup>.

## **IL CONTESTO DI MERCATO**

Il ruolo e i compiti della BCE e dell'Eurosistema con riguardo alla stabilità finanziaria si sono evoluti nel tempo a fronte di un contesto caratterizzato dallo sviluppo dell'integrazione finanziaria fra i paesi (come discusso nel capitolo 6) e di un sistema finanziario con caratteristiche di crescente dinamismo e complessità.

L'integrazione finanziaria accresce le possibilità di condivisione e diversificazione dei rischi e aumenta la liquidità e lo spessore dei mercati finanziari, contribuendo così alla capacità del sistema finanziario di resistere ad eventi avversi. Tuttavia, essa accentua anche la vulnerabilità del sistema finanziario a turbative di origine o natura transfrontaliera. Ciò richiede un costante rafforzamento della condivisione delle informazioni e della cooperazione fra banche centrali e autorità di vigilanza dei vari paesi, in particolare avendo riguardo al numero crescente di grandi gruppi bancari europei multinazionali.

Inoltre, il ritmo sostenuto dell'innovazione finanziaria, associato alla crescente integrazione finanziaria, ha reso meno chiari e definiti i confini fra intermediari, mercati e infrastrutture di mercato,

**I meccanismi di cooperazione  
contemplati dal Trattato...**

**...sono attuati con il sostegno  
del BSC**

**L'integrazione finanziaria  
richiede una più stretta  
cooperazione fra i paesi**

4) Articolo 105, paragrafo 5, del Trattato sull'Unione europea.

5) Articolo 25.1 dello Statuto del SEBC.

6) Articolo 105, paragrafo 6, del Trattato e articolo 25.2 dello Statuto del SEBC.

7) Per maggiori informazioni sul BSC, cfr. Papademos, Lucas (2007), "The Banking Supervision Committee of the ESCB and its contribution to financial stability in the EU", in *Kreditwesen*, vol. 8, pp.28-31.

**Un sistema finanziario  
dinamico e complesso...**

nonché fra i vari segmenti del mercato finanziario. Importanti sviluppi a questo riguardo comprendono la maggior partecipazione delle banche ai mercati dei capitali (ad esempio attraverso la cartolarizzazione dei prestiti bancari, gli strumenti di trasferimento del rischio di credito e i prodotti di finanza strutturata), il ruolo crescente dei conglomerati finanziari, la crescente propensione delle banche commerciali a fornire servizi di infrastruttura ai mercati e l'aumento della partecipazione di soggetti non regolamentati ai mercati e alle infrastrutture del comparto finanziario.

**...rende più impegnativa  
la salvaguardia  
della stabilità finanziaria**

Di conseguenza, vi è una costante esigenza di sviluppare e aggiornare il quadro di riferimento per il monitoraggio, l'analisi e le azioni di risposta ai possibili rischi nel sistema finanziario, tenendo conto delle interconnessioni esistenti tra le diverse componenti del sistema e delle variazioni a queste collegate. Tale compito sta diventando sempre più impegnativo.

## **PRINCIPALI RISULTATI CONSEGUITI DALL'EUROSISTEMA**

**La stabilità finanziaria  
in una prospettiva orientata  
al futuro**

### **IL MONITORAGGIO E LA VALUTAZIONE DELLA STABILITÀ FINANZIARIA**

La BCE ritiene che la salvaguardia della stabilità finanziaria abbia un'importante dimensione prospettica: le potenziali fonti di rischio o vulnerabilità per il settore finanziario (quali le inefficienze nell'allocazione delle risorse finanziarie e gli errori di valutazione o di gestione dei rischi finanziari) andrebbero individuate, per quanto possibile, prima che determinino squilibri insostenibili e potenzialmente assai dannosi del sistema finanziario. Nel contempo è utile cercare di valutare la portata di queste vulnerabilità e gli effetti che esse possono produrre sulla stabilità complessiva del sistema finanziario. In particolare, tale valutazione consente di rendere più efficaci gli interventi del settore pubblico e privato a fronte dei rischi potenzialmente più pericolosi per la stabilità finanziaria.

Pertanto l'Eurosistema tiene sotto costante osservazione e valuta periodicamente le possibili fonti di rischi e vulnerabilità nel sistema finanziario al fine di individuare tempestivamente l'emergere di squilibri e fornire una base analitica per la definizione di azioni correttive mirate, ad esempio nella forma di una intensificazione della vigilanza finanziaria o della sorveglianza sul mercato.

**Sono considerate tutte  
le componenti del sistema  
finanziario**

In questo contesto, l'Eurosistema presta particolare attenzione alla capacità di tenuta del settore bancario, che svolge un ruolo fondamentale nella conduzione e trasmissione della politica monetaria, nel sistema dei pagamenti e nell'incanalare i fondi dai risparmiatori agli investitori. Al contempo tale analisi viene integrata da valutazioni di natura più ampia, che prendono in considerazione le altre componenti del sistema finanziario (quali i mercati, gli intermediari finanziari non bancari e le infrastrutture), dato il ruolo crescente che queste svolgono all'interno del sistema e i loro stretti collegamenti con le banche. Inoltre, nell'attività di monitoraggio della stabilità finanziaria l'Eurosistema attribuisce grande importanza a una stretta cooperazione con le autorità di vigilanza per integrare le analisi condotte a livello macroprudenziale con quelle condotte a livello micro. A questo riguardo, il ruolo del BSC è fondamentale in quanto costituisce un punto di incontro per condividere le esperienze in materia di attività di banca centrale e di vigilanza.

**Le analisi macro  
e microprudenziali vengono  
combinare**

**Le attività dell'Eurosistema  
sono articolate in tre pilastri:**

Le attività dell'Eurosistema nel monitoraggio e nella valutazione della stabilità finanziaria si basano su tre pilastri.

**la rassegna semestrale  
della stabilità finanziaria  
nell'area dell'euro...**

In primo luogo, nel 2000 la BCE ha promosso lo sviluppo di un quadro di riferimento complesso per valutare potenziali rischi e vulnerabilità del sistema finanziario dell'area dell'euro nel suo insieme. Questa attività di analisi si prefigge di valutare la solidità individuale e dell'insieme delle istituzioni, mercati e



infrastrutture dell'area, individuare le principali fonti di rischio e vulnerabilità che potrebbero porre problemi per la stabilità futura del sistema finanziario, nonché appurare la capacità del sistema finanziario di fronteggiare tali rischi, qualora si concretizzassero. Dal dicembre 2004 i risultati della valutazione sistematica condotta dalla BCE sono descritti nella pubblicazione semestrale *Financial Stability Review* (FSR), con il contributo del BSC. Al pari delle analoghe pubblicazioni divulgate da altre banche centrali, lo scopo principale della FSR è quello di accrescere la consapevolezza dell'industria finanziaria e dei cittadini circa gli andamenti rilevanti ai fini della stabilità del sistema finanziario dell'area dell'euro. Inoltre, fornendo una rassegna delle fonti di rischio e vulnerabilità che potrebbero mettere a repentaglio la stabilità finanziaria, il rapporto si prefigge altresì di contribuire ad allentare le tensioni finanziarie o, in prima istanza, a prevenirle.

In secondo luogo, dal 1999 il BSC svolge analisi macroprudenziali periodiche del settore bancario dell'UE, i cui risultati sono pubblicati dal 2003 nel rapporto annuale *EU banking sector stability*. Inoltre, il BSC analizza regolarmente gli sviluppi strutturali del settore bancario europeo che hanno rilievo per le banche centrali e le autorità di vigilanza. Il rapporto annuale *EU banking structures*, pubblicato per la prima volta nel 2002, è il risultato di questo lavoro. Le analisi macroprudenziali e strutturali del BSC si basano su un insieme di informazioni statistiche aggregate ottenute dalle banche centrali e dalle autorità di vigilanza nell'UE, integrate dalle informazioni qualitative e, per quanto possibile, prospettiche da parte dei membri del BSC.

In terzo luogo, la BCE e l'Eurosistema, insieme ad altre banche centrali dell'UE, partecipano attivamente, e contribuiscono, ai lavori di altre istituzioni e organismi che svolgono attività di monitoraggio della stabilità finanziaria in Europa e nel mondo. A livello di UE, ciò riguarda in particolare il sostegno fornito al Comitato economico e finanziario (CEF), che dal 2003 esamina semestralmente questioni relative alla stabilità finanziaria nella composizione di "Tavolo per la stabilità finanziaria" (*Financial Stability Table*, FST) ed è responsabile della preparazione del dibattito su questi argomenti nel Consiglio Ecofin<sup>8)</sup>. A livello mondiale, la BCE e le BCN dell'Eurosistema, anche in questo caso congiuntamente ad altre banche centrali dell'UE, partecipano attivamente all'attività di sorveglianza del Fondo monetario internazionale, del Forum per la stabilità finanziaria, del Comitato sul sistema finanziario globale e della Banca dei regolamenti internazionali.

Nonostante gli importanti risultati conseguiti, il quadro di riferimento per il monitoraggio e la valutazione della stabilità finanziaria dell'Eurosistema necessita di ulteriori miglioramenti. Una sfida importante a questo proposito, non solo per l'Eurosistema ma anche per le banche centrali e le autorità di vigilanza del mondo intero, riguarda lo sviluppo di approcci quantitativi più avanzati per identificare i rischi per la stabilità finanziaria e valutarne l'impatto potenziale nel caso in cui questi si concretizzassero. Si tratta di un compito assai difficile poiché la quantificazione dell'obiettivo di stabilità finanziaria non è semplice e un quadro analitico adeguato per tale compito, che poggi su indicatori, modelli e metodologie appropriate, è per sua natura estremamente complesso. Inoltre, la trasformazione rapida e costante del sistema finanziario, insieme all'innovazione finanziaria, pone sfide aggiuntive all'elaborazione di un appropriato quadro analitico. In particolare, la complessità di alcuni dei nuovi strumenti finanziari, la redistribuzione dei rischi fra i settori e l'opacità delle transazioni di un numero crescente di

...l'analisi macroprudenziale e strutturale annuale del settore bancario dell'UE...

...il contributo al controllo della stabilità finanziaria a livello europeo e mondiale

Le sfide quantitative nella valutazione della stabilità finanziaria...

8) Mentre il CEF nella composizione ordinaria comprende i rappresentanti dei ministri delle finanze dell'UE, delle banche centrali nazionali, della BCE e della Commissione, nella composizione di FST esso comprende anche i presidenti del BSC e dei comitati di vigilanza dell'UE; questi ultimi sono stati istituiti nel quadro della procedura Lamfalussy (cfr. la sezione seguente su regolamentazione e vigilanza finanziaria).

...richiedono costanti miglioramenti dei metodi applicati dall'Eurosistema

È necessario accrescere la disponibilità e la qualità delle informazioni

L'obiettivo è assicurare la sicurezza e la solidità complessiva delle istituzioni finanziarie

La consulenza e il contributo di BCE/Eurosistema...

istituzioni finanziarie non bancarie hanno reso più difficile la predisposizione di modelli quantitativi che descrivano il comportamento del sistema finanziario nonché il monitoraggio e la valutazione dei rischi<sup>9)</sup>. Nonostante queste sfide per lo svolgimento di una adeguata attività di valutazione siano notevoli, è importante riconoscere che negli anni recenti sono stati compiuti progressi significativi.

La FSR semestrale ha approfondito progressivamente il livello di analisi, soprattutto per quanto riguarda i mercati e le istituzioni del settore finanziario. Fra gli esempi si annoverano i metodi di quantificazione delle esposizioni di gruppi bancari complessi e di grandi dimensioni al rischio di credito nei confronti delle imprese, lo sviluppo di vari indicatori di altri rischi sostenuti da banche, *hedge fund* e società di assicurazione, nonché lo sviluppo di indicatori di potenziali squilibri dell'attività dei mercati finanziari. Un altro importante elemento di questo lavoro è lo sviluppo di metodologie per la conduzione di prove di stress a livello macroeconomico del sistema finanziario dell'area dell'euro. Il principale obiettivo di tali prove è quello di valutare i potenziali impatti economici sul sistema finanziario di eventi estremi o di forti shock. In definitiva, il sistema delle prove di stress concorrerebbe a quantificare e a classificare i rischi in base alla rispettiva importanza e consentirebbe di inquadrare con maggior precisione l'attività di monitoraggio e valutazione della stabilità finanziaria. Inoltre, quando tali prove saranno ulteriormente sviluppate, esse potranno aiutare l'Eurosistema a migliorare la coerenza interna, e la dimensione prospettica della sua attività di monitoraggio della stabilità finanziaria. Negli ultimi anni, la BCE ha lavorato in stretta collaborazione con il BSC per individuare i metodi volti a migliorare, in particolare, la dimensione transfrontaliera delle prove di stress, aspetto che acquista maggior rilevanza via via che l'integrazione finanziaria nell'area dell'euro aumenta e che le attività internazionali delle istituzioni finanziarie acquisiscono maggiore importanza<sup>10)</sup>.

Un'altra sfida importante ha riguardato lo sviluppo di un'adeguata infrastruttura informativa per lo svolgimento dell'attività di monitoraggio e valutazione della stabilità finanziaria e, in particolare, il rafforzamento dello scambio di informazioni attraverso il BSC e il Comitato per la statistiche, compresa una rilevazione annuale dei dati su base consolidata per l'intero sistema bancario dell'UE. La scarsa disponibilità e qualità dei dati sono state individuate quali principali ostacoli all'ulteriore sviluppo di un quadro di riferimento quantitativo per la valutazione della stabilità finanziaria. È pertanto molto importante estendere l'insieme dei dati disponibili con caratteristiche di elevata qualità.

## REGOLAMENTAZIONE E VIGILANZA FINANZIARIA

In base all'assunto che l'operato del settore privato potrebbe non riuscire a evitare il manifestarsi di squilibri finanziari, l'assetto regolamentare e di vigilanza dell'UE mira a promuovere la solidità e la sicurezza complessiva delle istituzioni finanziarie. A questo riguardo i principali strumenti sono i requisiti prudenziali relativi alla disponibilità di margini patrimoniali, adeguate pratiche di gestione dei rischi e l'informativa al pubblico.

L'Eurosistema partecipa attivamente ai lavori europei in questo ambito in quanto l'analisi macroprudenziale e strutturale del sistema finanziario che esso svolge rafforza le valutazioni microprudenziali effettuate dalle autorità di vigilanza e viceversa. Di conseguenza, la BCE e

9) Cfr. l'approfondimento *Measurement challenges in assessing financial stability* nel numero di dicembre 2005 della pubblicazione della BCE *Financial Stability Review*.

10) Cfr. Fell, John (2007), "Challenges for EU-wide macro stress-testing", intervento alla conferenza della BCE sulle prove di stress e sugli esercizi di simulazione di una crisi finanziaria tenutasi il 12-13 luglio 2007, disponibile sul sito Internet della BCE all'indirizzo: <http://www.ecb.europa.eu/events/pdf/conferences/sfi/Fell.pdf>

L'Eurosistema forniscono pareri e contribuiscono allo sviluppo del quadro regolamentare e di vigilanza dell'UE. La BCE svolge anche una funzione consultiva riguardo alle proposte di modifica legislativa alla regolamentazione e vigilanza finanziaria a livello nazionale.

Negli anni recenti la BCE e l'Eurosistema hanno fornito contributi importanti al miglioramento dell'assetto regolamentare dell'UE per i servizi finanziari. Uno di questi ha riguardato il Piano d'azione per i servizi finanziari (PASF), approvato nel 1999, che ha esteso e modernizzato il quadro regolamentare dell'UE per i servizi finanziari (cfr. il capitolo 6). La BCE ha contribuito allo sviluppo del PASF con pareri formali sulle varie proposte legislative della Commissione e con la partecipazione nei comitati tecnici. Successivamente a questi lavori, l'Eurosistema ha contribuito alla formulazione della strategia UE per le politiche nel settore dei servizi finanziari per gli anni 2005-2010, pubblicata come Libro bianco della Commissione nel dicembre 2005<sup>11)</sup>. La BCE e l'Eurosistema continuano a fornire indicazioni e a contribuire con la propria esperienza all'attuazione del Libro bianco<sup>12)</sup>.

...relativamente all'assetto  
regolamentare dell'UE  
per i servizi finanziari...

L'Eurosistema è stato altresì coinvolto attivamente nello sviluppo dell'assetto istituzionale dell'UE per la regolamentazione e la vigilanza finanziaria. In particolare, esso è stato un convinto sostenitore della "procedura Lamfalussy" di regolamentazione e vigilanza finanziaria, volta a rendere il processo decisionale legislativo dell'UE più efficiente e flessibile nonché a istituire un quadro di regolamentazione e vigilanza più coeso fra gli Stati membri (cfr. il capitolo 6). La BCE svolge anche un ruolo attivo nel funzionamento della procedura Lamfalussy in qualità di osservatore nei comitati di livello 2 per il settore bancario e mobiliare e come membro del comitato di livello 3 del settore bancario. Infine, l'Eurosistema ha contribuito al costante monitoraggio del funzionamento della procedura Lamfalussy<sup>13)</sup>.

...e all'assetto dell'UE  
per la regolamentazione  
e la vigilanza finanziaria

Una prima revisione completa dell'approccio Lamfalussy per i settori finanziari è stata condotta dal Consiglio Ecofin nel dicembre 2007. A questa valutazione hanno contribuito vari comitati e consessi dell'UE, nonché l'Eurosistema. La revisione ha messo in luce come la procedura Lamfalussy abbia favorito progressi significativi in termini di efficienza e trasparenza del processo legislativo dell'UE e nella realizzazione di un quadro regolamentare e di vigilanza più coerente. Tuttavia, deve aumentare ancora la convergenza nelle pratiche di vigilanza tra i vari Stati membri. Si ritiene pertanto necessario migliorare il funzionamento dell'approccio Lamfalussy attraverso (i) l'assegnazione di un mandato europeo alle autorità di vigilanza nazionali; (ii) la riduzione delle opzioni e discrezionalità nazionali nella normativa dell'UE e la realizzazione di una maggiore convergenza dei requisiti di rendicontazione finanziaria; (iii) il rafforzamento del ruolo dei comitati di livello 3 della procedura Lamfalussy nel perseguire la convergenza e la cooperazione in materia di vigilanza nonché il potenziamento del ruolo dei

11) Cfr. la pubblicazione *European Commission's Green Paper on Financial Services Policy (2005-2010). Eurosystem contribution to the public consultation* del 1° agosto 2005, disponibile sul sito Internet della BCE all'indirizzo: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecgreenpaperfinancialservicespolicy2005en.pdf>

12) Ad esempio, l'Eurosistema ha risposto alle consultazioni della Commissione su un possibile intervento riguardo ai fondi di investimento e al credito ipotecario.

13) Un elemento importante di questo contributo ha riguardato la revisione del 2005 da parte della Commissione del funzionamento della procedura Lamfalussy in relazione alla legislazione sui mercati mobiliari: cfr. il documento *Review of the application of the Lamfalussy framework to EU securities markets legislation. Contribution to the Commission's Public Consultation* del 17 febbraio 2005, disponibile sul sito Internet della BCE all'indirizzo: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/lamfalussy-reviewen.pdf>. L'Eurosistema è stato altresì coinvolto nell'elaborazione del *Report on Financial Supervision* del Comitato per i servizi finanziari, finalizzato nel febbraio 2006 e approvato dal Consiglio Ecofin nel maggio 2006. Più di recente, l'Eurosistema ha contribuito alla prima revisione completa della procedura Lamfalussy nei settori finanziari. Cfr. il documento *Review of the Lamfalussy framework. Eurosystem contribution* del 30 novembre 2007, disponibile sul sito Internet della BCE all'indirizzo: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/lamfalussy-review2007en.pdf>.

Il settore privato come prima  
linea di difesa

collegi di supervisori nella vigilanza dei gruppi internazionali<sup>14</sup>). Il Consiglio Ecofin deciderà sulle misure pratiche per attuare tali priorità nella riunione del giugno 2008.

### GESTIONE DELLE CRISI FINANZIARIE

Nonostante i notevoli miglioramenti nella prevenzione delle crisi finanziarie internazionali, non si può escludere l'eventualità che si verifichino turbative finanziarie con potenziali implicazioni per la stabilità finanziaria transfrontaliera. Anche in questo caso, la principale linea di azione è rappresentata dalla ricerca di una soluzione alle difficoltà finanziarie nell'ambito del settore privato. Qualora l'azione privata dovesse dimostrarsi insufficiente a contenere la crisi, si potrebbero anche considerare interventi pubblici integrativi. Tuttavia, tale possibile coinvolgimento del settore pubblico ha natura discrezionale e si basa sul concetto di "ambiguità costruttiva" al fine di contrastare il rischio di comportamenti opportunistici (*moral hazard*).

Ruolo dell'Eurosistema...

La ripartizione delle responsabilità nella gestione delle crisi fra Eurosistema, banche centrali nazionali, autorità di vigilanza e ministeri delle finanze varia a seconda che si tratti di una crisi di liquidità o di solvibilità.

...durante le crisi di liquidità...

Nel corso di una crisi di liquidità generale la BCE può contribuire attraverso le operazioni di liquidità (cfr. il capitolo 3) all'ordinato funzionamento del mercato monetario, sulla base di procedure operative concordate a livello di Eurosistema. Inoltre, le BCN possono fornire (temporaneamente e a fronte di adeguate garanzie) un sostegno di liquidità d'emergenza (*emergency liquidity assistance*, ELA) a istituzioni creditizie con carenza di liquidità ma solvibili. La prestazione di ELA è effettuata a discrezione della BCN competente, compatibilmente con le condizioni previste dal Trattato in relazione al divieto di finanziamento monetario e solo in circostanze eccezionali. Le BCN possono considerare tale sostegno giustificato in particolare in ragione dell'esigenza di evitare o mitigare potenziali effetti sistemici derivanti dal contagio attraverso altre istituzioni finanziarie o infrastrutture di mercato. Nel 1999 l'Eurosistema ha concordato procedure specifiche per la condivisione delle informazioni in caso di erogazione di ELA da parte di una BCN dell'Eurosistema. Queste procedure sono volte ad assicurare che l'impatto di un intervento di questo tipo da parte di una BCN, che si fa carico dei costi e dei rischi connessi, venga gestito in modo coerente con il mantenimento di un appropriato orientamento della politica monetaria unica.

...e le crisi di solvibilità

Durante una crisi di solvibilità la principale responsabilità per la gestione e risoluzione della crisi compete ai ministeri delle finanze, che decidono sulla possibile fornitura di sostegno finanziario, e alle autorità di vigilanza, che possono adottare misure di vigilanza eccezionali per stabilizzare l'istituzione in difficoltà o deciderne la liquidazione.

A prescindere dal fatto che si tratti di una crisi finanziaria di liquidità o di solvibilità, l'Eurosistema può sostenere gli sforzi di gestione della crisi attingendo alla propria capacità analitica e all'esperienza acquisita nel monitoraggio della stabilità finanziaria e nella valutazione dei potenziali canali di propagazione delle turbative finanziarie nel sistema finanziario nonché le potenziali implicazioni per la sua stabilità. Inoltre, qualora una crisi di liquidità o solvibilità incidesse sull'operatività delle infrastrutture di mercato, l'Eurosistema può intervenire per assicurarne il regolare funzionamento.

14) Queste priorità erano state altresì segnalate nel contributo già menzionato dell'Eurosistema alla revisione della procedura Lamfalussy. Per maggiori informazioni, cfr. *Sviluppi degli accordi comunitari in materia di stabilità finanziaria* nel numero di aprile 2008 del *Bollettino mensile* della BCE.

Data la necessità di azioni tempestive e mirate in caso di una crisi finanziaria, è fondamentale che tutte le autorità competenti (banche centrali, autorità di vigilanza e ministri delle finanze) interagiscano tra loro senza attriti e in modo efficace. Ciò costituisce una sfida rilevante nel contesto dell'UE, dato l'elevato numero di soggetti coinvolti. Inoltre, mentre è necessario che vi sia una chiara definizione delle responsabilità, nonché una struttura per facilitare la condivisione delle informazioni e la cooperazione, non è però possibile elaborare uno schema universale di gestione delle crisi, poiché ciascuna crisi finanziaria è per sua natura unica. Flessibilità e discrezionalità sono essenziali anche per difendersi dal rischio di *moral hazard*.

**È fondamentale un'interazione efficace fra le autorità**

Pertanto negli ultimi dieci anni molto è stato fatto per rafforzare gli accordi europei di gestione delle crisi. A questo riguardo, l'Eurosistema ha contribuito attivamente a tre principali settori di intervento: (i) il chiarimento del quadro legislativo per la gestione delle crisi, in particolare con riferimento alla direttiva del 2006 relativa all'adeguatezza patrimoniale (*Capital Requirements Directive*, CRD) e alla direttiva del 2002 sui conglomerati finanziari; (ii) lo sviluppo e il perfezionamento degli accordi di cooperazione fra le autorità sotto forma di Memorandum of Understanding (MoU) a livello UE; (iii) gli esercizi di simulazione delle crisi a livello UE e di Eurosistema per rafforzare gli accordi legislativi e quelli informali vigenti e migliorare il grado complessivo di preparazione nel fronteggiare le crisi<sup>15</sup>.

**La gestione delle crisi nell'UE è stata rafforzata...**

Una tappa importante nell'ulteriore rafforzamento degli accordi comunitari per la gestione delle crisi è stata raggiunta nell'ottobre 2007, quando il Consiglio Ecofin ha fissato una tabella di marcia (*road map*) strategica per gli accordi di stabilità finanziaria dell'UE<sup>16</sup>. I principali elementi della tabella di marcia sono: (i) l'approvazione di un insieme di principi comuni per la gestione delle crisi internazionali nonché di un quadro analitico comune per la valutazione delle crisi finanziarie, sviluppato dal BSC e dal Comitato delle autorità europee di vigilanza bancaria (*Committee of European Banking Supervisors*, CEBS); da un punto di vista formale, questo risultato è stato conseguito con la firma di un nuovo Memorandum d'intesa da parte dei ministri delle finanze, dei governatori delle banche centrali e delle autorità di vigilanza dell'UE nell'aprile 2008; (ii) l'ulteriore rafforzamento di questo quadro di riferimento attraverso accordi specifici di cooperazione fra le autorità interessate relativi alle istituzioni cross-border; (iii) un invito alla Commissione a valutare, in stretta collaborazione con gli Stati membri, ulteriori possibili chiarimenti degli accordi tra autorità *home* e *host* per la gestione delle crisi nell'ambito della CRD e a presentare proposte a tale riguardo entro la fine del 2008; (iv) una richiesta alla Commissione di valutare possibili miglioramenti della regolamentazione per quanto riguarda il trasferimento delle attività all'interno dei gruppi bancari, la direttiva dell'UE su risanamento e liquidazione, nonché il ruolo dei sistemi di garanzia dei depositi e del sostegno del settore pubblico nelle situazioni di crisi.

**...e sono in corso ulteriori iniziative**

## **INSEGNAMENTI E INDIRIZZI FUTURI**

Negli ultimi dieci anni è stato adottato un considerevole numero di misure volte a rafforzare gli accordi di stabilità finanziaria nell'area dell'euro e nell'UE. L'Eurosistema ha svolto un

**Risultati significativi conseguiti dall'Eurosistema**

15) Questi tre ambiti di intervento sono esaminati nell'articolo *Gli accordi dell'UE per la gestione delle crisi finanziarie* nel numero di febbraio 2007 del *Bollettino mensile* della BCE.

16) La tabella di marcia si è basata sulle raccomandazioni del gruppo di lavoro *ad hoc* del CEF sugli accordi per la stabilità finanziaria nell'UE (costituito da rappresentanti di alto livello dei ministeri delle finanze, delle BCN, delle autorità di vigilanza, della BCE e della Commissione) istituito nel settembre 2006 per valutare i possibili margini di chiarimento e miglioramento degli accordi vigenti finalizzati alla risoluzione delle crisi finanziarie internazionali all'interno dell'UE, tenendo in particolare considerazione gli insegnamenti appresi dall'esercizio di simulazione di una crisi a livello UE, organizzato nell'aprile 2006. Per informazioni più dettagliate sulla tabella di marcia adottata dal Consiglio Ecofin e sulle rispettive misure relative al seguito dato, cfr. l'articolo *Sviluppi degli accordi comunitari in materia di stabilità finanziaria* nel numero di aprile 2008 del *Bollettino mensile* della BCE.

**Tavola I Principali contributi dell'Eurosistema nell'ambito della stabilità finanziaria**

| Area                                                                                             | Livello           | Principali attività dell'Eurosistema                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Monitoraggio e valutazione della stabilità finanziaria</b>                                    |                   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| Valutazione del sistema finanziario dell'area dell'euro                                          | Area dell'euro    | <i>Financial Stability Review</i> semestrale della BCE                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Analisi macroprudenziale del settore bancario dell'UE                                            | UE                | Rapporto annuale della BCE <i>EU banking sector stability</i>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| Analisi strutturale del settore bancario dell'UE                                                 | UE                | Rapporto annuale della BCE <i>EU banking structures</i>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| Monitoraggio della stabilità finanziaria dell'UE                                                 | UE                | Contributi ai dibattiti del "Tavolo per la stabilità finanziaria" del Comitato economico e finanziario (CEF) e del Consiglio Ecofin                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| Prove di stress macroeconomico                                                                   | UE/area dell'euro | Contributi allo sviluppo di prove di stress macroeconomico per l'area                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| <b>Regolamentazione e vigilanza finanziaria</b>                                                  |                   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| Strategia complessiva UE per i servizi finanziari                                                | UE                | Contributi al dibattito pubblico di <i>policy</i> (ad esempio con riguardo alla strategia UE per le politiche nel settore dei servizi finanziari per il periodo 2005-2010)                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| Iniziative legislative specifiche                                                                | UE                | Pareri formali e contributi tecnici della BCE (attraverso i comitati di Livello 2 della procedura Lamfalussy nel settore bancario e finanziario)                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| Attuazione coerente delle normative dell'UE                                                      | UE                | Contributo allo sviluppo di standard e prassi di vigilanza comuni nel settore bancario (attraverso il comitato di Livello 3 della procedura Lamfalussy, il CEBS)                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| Miglioramento dell'assetto di vigilanza dell'UE                                                  | UE                | Contributi al dibattito pubblico di <i>policy</i> (ad esempio la revisione della procedura Lamfalussy del 2007)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| <b>Gestione delle crisi finanziarie</b>                                                          |                   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| Miglioramento del quadro legislativo dell'UE                                                     | UE                | Pareri formali e contributo tecnico della BCE (attraverso i comitati di Livello 2 della procedura Lamfalussy)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| Sostegno di liquidità di emergenza ( <i>emergency liquidity assistance</i> , ELA)                | Area dell'euro    | Valutazione da parte dell'Eurosistema della compatibilità di eventuali operazioni di ELA condotte dalle BCN con l'orientamento di politica monetaria                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| Valutazione sistemica delle crisi finanziarie                                                    | UE                | Quadro analitico comune del BSC e del CEBS                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| Cooperazione tra le banche centrali, i ministri delle finanze e le autorità di vigilanza dell'UE | UE                | Contributi allo sviluppo dei Memorandum d'intesa concordati nel 2003, 2005 e 2008<br><br>Partecipazione attiva nello sviluppo di una strategia globale per migliorare gli accordi comunitari in materia di stabilità finanziaria (ad esempio con riferimento alla tabella di marcia adottata dal Consiglio Ecofin nel 2007)<br><br>Coinvolgimento nella definizione e nello svolgimento di esercizi di simulazione delle crisi finanziarie a livello UE |
| Preparazione dell'Eurosistema a fronte di crisi finanziarie                                      | Area dell'euro    | Esercizi di simulazione delle crisi finanziarie dell'Eurosistema                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |

ruolo importante a questo riguardo. In primo luogo, esso ha condotto diverse attività a livello dell'area dell'euro volte a favorire e salvaguardare la stabilità del sistema finanziario dell'area, con particolare riferimento all'attività di monitoraggio e valutazione della stabilità finanziaria e alle operazioni di mercato mirate a far fronte a shock finanziari di natura generale e ad atte-



nuare le tensioni nel mercato monetario dell'area dell'euro. In secondo luogo, l'Eurosistema ha fornito il proprio sostegno alle autorità nazionali e dell'UE nella conduzione delle politiche in materia di monitoraggio e valutazione della stabilità finanziaria, regolamentazione e vigilanza finanziaria, gestione delle crisi. Nonostante i significativi risultati fin qui conseguiti, il quadro di riferimento europeo per la stabilità finanziaria è ancora in evoluzione e richiede ulteriori miglioramenti per stare al passo con i progressi nell'integrazione e nell'innovazione finanziaria.

In primo luogo, per quanto riguarda il monitoraggio e la valutazione della stabilità finanziaria, sarà importante migliorare ulteriormente il grado di conoscenza e comprensione di un sistema finanziario complesso e in rapida evoluzione, nonché contribuire attivamente allo sviluppo di approcci quantitativi più avanzati. Ciò include lo sviluppo di metriche per analizzare in modo più approfondito le interrelazioni esistenti fra il settore economico e quello finanziario e ulteriori progressi nelle prove di stress a livello macroeconomico.

**Le quattro principali sfide  
per il futuro**

In secondo luogo, l'Eurosistema dovrà continuare a svolgere un ruolo attivo nel fornire consulenza di alto livello sullo sviluppo degli accordi comunitari in materia di regolamentazione e vigilanza. Un aspetto fondamentale è quello di assicurare un efficace ed efficiente funzionamento della procedura Lamfalussy, sia per sfruttare appieno le possibilità offerte dal rafforzamento del quadro regolamentare dell'UE realizzato attraverso il PASF, sia per far sì che gli assetti di vigilanza europei tengano il passo con le attività dei gruppi finanziari con significativa operatività transfrontaliera, che rivestono sempre maggior rilevanza nel mercato unico, e con le richieste per un'interfaccia di vigilanza meno onerosa e più uniforme.

In terzo luogo, andrebbe mantenuto lo slancio per il miglioramento degli accordi europei in materia di gestione delle crisi. Il Memorandum d'intesa del 2008 firmato dai ministri delle finanze, dalle banche centrali e dalle autorità di vigilanza dell'UE ha costituito un traguardo importante a questo proposito. Saranno necessari ulteriori lavori per attuare e collaudare in pratica tale accordo in modo da renderlo effettivamente operativo. Dal canto suo, l'Eurosistema continuerà a verificare e, se necessario, migliorare i propri accordi in materia di crisi finanziaria.

Infine, l'Eurosistema dovrebbe contribuire a rafforzare ulteriormente la cooperazione fra banche centrali e autorità di vigilanza nell'UE, soprattutto per quanto riguarda i principali gruppi finanziari cross-border. È necessario intensificare la condivisione delle informazioni sui principali andamenti delle attività e del profilo di rischio di tali gruppi in situazioni normali e nella gestione delle crisi.

### **7.3 LA SORVEGLIANZA SULLE INFRASTRUTTURE DI MERCATO**

Le infrastrutture dei mercati finanziari facilitano il flusso di capitali, titoli e altri strumenti finanziari fra operatori economici e costituiscono quindi una componente essenziale del sistema finanziario nel suo complesso; esse comprendono i vari sistemi di negoziazione, compensazione e regolamento dei pagamenti e dei titoli, l'insieme di accordi, istituzioni, norme e procedure che li governano, nonché gli strumenti di pagamento trattati. Per l'ampiezza del ruolo svolto e le caratteristiche di rete, le infrastrutture di pagamento e quelle di regolamento delle transazioni in titoli sono spesso descritte come l'"apparato vascolare" del sistema finanziario. I principali attori coinvolti nelle infrastrutture di mercato sono i gestori dei sistemi, i partecipanti (istituzioni finanziarie), i fornitori di servizi, le banche centrali, gli organi di regolamentazione e, in ultima istanza, tutti gli operatori di mercato quali utenti finali dei servizi di pagamento e di regolamento.

**Le infrastrutture dei mercati  
finanziari e la sorveglianza**

A causa della crescente complessità delle infrastrutture dei mercati finanziari e della rapida crescita delle transazioni sia in termini di valore sia in termini di volume, le banche centrali hanno riconosciuto da molto tempo l'importanza di un regolare funzionamento di queste infrastrutture per mantenere la stabilità finanziaria. Ovviamente, i proprietari e i gestori dei sistemi hanno la responsabilità primaria di assicurare l'affidabile funzionamento delle infrastrutture di mercato e di fornire servizi di pagamento e regolamento sicuri ed efficienti. Tuttavia, considerate le responsabilità per la politica monetaria e la stabilità finanziaria, il ruolo svolto nell'offrire conti di regolamento ai partecipanti ai sistemi di pagamento e l'interesse a preservare la fiducia dei cittadini negli strumenti di pagamento, l'Eurosistema e le banche centrali in genere hanno elaborato un quadro di sorveglianza sulle infrastrutture di mercato come uno dei propri compiti fondamentali. L'obiettivo di *policy* ultimo della sorveglianza è promuovere il regolare funzionamento delle infrastrutture dei mercati finanziari allo scopo di prevenire la propagazione al sistema finanziario e all'economia nel suo complesso di turbative originatesi in queste infrastrutture. Le principali attività di sorveglianza comprendono la definizione di standard di sorveglianza, il costante monitoraggio della *performance* delle infrastrutture di mercato e la periodica valutazione del rispetto degli standard da parte di tali infrastrutture sulla base di una metodologia predefinita.

#### RUOLO DELLA BCE E DELL'EUROSISTEMA

Il Trattato e lo Statuto riconoscono la sorveglianza come uno dei compiti fondamentali dell'Eurosistema. L'articolo 105, paragrafo 2, del Trattato e l'articolo 3 dello Statuto sanciscono che "I compiti fondamentali assolti tramite il SEBC sono: [...] promuovere il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento." Inoltre, l'articolo 22 dello Statuto stabilisce che "La BCE e le banche centrali nazionali possono accordare facilitazioni, e la BCE può stabilire regolamenti, al fine di assicurare sistemi di compensazione e di pagamento efficienti e affidabili all'interno della Comunità e nei rapporti con i paesi terzi".

Il ruolo di sorveglianza dell'Eurosistema riguarda i sistemi di pagamento e regolamento (sistemi di pagamento sia per importi rilevanti sia per i circuiti al dettaglio) che trattano l'euro. Al fine di assicurare condizioni di parità concorrenziale tra gli operatori, gli stessi standard minimi di sorveglianza sono applicati sia ai sistemi gestiti dall'Eurosistema (ad es. Target2) sia a quelli gestiti da privati.

La funzione di sorveglianza si è incentrata originariamente soprattutto sui sistemi di pagamento in euro di importo rilevante, in ragione della loro importanza ai fini della stabilità finanziaria. Gli organi di sorveglianza hanno progressivamente esteso le proprie attività ai sistemi di pagamento al dettaglio, agli strumenti di pagamento e ai servizi forniti da terzi.

#### I SISTEMI, GLI STRUMENTI E I SERVIZI DI INFRASTRUTTURA PER I PAGAMENTI

In linea con il quadro di riferimento comune per l'attività di sorveglianza le BCN sono responsabili dell'attuazione della linee guida della BCE in materia di sorveglianza in relazione ai sistemi di pagamento aventi sede legale nella loro giurisdizione. Inoltre, il Consiglio direttivo può decidere di attribuire alla BCE responsabilità di sorveglianza per i sistemi che hanno caratteristiche particolari.

In questo contesto, la BCE era responsabile della sorveglianza sulla componente di Target da essa gestita (*ECB Payment Mechanism*, EPM)<sup>17</sup>. La struttura integrata di Target2, la nuova piattaforma

17) In linea con i principi concordati a livello di Eurosistema, la BCE ha istituito strutture organizzative distinte per la funzione di gestione e quella di sorveglianza per evitare eventuali conflitti di interesse.

che ha gradualmente sostituito Target nel periodo 2007-2008, ha reso necessario modificare la struttura del sistema di sorveglianza: il Consiglio direttivo è il responsabile ultimo della sorveglianza sul sistema, assistito dal Comitato per i sistemi di pagamento e regolamento; tutte le attività di sorveglianza su Target2 sono condotte e coordinate dalla funzione di sorveglianza della BCE con il pieno coinvolgimento delle banche centrali nazionali dell'area dell'euro.

Inoltre, la BCE svolge attività di sorveglianza sui tre sistemi gestiti da EBA CLEARING, la società di compensazione dell'Associazione bancaria per l'euro: EURO1 per i pagamenti di importo rilevante, STEP1 per pagamenti di importo contenuto effettuati singolarmente per conto della clientela e STEP2, una nuova piattaforma che tratta principalmente pagamenti transfrontalieri al dettaglio in lotti.

Vi sono sistemi di pagamento per il trattamento delle transazioni in euro situati all'esterno dell'area dell'euro (i cosiddetti sistemi offshore). Il più importante è il sistema CLS, rispetto al quale la BCE – applicando le norme della sorveglianza cooperativa<sup>18)</sup> in stretta collaborazione con il Federal Reserve System quale organo di sorveglianza principale - svolge il ruolo di autorità di sorveglianza per quanto riguarda i regolamenti in euro.

Secondo il quadro di riferimento comune per la sorveglianza dell'Eurosistema, la sorveglianza sui sistemi di pagamento al dettaglio è effettuata prevalentemente a livello di BCN. Tuttavia per applicare un approccio armonizzato, l'Eurosistema ha definito il proprio orientamento di *policy* in materia di sorveglianza sui sistemi di pagamento al dettaglio e nel 2005 ha svolto un'accurata valutazione di tali sistemi rispetto agli standard di sorveglianza.

Per quanto concerne la sorveglianza sugli strumenti di pagamento, nel 2007 l'Eurosistema ha istituito un quadro di riferimento per la sorveglianza sugli schemi di pagamento con carta che trattano operazioni in euro; esso è stato pubblicato nel gennaio 2008 dopo una consultazione con gli operatori di mercato.

La gestione dell'infrastruttura dei mercati finanziari è supportata dall'offerta di servizi da parte di numerosi fornitori. Fra questi, la società SWIFT, fornitrice mondiale di servizi di trasmissione sicura e messaggi di pagamento per il settore finanziario, è di gran lunga l'operatore più importante e, benché non sia di per sé un sistema di pagamento, è oggetto di particolare attenzione da parte delle autorità di sorveglianza. In base all'accordo fra le banche centrali del G10, SWIFT è assoggettata alla sorveglianza cooperativa sin dalla fine del 1997 e la funzione di principale organo di sorveglianza è espletata dalla Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique. Nell'ambito delle attività di sorveglianza cooperativa sulla SWIFT, la BCE ha contribuito a sviluppare un insieme di principi di alto livello per la valutazione della sorveglianza. Questa iniziativa è stata completata nel giugno 2007 e i principi sono parte integrante del quadro di riferimento di sorveglianza in base al rischio applicato a SWIFT.

## I SISTEMI DI COMPENSAZIONE E REGOLAMENTO DELLE TRANSAZIONI IN TITOLI

I sistemi di regolamento delle transazioni in titoli (SRT) e i sistemi di compensazione con controparte centrale (CPC) sono strettamente legati ai sistemi di pagamento<sup>19)</sup>; pertanto il loro

La sorveglianza cooperativa  
su CLS

Sistemi e strumenti  
di pagamento al dettaglio

Il quadro di riferimento  
per la sorveglianza di SWIFT  
in base al rischio

Forte interesse nel regolamento  
delle transazioni in titoli

18) Secondo le indicazioni del *Rapporto del Comitato sugli schemi di compensazione interbancari delle banche centrali del Gruppo dei Dieci* del 1990 (il cosiddetto Rapporto Lamfalussy), aggiornate nel rapporto del CSPP *Central Bank Oversight of Payment and Settlement Systems* (maggio 2005).

19) Il regolamento delle transazioni in titoli presenta due componenti, una relativa al contante e l'altra ai titoli. Il regolamento della componente in contanti delle transazioni in titoli avviene prevalentemente in moneta di banca centrale nei sistemi RTGS parallelamente al regolamento della componente in titoli presso un sistema di deposito accentrato, in base al principio di consegna contro pagamento.

#### Valutazioni nella prospettiva dell'utenza

sicuro funzionamento ha chiare implicazioni per la stabilità finanziaria. Inoltre, gli SRT sono interconnessi con la politica monetaria in ragione del ruolo svolto nel fornire servizi di regolamento per le attività ammissibili come garanzia nelle operazioni di credito dell'Eurosistema. A tal fine, benché non sia stato applicato dall'Eurosistema alcun quadro di riferimento comune per la sorveglianza sugli SRT, le banche centrali sono fortemente interessate al regolare funzionamento di tali sistemi nell'area dell'euro.

#### Quadri di riferimento per la cooperazione

Nel 1998 l'Eurosistema ha adottato un insieme di standard per valutare l'idoneità degli SRT a fornire servizi di regolamento per le operazioni di credito dell'Eurosistema dal punto di vista dell'utenza (i cosiddetti "standard utente"). Gli SRT, compresi i collegamenti fra questi, sono sottoposti a verifiche periodiche per accertare la rispondenza agli standard utente in modo da assicurare lo stesso livello di sicurezza per le operazioni di credito in tutta l'area. L'esito positivo di queste valutazioni è un requisito essenziale perché gli SRT e i relativi collegamenti siano giudicati idonei ad essere utilizzati come *collateral* nelle operazioni di credito dell'Eurosistema.

#### COOPERAZIONE CON ALTRE AUTORITÀ

Per conseguire i propri obiettivi di sorveglianza, l'Eurosistema ha creato e mantiene legami con altre autorità responsabili di aspetti connessi alle infrastrutture di mercato.

A tal fine, il quadro di riferimento per la cooperazione fra gli organi di sorveglianza delle banche centrali dell'UE e le autorità di vigilanza è definito nei protocolli d'intesa che trattano la cooperazione e gli scambi di informazioni in tre diverse circostanze: (i) l'istituzione di un sistema di pagamento e le richieste di accesso a tale sistema; (ii) le attività correnti; (iii) le situazioni di crisi.

Inoltre, nel 2001 è stato definito un quadro di riferimento per la cooperazione sui sistemi di pagamento e di compensazione delle transazioni in titoli fra il SEBC e il Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (*Committee of European Securities Regulators*, CESR). Un gruppo di lavoro SEBC-CESR ha iniziato a lavorare sull'adeguamento al contesto europeo delle cosiddette raccomandazioni CSPR-IOSCO per gli SRT e i sistemi CPC<sup>20)</sup>. Sebbene il gruppo di lavoro SEBC-CESR abbia compiuto notevoli progressi in questo ambito, vi sono ancora alcune questioni aperte per completare la preparazione degli standard di sorveglianza previsti per gli SRT e i sistemi CPC nell'UE.

#### Trasparenza delle politiche e delle attività

#### EVOLUZIONE DELLA *POLICY* E PRINCIPALI ATTIVITÀ

Gli orientamenti di policy e gli obiettivi di sorveglianza dell'Eurosistema sono stati enunciati in vari documenti resi pubblici, in standard di alto livello e in dichiarazioni di *policy* su argomenti specifici approvati dal Consiglio direttivo. L'esercizio della sorveglianza contempla valutazioni periodiche sulla conformità delle infrastrutture di mercato agli standard applicabili. Nella tavola 2 vengono illustrate in ordine cronologico le tappe principali nell'evoluzione della *policy*, nonché le principali attività svolte in questo ambito negli ultimi dieci anni.

#### La sorveglianza opera in un contesto dinamico

#### INSEGNAMENTI E INDIRIZZI FUTURI

La funzione di sorveglianza delle banche centrali opera in un contesto dinamico. I cambiamenti nei mercati finanziari a livello europeo e mondiale, nell'assetto giuridico e nelle singole infra-

20) CSPR sta per Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento del G10, mentre IOSCO indica l'organizzazione internazionale delle commissioni per i valori mobiliari (*International Organization of Securities Commissions*). I rapporti sulle raccomandazioni per gli SRT e i sistemi CCP sono disponibili sul sito Internet della BRI.

**Tavola 2 Principali risultati conseguiti dalla BCE/dall'Eurosistema in materia di sorveglianza (continua)**

### Sviluppi di policy

Nell'agosto 1998 la BCE ha pubblicato un rapporto sulla moneta elettronica (*Report on electronic money*) basato sull'analisi condotta dall'IME, in cui si esaminano le ragioni per le quali occorre regolamentarne l'emissione e si definiscono i requisiti minimi per gli emittenti nonché gli obiettivi auspicabili.

Nel novembre 1998 l'Eurosistema ha enunciato i principi di *policy* per lo sviluppo delle infrastrutture per i pagamenti e per la compensazione e il regolamento delle operazioni in titoli che offrono servizi per le operazioni denominate in euro effettuate da paesi non appartenenti all'area dell'euro.

In una dichiarazione del giugno 2000 il Consiglio direttivo della BCE ha precisato il ruolo dell'Eurosistema nella sorveglianza sui sistemi di pagamento e ha chiarito i propri obiettivi e principi<sup>1)</sup>.

Nel febbraio 2001 il Consiglio direttivo della BCE ha adottato i *Principi fondamentali per i sistemi di pagamento di importanza sistemica*<sup>2)</sup> (Principi fondamentali), che rappresentano gli standard minimi utilizzati dall'Eurosistema nell'attuazione della politica di sorveglianza comune sui sistemi di pagamento. Tali principi forniscono indicazioni per la configurazione e il funzionamento dei sistemi di pagamento, definendo i requisiti generali dei componenti cruciali di tali infrastrutture, fra cui una solida base giuridica, una gestione adeguata dei rischi finanziari, sicurezza e affidabilità operativa, efficienza e un assetto di *governance* efficace. I Principi fondamentali si applicano a tutte le tipologie di sistemi di pagamento di importanza sistemica<sup>3)</sup>.

Nel settembre 2001 la BCE ha diffuso il documento *The Eurosystem's policy line with regard to consolidation in central counterparty clearing*, che illustra l'orientamento dell'Eurosistema sulle possibili implicazioni del processo di consolidamento nei sistemi di compensazione con controparte centrale.

Nel maggio 2003 è stato pubblicato il rapporto *Electronic money system security objectives* (EMSSO), che illustra le aspettative dell'Eurosistema in tema di sicurezza tecnica degli schemi di moneta elettronica. Il documento contiene una descrizione generale degli schemi di moneta elettronica, un'analisi esaustiva dei rischi e un elenco degli obiettivi di sicurezza che tali schemi devono conseguire per la copertura di tali rischi.

Nel giugno 2003 è stato adottato un quadro di riferimento per la sorveglianza sui sistemi di pagamento al dettaglio operanti in euro, atto ad assicurare che tali sistemi non divengano un canale per la diffusione di rischi sistemici o malfunzionamenti nell'area dell'euro. Il quadro di riferimento include la definizione di criteri per la classificazione dei sistemi di pagamento al dettaglio in base alla rilevanza sistemica.

Nel maggio 2006 è stato pubblicato un rapporto sulle aspettative in materia di sorveglianza sulla continuità operativa per i sistemi di pagamento di importanza sistemica (*Business continuity oversight expectations for systemically important payment systems - BCOE for SIPS*) in risposta alle nuove tipologie di rischio emerse negli ultimi anni. Il rapporto si prefigge l'obiettivo di stabilire un quadro di riferimento armonizzato per la sorveglianza sulla continuità operativa nell'area dell'euro e fornisce indicazioni ai gestori dei sistemi di pagamento di importanza sistemica al fine di conseguire un'adeguata e uniforme capacità di tenuta (*resilience*), con particolare attenzione alla strategia di continuità operativa, alla pianificazione, all'esecuzione di test e alla gestione delle crisi.

Nel luglio 2007 la BCE ha pubblicato un documento sui principi guida dell'Eurosistema riguardo alla localizzazione e al funzionamento delle infrastrutture per il regolamento delle operazioni di pagamento denominate in euro (*Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions*). I principi enunciati si applicano a qualsiasi infrastruttura di pagamento esistente o potenziale situata al di fuori dell'area dell'euro che regoli operazioni in euro, precisando che l'Eurosistema intende in ogni caso mantenere il controllo finale sull'euro.

Nel gennaio 2008 il Consiglio direttivo ha approvato il rapporto *Oversight framework for card payment schemes – standards*, che delinea standard di sorveglianza armonizzati applicabili agli schemi di pagamento con carta operanti nell'area dell'euro, con particolare riguardo alla loro sicurezza ed efficienza.

### Valutazione delle infrastrutture chiave per i pagamenti

Nel 2001 l'FMI ha predisposto, su richiesta della BCE, dei rapporti sull'osservanza degli standard e dei codici (*Reports on the Observance of Standards and Codes, ROSC*) per l'area dell'euro nel quadro del programma di valutazione

1) Cfr. *Il ruolo dell'Eurosistema nella sorveglianza sui sistemi di pagamento* pubblicato nel sito Internet della BCE.

2) Cfr. il rapporto del CSPP dal titolo *Principi fondamentali per sistemi di pagamento di importanza sistemica*, pubblicato nel sito Internet della BRI.

3) Un sistema di pagamento viene considerato di importanza sistemica se malfunzionamenti che si generano al suo interno sono potenzialmente in grado di innescare o trasmettere turbative al sistema finanziario nel suo complesso. L'Eurosistema ritiene che qualsiasi sistema di pagamento di importo rilevante operante in euro debba considerarsi di importanza sistemica.

## Tavola 2 Principali risultati conseguiti dalla BCE/dall'Eurosistema in materia di sorveglianza (continua)

del settore finanziario (*Financial Sector Assessment Program*, FSAP) del Fondo monetario. Nel settore dei sistemi di pagamento sono stati valutati Target ed Euro 1<sup>4)</sup>.

Prima dell'entrata in funzione del sistema CLS nel 2002 la BCE, unitamente ad altre banche centrali dei paesi le cui valute sarebbero state regolate in tale sistema, ha svolto una valutazione congiunta dei rischi di CLS. A seguito dell'esito positivo della valutazione, la BCE ha approvato l'inclusione dell'euro in CLS.

Nel corso del 2003 diciannove sistemi di pagamento di importo rilevante in euro, incluse tutte le componenti di Target, sono stati valutati sulla base dei Principi fondamentali. I risultati di tale esercizio sono stati pubblicati nel 2004 sul sito Internet della BCE<sup>5)</sup>.

Agli inizi del 2005 le autorità responsabili della sorveglianza su Target hanno condotto un esercizio di valutazione di SORBNET-EURO, il sistema di regolamento lordo in tempo reale (*real-time gross settlement*, RTGS) in euro della Narodowy Bank Polski, in vista della sua possibile connessione a Target attraverso il sistema BI-REL della Banca d'Italia.

Nell'agosto 2005 sono stati presentati nel sito Internet della BCE i risultati di una valutazione comparata ai fini di sorveglianza condotta su quindici sistemi di pagamento al dettaglio in euro sulla base dei Principi fondamentali applicabili.

Nel 2006 è stata effettuato un esame approfondito dell'impatto della connessione del sistema RTGS della Eesti Pank a Target attraverso il sistema BI-REL ai fini di sorveglianza.

Prima del suo avvio nel novembre 2007, il progetto Target2 è stato sottoposto a una valutazione esaustiva ai fini di sorveglianza sulla base dei Principi fondamentali. La pubblicazione della versione definitiva del rapporto è prevista nel corso del 2009.

### Altre attività principali

In collaborazione con le BCN è stata periodicamente predisposta una pubblicazione della BCE sui sistemi di pagamento nell'Unione europea (*Payment systems in the European Union*, anche nota come "libro blu" corredata di un allegato contenente dati statistici dettagliati su tali sistemi) che contiene una descrizione esaustiva dei vari sistemi di pagamento e regolamento delle operazioni in titoli all'interno dei paesi dell'UE. L'ultima edizione, ossia la quarta, è apparsa nel 2007.

La funzione di sorveglianza ha tenuto sotto stretta osservazione gli sviluppi in atto nel settore dei servizi di corrispondenza bancari. Vengono effettuate indagini periodiche (l'ultima risale al 2005) su un campione di banche al fine di valutare le caratteristiche di questo specifico settore degli accordi di pagamento nella prospettiva del rischio sistemico. Data la riservatezza dei dati forniti dalle banche, i risultati sono accessibili ai soli partecipanti.

Nel 2007 è stata sviluppata una nuova metodologia comune per la sorveglianza sui sistemi di pagamento in euro di importanza sistemica e rilevanza preminente che rivede la precedente. La versione definitiva di tale metodologia è stata resa pubblica nel mese di novembre sul sito Internet della BCE dopo una consultazione pubblica svolta nella seconda metà dell'anno.

4) Pubblicati nel sito Internet dell'FMI nell'ottobre 2001.

5) Cfr. il rapporto dal titolo *Assessment of euro large-value payment systems against the Core Principles* concernente la valutazione dei sistemi di pagamento in euro di importo rilevante in base ai Principi fondamentali.

strutture di mercato, nonché nelle interrelazioni fra loro, devono essere rispecchiate dalle politiche e dalle attività di sorveglianza delle banche centrali. Gli ultimi dieci anni hanno mostrato che la funzione di sorveglianza della BCE, in stretta collaborazione con le banche centrali nazionali dell'Eurosistema e del SEBC, è riuscita a far fronte a queste sfide anche a livello internazionale. Le politiche e gli standard di sorveglianza hanno contribuito a sistemi di pagamento e di regolamento affidabili ed efficienti. La stretta interazione fra gli organi di sorveglianza, i gestori dei sistemi e i partecipanti coinvolti ha concorso in misura significativa all'accettazione delle politiche e degli standard di sorveglianza adottati dall'Eurosistema e alla loro ordinata attuazione da parte dei soggetti sottoposti alla sorveglianza.



Nel quadro degli sviluppi futuri gli organi di sorveglianza della BCE e dell'Eurosistema, oltre a continuare la sorveglianza sulle infrastrutture del mercato in euro, prevedono fra l'altro di dedicarsi alle questioni seguenti: (i) un ulteriore miglioramento della trasparenza rispetto agli obiettivi e alle attività di sorveglianza aggiornando la dichiarazione pubblica dell'Eurosistema sulla politica in materia di sorveglianza del giugno 2000 e pubblicando un rapporto periodico sulla sorveglianza; (ii) un ulteriore contributo all'attività svolta dal gruppo di lavoro SEBC-CESR; (iii) la partecipazione alle consultazioni del gruppo che si occupa delle tematiche di sorveglianza cooperativa su CLS e SWIFT; (iv) un lavoro congiunto con altre banche centrali dell'UE nel settore della continuità operativa; (v) lo sviluppo di un quadro di riferimento per la sorveglianza in base al rischio. Considerando la costante integrazione dei mercati finanziari e delle infrastrutture di mercato, soprattutto nell'area dell'euro ma anche a livello mondiale, la BCE continuerà ad attribuire grande importanza alla stretta collaborazione fra gli organi di sorveglianza all'interno dell'Eurosistema e del SEBC, nonché fra gli organi di sorveglianza e altre autorità pubbliche competenti, come le autorità di vigilanza bancaria e quelle di regolamentazione dei valori mobiliari.

Alcune priorità future

## CARATTERISTICHE ESSENZIALI DELL'AREA DELL'EURO\*

|                                            |  |  |  |  |
|--------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| Popolazione (milioni di abitanti)          | 319                                                                                | 495                                                                                 | 302                                                                                 | 128                                                                                 |
| PIL (PPA, migliaia di miliardi di €)       | 8,9                                                                                | 12,6                                                                                | 12,0                                                                                | 3,7                                                                                 |
| PIL pro capite (PPA, migliaia di €)        | 27,8                                                                               | 25,4                                                                                | 39,6                                                                                | 29,0                                                                                |
| Quota del PIL mondiale (PPA, %)            | 16,1                                                                               | 22,7                                                                                | 21,3                                                                                | 6,6                                                                                 |
| Esportazioni (beni e servizi, % del PIL)** | 22,6                                                                               | 14,2                                                                                | 11,8                                                                                | 18,4                                                                                |
| Investimenti fissi lordi (% del PIL)       | 21,7                                                                               | 21,2                                                                                | 18,7                                                                                | 23,3                                                                                |
| Risparmio lordo (% del PIL)                | 22,5                                                                               | 20,8                                                                                | 13,4                                                                                | 29,6                                                                                |

\* 2007 \*\* Il dato relativo all'area dell'euro non include Cipro e Malta.  
 Fonti per l'area dell'euro e l'UE: BCE, Eurostat, dati nazionali, calcoli dell'FMI e della BCE; per gli Stati Uniti e il Giappone: fonti nazionali, FMI.

## 8 LE STATISTICHE

*La disponibilità di statistiche di qualità elevata è essenziale per l'attività di analisi, gli studi e i processi decisionali condotti dalla Banca centrale europea ai fini della politica monetaria. Molte delle funzioni della BCE, descritte nei capitoli precedenti, non potrebbero essere svolte in modo appropriato senza il supporto di informazioni tempestive, affidabili e coerenti. Inoltre i dati statistici della BCE costituiscono un utile strumento per categorie quali gli analisti dei mercati finanziari e gli esponenti del mondo accademico, nonché per il pubblico in generale; agevolano la comprensione delle decisioni adottate dal Consiglio direttivo e possono essere di ausilio ai cittadini nell'assunzione di decisioni di investimento e di prestito corrette.*

*Per conseguire il suo obiettivo primario di mantenere la stabilità dei prezzi nell'area dell'euro, la BCE deve disporre di una gamma di statistiche monetarie, finanziarie ed economiche di alta qualità, tra cui una misura accurata dell'andamento dei prezzi su base aggregata. Un quadro preciso della situazione economica corrente e della struttura dell'economia dell'area costituisce un presupposto necessario per assicurare l'efficace analisi e conduzione della politica monetaria. Agli inizi la disponibilità di dati relativi all'intera area dell'euro era scarsa; nei dieci anni appena trascorsi si è quindi lavorato con impegno per compilare nuove statistiche e migliorare quelle già esistenti, in termini di armonizzazione dei concetti, frequenza e tempestività.*

*L'attività statistica svolta a livello europeo ha beneficiato della stretta collaborazione tra la BCE e l'Eurostat, alle quali sono affidate rispettivamente le statistiche monetarie e finanziarie e le statistiche economiche generali. Queste ultime includono l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), che rappresenta il parametro di riferimento utilizzato dalla BCE per valutare la stabilità dei prezzi. Le statistiche sull'estero (bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero) e i conti dell'area dell'euro sono di competenza condivisa della BCE e dell'Eurostat<sup>1)</sup>.*

*Nell'ultimo decennio sono stati compiuti notevoli progressi nel settore delle statistiche europee, ossia prodotte dal SEBC o dall'Eurostat e dagli istituti nazionali di statistica, sul piano sia della disponibilità sia della qualità. L'ampio volume di dati ora fruibile presso la BCE è stato inoltre integrato in un unico quadro di riferimento che offre una rappresentazione coerente delle interrelazioni tra le operazioni e le posizioni dei diversi soggetti, classificati in base al ruolo svolto nell'economia (ad esempio famiglie, società non finanziarie, società finanziarie e settore pubblico). Questi dati, i cosiddetti "conti dell'area dell'euro", forniscono una visione esaustiva degli andamenti economici e finanziari dell'area su base trimestrale.*

*La sezione 8.1 verte sull'elaborazione da parte della BCE di statistiche monetarie, finanziarie e sull'estero per l'area dell'euro affidabili e tempestive, per finalità decisionali, di analisi, ricerca e comunicazione; la sezione 8.2 prende in esame le statistiche economiche compilate dall'Eurostat; la sezione 8.3 illustra gli standard qualitativi applicati dalla BCE nella produzione delle proprie statistiche; infine, la sezione 8.4 prospetta i futuri sviluppi.*

### 8.1 LE STATISTICHE DELLA BCE

Nella metà degli anni novanta, la preparazione delle statistiche dell'area dell'euro ha richiesto un impegno considerevole, poiché le informazioni allora disponibili presentavano lacune e

**Negli ultimi dieci anni la disponibilità di statistiche per l'area dell'euro è notevolmente aumentata**

**Stretta collaborazione tra la BCE e l'Eurostat**

**Inizialmente molte imperfezioni e scarsa standardizzazione**

1) Maggiori informazioni sulla ripartizione dei compiti in ambito statistico a livello europeo sono reperibili nel *Memorandum of Understanding on economic and financial statistics between the Directorate General Statistics of the ECB (DG Statistics) and the Statistical Office of the European Communities (Eurostat)*, all'indirizzo [http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en\\_mou\\_with\\_eurostat1.pdf](http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_mou_with_eurostat1.pdf).

**Le statistiche monetarie, finanziarie e di bilancia dei pagamenti sono state costantemente affinate**

punti deboli significativi<sup>2)</sup>. Persino i concetti, le definizioni e le classificazioni alla base delle statistiche erano tutt'altro che standardizzati.

L'insieme iniziale delle statistiche sull'area dell'euro a disposizione della BCE nel 1999 si componeva degli elementi essenziali: i bilanci armonizzati delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM), sulla base dei quali si potevano calcolare gli aggregati monetari e le principali contropartite della moneta (inclusi i prestiti delle IFM); una serie limitata di tassi di interesse al dettaglio non armonizzati; alcuni dati sui mercati finanziari ottenuti da fonti commerciali e le voci fondamentali della bilancia dei pagamenti, mentre non esisteva una scomposizione geografica delle controparti. A complemento di tali informazioni vi erano unicamente le statistiche annuali di finanza pubblica e una gamma ristretta di dati annuali su risparmio, investimento e finanziamento nella nuova area monetaria. Nella maggior parte dei casi le serie temporali coprivano periodi molto brevi.

Nel novembre 1999 sono state aggiunte statistiche sull'emissione di titoli da parte del settore pubblico e delle società finanziarie e non finanziarie dell'area dell'euro. Agli inizi del 2003 le informazioni sui bilanci delle IFM sono state integrate con scomposizioni più dettagliate degli strumenti, delle scadenze e delle controparti. Allo stesso tempo sono stati introdotti dati armonizzati sui tassi di interesse praticati dalle IFM, disaggregati per scadenza e finalità dei depositi e dei prestiti. Nel prossimo futuro saranno armonizzate le statistiche sui fondi di investimento, così da coprire l'intera area dell'euro e da essere di migliore fruibilità per gli utenti. La BCE ha assunto la competenza, precedentemente affidata all'Eurostat, di pubblicare le curve giornaliere dei rendimenti dei titoli emessi dalle amministrazioni centrali dell'area.

Per quanto riguarda le statistiche sull'estero, la BCE ha gradualmente ampliato l'insieme dei dati di bilancia dei pagamenti (b.d.p.) per l'area dell'euro, fornendo un maggior numero di dettagli, una rilevazione separata di debiti e crediti nonché una scomposizione geografica delle principali controparti (ad esempio Stati Uniti, Regno Unito, paesi dell'UE non appartenenti all'area, Giappone e Cina). Attualmente la BCE pubblica con frequenza trimestrale anche una posizione patrimoniale sull'estero (p.p.e.), che può essere considerata il bilancio finanziario dell'intera area, e una scomposizione delle relative variazioni (oltre alle operazioni di b.d.p., riguardanti soprattutto variazioni da valutazione di attività e passività finanziarie imputabili all'andamento dei prezzi e dei tassi di cambio). Sono state altresì rese disponibili statistiche sul tasso di cambio effettivo nominale e reale e sul ruolo internazionale dell'euro, recentemente integrate con indicatori mensili e armonizzati di competitività nazionale, calcolati sulla base degli indici dei prezzi al consumo.

Vengono inoltre compilati un'ampia gamma di statistiche e di indicatori per valutare l'evoluzione dei mercati finanziari, l'integrazione finanziaria in Europa, la stabilità finanziaria complessiva e del settore bancario dell'UE, lo sviluppo dei pagamenti e delle relative infrastrutture e lo scambio, la compensazione e il regolamento delle operazioni in titoli.

**Nel 2007 sono stati pubblicati i primi conti dell'area dell'euro**

Nel giugno 2007 è stato raggiunto un traguardo rilevante con la pubblicazione congiunta da parte della BCE e dell'Eurostat dei primi conti economici e finanziari trimestrali integrati dell'area dell'euro per settore istituzionale<sup>3)</sup>. Tali conti, che si possono considerare la "contabilità nazionale"

2) Per ulteriori informazioni sull'elaborazione delle statistiche per l'area dell'euro cfr. Bull, Peter (2004), *The Development of Statistics for Economic and Monetary Union*, all'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/developmentstatisticsemu200406en.pdf>.

3) Cfr. l'articolo contenuto nel *Bollettino mensile della BCE* di novembre 2007.

dell'area dell'euro, offrono un quadro completo e coerente degli andamenti finanziari ed economici al suo interno e delle interrelazioni tra i diversi settori (famiglie, imprese e amministrazioni pubbliche) nonché con il resto del mondo. La piena integrazione e la pressoché completa coerenza dei dati, unitamente alla loro elaborazione congiunta e simultanea su base trimestrale da parte di due istituzioni (BCE ed Eurostat), rappresentano un'impresa senza precedenti<sup>4)</sup>.

## 8.2 ALTRE STATISTICHE ECONOMICHE

Prima dell'avvio dell'Unione economica e monetaria l'Eurostat, in collaborazione con gli istituti nazionali di statistica, aveva messo a punto lo IAPC come indice armonizzato dei prezzi, nonché statistiche relative a prezzi, costi, mercati del lavoro e altre variabili economiche; per l'area dell'euro era disponibile un insieme limitato di dati di contabilità nazionale. Queste informazioni non erano fornite in tempi sufficientemente brevi a supporto della politica monetaria. Successivamente le statistiche Eurostat rilevanti per l'area dell'euro hanno registrato un significativo miglioramento in termini di tempestività dei dati, soprattutto con l'adozione del piano d'azione per le statistiche dell'UEM da parte del Consiglio Ecofin nel 2000 e la compilazione di un elenco dei principali indicatori economici europei (*Principal European Economic Indicators*, PIEE) mensili e trimestrali nel 2002. Ad esempio, la pronta elaborazione di stime rapide per lo IAPC e le variazioni trimestrali di volume del PIL, di cui tengono conto la politica monetaria e le analisi economiche, costituisce un importante risultato. Inoltre, la gamma disponibile di statistiche di finanza pubblica, annuali e trimestrali, è stata ampliata in misura significativa e gli standard metodologici sono stati affinati in ogni settore.

È tuttavia necessario predisporre nuove statistiche e incrementare la frequenza e/o la qualità di quelle già esistenti<sup>5)</sup>. Occorre compiere progressi soprattutto nell'ambito dei servizi, dei mercati del lavoro (integrando i dati nei conti nazionali a beneficio dell'analisi della crescita e della produttività) e dei mercati immobiliari, ma anche altri settori richiedono maggiore tempestività e qualità dei dati. Ciò potrebbe comportare un più stretto coordinamento tra gli istituti di statistica europei nella pubblicazione dei dati nazionali, per conseguire gli obiettivi di tempestività stabiliti a livello europeo e applicare le politiche di revisione armonizzate. Riveste infine cruciale importanza una comunicazione adeguata delle statistiche, con particolare riferimento allo IAPC (cfr. riquadro 1).

### Riquadro 1

#### IL RUOLO DELL'INDICE ARMONIZZATO DEI PREZZI AL CONSUMO

Per conseguire l'obiettivo primario di mantenere la stabilità dei prezzi, la BCE deve disporre di statistiche di qualità elevata sull'andamento di questi ultimi. A tal fine ha assegnato un ruolo preminente all'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro, elaborato con frequenza mensile dall'Eurostat. Lo IAPC viene anche utilizzato per valutare se altri paesi dell'Unione europea siano pronti ad adottare l'euro come loro moneta; di fatto, si compilano indici armonizzati dei prezzi al consumo per tutti gli Stati membri dell'UE.

**Sono stati compiuti progressi significativi, ma restano ancora sfide da affrontare**

**Occorrono ulteriori miglioramenti in termini di tempestività e qualità dei dati**

**Lo IAPC è un indicatore della stabilità dei prezzi di alta qualità**

4) Per una rassegna completa delle statistiche disponibili e compilate dalla BCE, cfr. BCE (2008), *ECB Statistics: An Overview*.  
5) Cfr. Comitato economico e finanziario, *EFC 2007 Status Report on Information Requirements in EMU*, ottobre 2007, all'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/statusreport2007.pdf>.

**Lo IAPC viene compilato sulla base di 1,7 milioni di rilevazioni mensili**

Lo IAPC coglie le variazioni dei prezzi in relazione alla spesa per consumi in beni e servizi di tutte le famiglie e fornisce una valida misura dell'inflazione al consumo, calcolata conformemente ai migliori standard internazionali. Lo IAPC per l'area dell'euro viene compilato sulla base di oltre 1,7 milioni di rilevazioni mensili dei prezzi di beni e servizi presso 200 mila punti vendita in circa 1.500 città di tutta l'area dell'euro.

**Vi è margine per un'ulteriore armonizzazione**

Per ogni prodotto i prezzi vengono raccolti presso punti vendita differenti in diverse regioni. Ad esempio, la componente relativa ai libri tiene conto di varie tipologie di pubblicazioni (opere di narrativa, di saggistica, di consultazione ecc.) vendute nelle librerie, nei supermercati e da fornitori operanti in Internet. Ai gruppi di prodotti inclusi nell'indice è attribuito un coefficiente di ponderazione in ragione della rilevanza relativa che assumono nella spesa per consumi totale delle famiglie. Tali coefficienti sono aggiornati periodicamente per cogliere i cambiamenti delle abitudini di spesa nel tempo e assicurare la rappresentatività dell'indice. Si è lavorato con grande impegno per conseguire un trattamento armonizzato di voci complesse, quali i prezzi dei servizi assicurativi, sanitari e di istruzione, e includere beni e servizi nuovi o sostanzialmente modificati.

Resta sempre un margine di miglioramento. Una delle priorità è conseguire una maggiore armonizzazione nel trattamento delle variazioni di qualità dei beni e servizi. Ad esempio, una casa automobilistica può aggiungere al nuovo modello di un'autovettura dispositivi di sicurezza supplementari, come gli airbag, aumentandone nel contempo il prezzo. Per valutare correttamente la pura variazione di prezzo è necessario stimare in quale misura il rincaro rifletta il miglioramento qualitativo apportato con l'installazione degli airbag. Sono attualmente in fase di sviluppo e ulteriore armonizzazione i metodi di aggiustamento utilizzati nei vari paesi per tenere conto della qualità. Un'altra priorità riguarda il trattamento delle abitazioni occupate dai proprietari. Mentre le variazioni dei canoni di affitto a carico degli inquilini sono comprese nello IAPC, la maggior parte delle spese che le famiglie devono sostenere in relazione alle abitazioni di proprietà non viene considerata. Poiché la percentuale delle famiglie che possiedono o affittano un'abitazione varia considerevolmente all'interno dell'area dell'euro, l'inclusione delle abitazioni occupate dai proprietari accrescerebbe sia la copertura sia la comparabilità dello IAPC tra i paesi dell'area.

### **8.3 QUADRO DI RIFERIMENTO PER LA COMPILAZIONE DI STATISTICHE DI QUALITÀ ELEVATA**

**Le statistiche hanno numerose finalità e molti utenti**

Ai fini della politica monetaria, l'alta qualità delle statistiche è essenziale per i processi analitici, decisionali e di comunicazione della BCE. All'interno dell'UE il livello qualitativo, l'affidabilità e l'imparzialità dei dati rivestono particolare rilevanza poiché questi vengono utilizzati dalle autorità nazionali. La verifica dell'ottemperanza al Patto di stabilità e crescita, le decisioni sugli allargamenti dell'area dell'euro e i contributi nazionali al bilancio e alla politica regionale dell'UE dipendono dall'elevata qualità delle informazioni statistiche su cui si fondano.

**Qualità e governance rivestono la massima importanza nel campo delle statistiche**

Le statistiche della BCE si conformano a standard ampiamente condivisi a livello europeo e mondiale; la BCE partecipa attivamente al loro sviluppo (ad esempio nell'ambito del Sistema dei conti nazionali, del Sistema europeo dei conti e del Manuale della bilancia dei pagamenti) e, in generale, opera in stretta collaborazione con le organizzazioni internazionali competenti (Commissione europea, FMI, BRI, OCSE e ONU) al fine di perseguire l'armonizzazione mondiale degli standard e delle definizioni per le statistiche economiche e finanziarie.



A segnalare l'importanza della qualità e della governance in campo statistico, nel 2007 è stata pubblicata la *Dichiarazione pubblica di impegno in relazione alla funzione statistica del SEBC*, ove si pone in risalto il ruolo delle good practices, degli standard etici e della cooperazione nel rispetto dei principi di imparzialità, indipendenza scientifica, efficacia in termini di costi, riservatezza delle informazioni, imposizione di oneri non eccessivi sui dichiaranti ed elevata qualità dei dati prodotti. Il documento *ECB Statistics Quality Framework*, diffuso nel 2008, approfondisce i principi qualitativi alla base dell'elaborazione delle statistiche della BCE.

Un dialogo regolare tra gli utenti e i compilatori delle statistiche, il rispetto degli standard statistici mondiali nonché il chiaro impegno a fornire dati di alta qualità e ad assicurare una buona governance sono cruciali ai fini della produzione di statistiche per l'area dell'euro che rispondano alle esigenze dei responsabili della politica monetaria presso la BCE. Per conseguire un equilibrio tra le necessità degli utilizzatori delle statistiche e gli oneri ad esse associati, le decisioni riguardo all'elaborazione di statistiche nuove o considerevolmente affinate da parte della BCE si fondano sempre su una valutazione sistematica dei benefici e dei costi aggiuntivi.

Sebbene all'attività statistica corrisponda meno del 2 per cento del carico amministrativo complessivo, i responsabili a livello europeo si impegnano a minimizzare gli oneri imposti ai partecipanti alle indagini. Una soluzione consiste nell'effettuare un'unica raccolta dei dati e nella loro condivisione tra le autorità statistiche che ne hanno necessità, nel rispetto di standard di stretta riservatezza. Ciò potrebbe richiedere modifiche normative nonché una collaborazione efficace tra la BCE e le banche centrali nazionali, gli istituti nazionali di statistica e le autorità di vigilanza finanziaria. Nel contempo va riconosciuto che la produzione di statistiche di alta qualità non può prescindere dalla conduzione di un elevato numero di indagini campionarie.

Un altro aspetto qualitativo rilevante riguarda l'accessibilità delle statistiche predisposte e diffuse dalla BCE. Nell'ultimo decennio sono stati apportati considerevoli miglioramenti in questo campo: la sezione statistica del *Bollettino mensile* è stata ampliata notevolmente, lo *Statistics Pocket Book* fornisce ogni mese le informazioni principali in un pratico formato tascabile e attualmente la BCE pubblica circa settanta comunicati stampa all'anno in materia statistica. Tuttavia, il principale passo avanti verso una maggiore accessibilità delle informazioni è stato compiuto nel 2006 con l'inaugurazione dello *Statistical Data Warehouse*<sup>6)</sup>, un archivio consultabile dal sito Internet della BCE che consente di scaricare direttamente i dati a titolo gratuito e al quale accedono attualmente circa 250 mila utenti distinti ogni anno.

#### 8.4 BILANCIO E FUTURI SVILUPPI

La disponibilità e la tempestività delle statistiche della BCE sono state significativamente migliorate nel corso del tempo, conseguendo un livello comparabile a quello raggiunto in altre grandi aree valutarie. Ciò nonostante occorre apportare ulteriori miglioramenti. Sono attualmente in fase di sviluppo: 1) conti economici per l'area dell'euro più tempestivi, completi e coerenti, 2) statistiche armonizzate sulle società di assicurazione e sui fondi pensione, 3) statistiche più esaustive sulla cartolarizzazione delle attività. È inoltre necessario affinare la misurazione del trasferimento del rischio di credito.

È necessario trovare  
un equilibrio tra la domanda  
degli utilizzatori...

...e gli oneri di segnalazione

Sono necessari ulteriori  
miglioramenti nella raccolta  
e nella compilazione  
delle statistiche...

6) Per maggiori informazioni cfr. <http://sdw.ecb.europa.eu/>.

...nonché una stretta  
collaborazione tra tutte  
le parti interessate

In generale, le statistiche della BCE dovrebbero continuare a rispondere alle esigenze in continua evoluzione degli utenti e a riflettere i contesti economici e finanziari più recenti. Processi quali la globalizzazione, l'integrazione e l'innovazione finanziaria devono altresì trovare riscontro nelle statistiche aggregate.

Il Consiglio direttivo ha pertanto elaborato una visione strategica che dovrebbe potenziare ulteriormente l'efficacia e l'efficienza della raccolta e della compilazione delle statistiche dell'area dell'euro. Ciò comporta, tra l'altro, una collaborazione ancora più stretta tra le strutture competenti delle BCN e della BCE nonché tra queste e i partner esterni, quali istituti di statistica, autorità di vigilanza e rappresentanti del settore finanziario. La conseguente maggiore efficienza potrebbe permettere di colmare le lacune che ancora sussistono nelle statistiche della BCE.

## BANCONOTE IN EURO



## MONETE IN EURO





## 9 BANCONOTE IN EURO – UN SIMBOLO TANGIBILE DI INTEGRAZIONE



*L'euro è nato ufficialmente nel 1999 come unità di cambio e come valuta sui mercati finanziari e valutari. Per la generalità del pubblico, tuttavia, è arrivato il 1° gennaio 2002, quando sono state introdotte le banconote e le monete. In tale periodo di transizione di tre anni sono stati prodotti i volumi iniziali di oltre 15 miliardi di banconote in euro, una quantità sufficiente a coprire 15.000 campi di calcio, nonché 52 miliardi di monete in euro. Questo simbolo tangibile dell'integrazione economica e monetaria è oramai nelle tasche di tutti. La sua storia è però cominciata dieci anni prima dell'effettiva sostituzione del contante<sup>1)</sup>.*

**Tre anni per produrre  
il contante in euro**

*Questo capitolo si articola nel modo seguente: la sezione 9.1 presenta in sintesi la storia delle banconote in euro, la sezione 9.2 passa in rassegna le principali fasi della sostituzione del contante, la sezione 9.3 fornisce alcune statistiche, la sezione 9.4 esamina la gestione valutaria e la sezione 9.5 tratta della seconda serie di banconote attualmente in preparazione.*

### 9.1 LE BANCONOTE IN EURO: UNA BREVE STORIA

Nel 1995 il Consiglio europeo ha concordato di chiamare la moneta unica europea “euro”. Tuttavia, a insaputa dei più, i preparativi per le banconote in euro erano cominciati tre anni prima con l'analisi di alcune questioni fondamentali. Nel 1994 il Consiglio dell'Istituto monetario europeo (IME) decise in merito a una sequenza per i tagli delle banconote di 1:2:5 (ossia 10, 20 e 50 euro), che fu applicata anche alle monete in euro (1, 2 e 5 centesimi). Il sistema è decimale, semplifica i calcoli e riduce al minimo il numero delle banconote necessarie per il pagamento di qualsiasi importo. La maggior parte delle valute del mondo segue questa sequenza di tagli.

**I tagli semplificano la gestione**

I valori dei tagli delle banconote in euro sono basati su quelli preesistenti per le valute nazionali. Il taglio più elevato è stato fissato a 500 euro, tenendo conto del fatto che banconote con un valore compreso tra 200 e 500 euro erano emesse in Belgio, Germania, Italia, Lussemburgo, nei Paesi Bassi e in Austria. Il taglio minimo è stato fissato a 5 euro.

L'opzione di avere banconote da 1 e 2 euro è stata altresì considerata, in seguito a richieste per la loro introduzione. La BCE ha studiato attentamente tale richiesta e ha consultato i soggetti coinvolti nel ciclo del contante, tra cui le associazioni europee delle banche e del commercio al dettaglio, ma ha concluso che non vi è necessità di banconote di taglio così piccolo. Di fatto, banconote di piccolo taglio – come le banconote da 1 e 2 euro – complicherebbero la gestione del contante e porterebbero a un calo della qualità complessiva delle banconote in circolazione, in quanto sarebbero utilizzate come resto per piccoli acquisti, benché le monete siano più pratiche a tal fine. Inoltre, i sondaggi pubblici hanno dimostrato che solo un terzo della popolazione dell'area dell'euro vorrebbe utilizzare tale tipo di banconote. Nel 2004 il Consiglio direttivo ha deciso di mantenere invariata la struttura dei tagli sia per la prima sia per la seconda serie di banconote in euro.

**Banconote di piccolo taglio:  
troppo costose**

Agli inizi del 1996 l'IME ha organizzato un concorso per la selezione del disegno sulla base delle specifiche preliminari delle banconote. Nel dicembre dello stesso anno il Consiglio dell'IME ha selezionato come serie vincitrice tra i disegni quella sul tema “Epoche e stili d'Europa”. Prima della sua selezione, il disegno che si è aggiudicato il concorso era stato inserito in una rosa ristretta di disegni prescelti da una giuria di esperti indipendenti di marketing, design e storia dell'arte ed era stato testato da un'indagine rappresentativa a livello di intera area del-

1) Cfr. *How the euro became our money*, BCE 2007.

**Banconote identiche riducono i costi e semplificano la gestione della valuta**

l'euro. I disegni delle banconote in euro non contengono deliberatamente alcuna connotazione nazionale – sono veramente europei <sup>2)</sup>.

L'inclusione di elementi nazionali nelle banconote, quali capi di Stato o monarchi, era stata considerata ma è stata in ultimo scartata per vari motivi. Era più semplice e più efficiente produrre banconote in euro identiche e, per le BCN, gestire i relativi stock di banconote. Le banconote devono essere liberamente scambiabili in tutta l'area dell'euro. Questa intercambiabilità consente di sostituire bassi stock di banconote presso una BCN con stock eccedenti presso un'altra BCN e non crea l'impressione che un paese stia "inondando" un altro paese con le "sue" banconote contenenti i simboli nazionali. Inoltre, era stato concordato di non riportare le banconote che erano state ritirate dalla circolazione alla banca centrale emittente. Un altro motivo per l'esclusione di elementi nazionali era il meccanismo di produzione in "pooling" delle banconote a partire dal 2002, in base a cui in linea di principio un dato taglio viene prodotto soltanto da due-quattro BCN, ottenendo così economie di scala. Questa suddivisione del lavoro sarebbe altresì meno efficiente se le banconote non fossero liberamente intercambiabili.

La produzione su larga scala delle banconote è iniziata già a metà 1999 dopo diversi collaudi di stampa e aggiustamenti alle specifiche iniziali. Nei periodi di picco, le 15 stamperie coinvolte producevano 400 banconote al secondo.

## **9.2 LA SOSTITUZIONE DEL CONTANTE IN EURO <sup>3)</sup>**

**Sostituzione del contante in euro: ordinata e rapida...**

La sostituzione di tutte le banconote e monete in circolazione per oltre 300 milioni di persone in un periodo di tempo molto breve era un'operazione logistica senza precedenti. Il successo di tale operazione poteva essere garantito solo tramite uno stretto coordinamento e cooperazione tra tutte le parti coinvolte. Pertanto, vi è stato un forte coinvolgimento nei preparativi fin dal 1997 di istituzioni dell'UE, autorità nazionali, istituzioni creditizie, società di trasporto valori, esercizi commerciali al dettaglio e imprese che producono e gestiscono distributori automatici. Al fine di coordinare le attività nazionali di sostituzione e di reagire rapidamente a eventuali incidenti, l'Eurosistema ha istituito il Comitato per il coordinamento della sostituzione del contante. All'inizio del 2002, 8 miliardi di banconote in euro e circa 38 miliardi di monete in euro hanno sostituito 6 miliardi di banconote nazionali e 29 miliardi di monete nazionali nell'arco di un periodo di tempo relativamente breve. Malgrado la difficoltà posta da tali enormi quantità, i membri dell'area dell'euro hanno concordato periodi molto brevi di doppia circolazione compresi tra quattro settimane e due mesi al fine di calmierare i costi. Per ridurre ulteriormente la costosa gestione simultanea di due valute, hanno altresì concordato di fare del proprio meglio affinché la maggior parte delle transazioni in contanti fosse effettuata in euro entro metà gennaio 2002. Di fatto, il 50% delle operazioni in contanti era già regolato nella nuova valuta una settimana dopo il suo lancio.

**...grazie alla distribuzione anticipata del contante e alla campagna di informazione**

L'ampia distribuzione anticipata del contante in euro alle banche, agli esercizi al dettaglio e ad altri operatori, iniziata nel settembre 2001, è stata essenziale per una rapida e ordinata sostituzione: ha assicurato che le risorse delle BCN e delle società di trasporto valori fossero ripartite più uniformemente e pertanto ha minimizzato le strozzature nella distribuzione di con-

2) Cfr. *Euro banknote design exhibition*, BCE 2003.

3) Cfr. *Evaluation of the 2002 cash changeover*, BCE 2002.



tante. L'Eurosistema ha offerto alle banche un incentivo per accumulare stock di banconote per tempo e per passarne una quota a determinate categorie di clientela introducendo il modello di addebito differito. Lo scopo era quello di neutralizzare per le banche il costo opportunità di detenere contante che non fruttava interessi. L'approccio è stato efficace: in termini di volumi, circa l'80% della domanda di banconote iniziale e il 97% del fabbisogno totale di monete per la sostituzione era stato distribuito prima del 1° gennaio 2002.

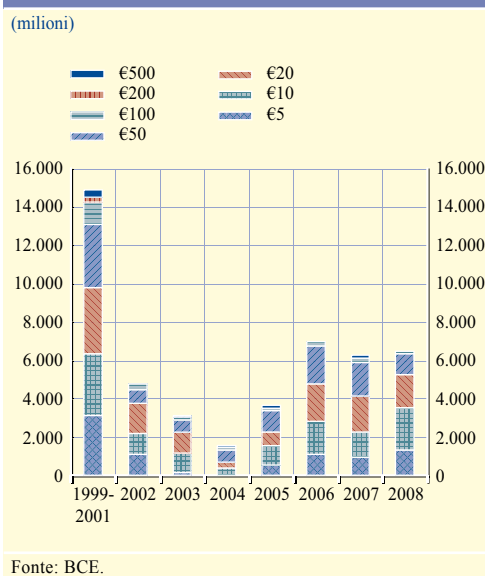
L'Eurosistema ha condotto una "Campagna di informazione Euro 2002" costata 80 milioni di euro e destinata al pubblico sia all'interno che all'esterno dell'area dell'euro. Oltre a fornire le informazioni sul contante in euro di per sé, ad esempio sui disegni e sulle caratteristiche di sicurezza delle banconote, la campagna ha coperto gli aspetti pratici della sostituzione al fine di incoraggiare la gente, ad esempio, a ridurre al minimo il contante detenuto nelle valute nazionali e a pagare con importi esatti, ove possibile, affinché il commercio al dettaglio non avesse bisogno di grandi quantità di spiccioli.

A differenza dei membri iniziali dell'area dell'euro, i paesi che vi hanno fatto accesso più di recente – la Slovenia nel gennaio 2007 e Cipro e Malta nel gennaio 2008 – hanno introdotto l'euro simultaneamente sia come contante sia come mezzo di pagamento elettronico. Pertanto, le BCN interessate non hanno avuto abbastanza tempo per procurarsi le necessarie banconote in euro dopo l'approvazione dell'adozione dell'euro da parte del paese. È quindi stato consentito loro di prendere in prestito banconote in euro dagli stock di banconote dell'Eurosistema a condizione che restituiscano tali banconote negli anni a venire. La BCE, in cooperazione con le varie BCN, ha condotto campagne di informazione analoghe alla campagna Euro 2002 al fine di consentire alle popolazioni della Slovenia, di Cipro e di Malta di familiarizzare con le banconote e monete in euro.

### 9.3 BANCONOTE IN CIRCOLAZIONE

Dopo la sostituzione del contante il numero di banconote in circolazione è aumentato più di quanto la quantità delle valute nazionali in circolazione avrebbe in precedenza suggerito. La forte crescita è stata principalmente dovuta alla ricostituzione delle riserve di circolante da parte sia di residenti che di non residenti nell'area dell'euro. Le banconote sono utilizzate come mezzo di pagamento, ma anche come riserva di valore. È pertanto probabile che i detentori di contante dell'area dell'euro abbiano modificato i propri stock di banconote in euro per via dei diversi tagli e che preferiscano i tagli più elevati ora disponibili. Ciò è ragionevole, in particolare in un contesto di tassi di interesse moderati e basse attese di inflazione. La forte crescita della moneta in circolazione in termini di valore è principalmente dovuta a tre tagli, quelli da 50, 100 e 500 euro. Tuttavia, il continuo calo dei tassi di crescita delle banconote in

**Figura 1 Volumi della produzione delle banconote in euro**

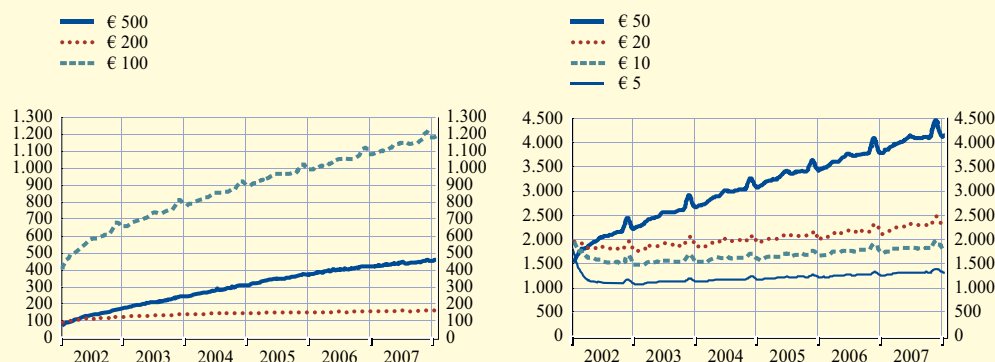


**I nuovi paesi dell'area dell'euro prendono inizialmente in prestito le banconote**

**L'utilizzo delle banconote in euro è in forte crescita**

**Figura 2 Banconote in euro in circolazione**

(milioni)



Fonte: BCE.

**Stock di banconote:  
equilibrati dai trasferimenti  
transfrontalieri**

euro di taglio elevato potrebbe indicare che questa modifica nel trend della domanda di valuta si sta lentamente esaurendo. Alla fine del 2007 circolavano circa 12 miliardi di banconote per un valore prossimo a 677 miliardi di euro. Il valore delle banconote in euro in circolazione era pertanto superiore a quello delle banconote in dollari statunitensi in circolazione, pari a circa 540 miliardi di euro a fine 2007, quando il tasso di cambio corrispondeva a 1,4721 dollari statunitensi per 1 euro. Coloro che utilizzano contanti al di fuori dell'area dell'euro hanno cominciato a detenere più banconote in euro rispetto ai precedenti stock di banconote nazionali per la maggiore convenienza a detenere l'euro. Si stima che la circolazione delle banconote in euro al di fuori dell'area, in termini di valore, sia pari a una quota compresa tra il 10 e il 20%, ma potenzialmente un importo più prossimo alla fascia superiore di tale intervallo.

#### 9.4 LA GESTIONE DEL CIRCOLANTE

Il coordinamento della gestione del circolante e dell'evoluzione delle banconote assicura che le banconote in euro siano prontamente accettate sia all'interno sia all'esterno dell'area dell'euro. Avere una valuta multinazionale significa che il contante è "spostato" da un paese all'altro, principalmente tramite il turismo, ma anche tramite i viaggi d'affari e mediante l'accumulo di contante, determinando sia carenze che eccedenze di determinati tagli di banconote. Questi squilibri sono corretti all'interno dell'area dell'euro dal sistema di gestione comune delle scorte dell'Eurosistema, che fissa livelli di riferimento per le scorte logistiche delle BCN e consente trasferimenti *ad hoc* dalle BCN con un'eccedenza di banconote a quelle con una carenza. Questo sistema di riequilibrio consente alle BCN di detenere minori scorte logistiche. Con l'aiuto di una banca dati, il *currency information system*, la BCE controlla il livello delle scorte logistiche, coordina il loro utilizzo transfrontaliero e paga i relativi trasferimenti.

**Le BCN verificano l'autenticità  
e la qualità delle banconote...**

La qualità delle banconote in euro si deteriora durante la circolazione poiché queste si logorano o si sporciano passando di mano in mano e i distributori automatici potrebbero ad esempio rifiutarle. Di conseguenza, il pubblico potrebbe perdere fiducia nelle banconote in euro come mezzo di pagamento ampiamente accettato. Per tale motivo l'Eurosistema deve mantenere l'integrità delle banconote, ossia assicurare che vi siano in circolazione solo banconote autentiche e di buona qualità. Le verifiche di autenticità e "idoneità" (qualità) vengono effettuate da ap-

parecchi di selezione delle banconote ad alta velocità, che verificano le varie caratteristiche di sicurezza e i criteri di idoneità, quali lo sporco, le lacerazioni e altri danni. A seconda dell'organizzazione del ciclo del contante a livello nazionale, le banconote restano in circolazione per periodi più lunghi in alcuni paesi. Quanto più a lungo le banconote restano in circolazione, tanto più si logorano e si sporcano. Il Consiglio direttivo ha pertanto deciso nel 2001 di fissare criteri d'idoneità minimi, affinché solo le banconote di determinata qualità vengano rimesse dalle BCN e tutte le altre vengano distrutte. L'Eurosistema tiene sotto attenta osservazione la qualità delle banconote in circolazione effettuando verifiche casuali ogni anno. L'Eurosistema mira a migliorare nel più lungo periodo la resistenza all'usura delle banconote in euro, ad esempio con un substrato o un rivestimento protettivo più resistente in particolare per le banconote di piccolo taglio, che sono più esposte a usura.

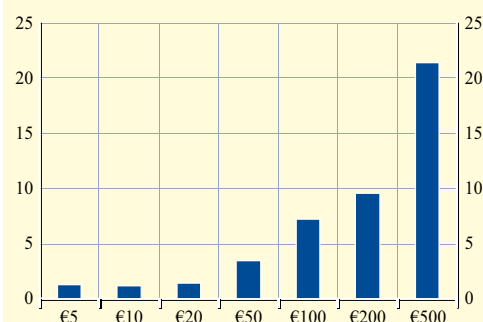
Nel 2004 il Consiglio direttivo ha adottato un "Quadro di riferimento per l'identificazione dei falsi e la selezione dei biglietti non più idonei alla circolazione da parte delle banche e di tutte le categorie professionali che operano con il contante", una serie di regole che disciplinano il "ricircolo" o "rimessa in circolazione" delle banconote. Questo richiede che le banche e gli altri gestori professionali del contante effettuino controlli di idoneità e di autenticità. Assicura che rimangano in circolazione banconote di sufficiente qualità qualora le banche decidano di reimmettere in circolazione le banconote che hanno ricevuto dai loro clienti anziché depositarle presso la propria banca centrale e riceverne di nuove.

Quest'opzione di ricircolo consente alle istituzioni creditizie e ad altri gestori professionali del contante di lavorare in modo più efficace ed efficiente in termini di costi poiché una minore quantità di contante deve essere trasportata alla banca centrale; in altri termini, il ciclo del contante è più breve. In base al quadro per il ricircolo del contante, le banconote che vengono rimesse in circolazione tramite distributori automatici di contante e altri dispositivi utilizzabili autonomamente dalla clientela devono essere verificate mediante apparecchiature di selezione e accettazione delle banconote che abbiano superato le apposite verifiche da parte di una banca centrale. Queste procedure di verifica richiedono che le apparecchiature identifichino e separino in modo automatico i falsi e le banconote non più idonee alla circolazione. Un elenco delle apparecchiature di selezione e accettazione delle banconote che hanno superato la verifica e che le banche devono utilizzare è fornito sul sito Internet della BCE.

...come pure gli istituti  
di credito e altri gestori  
professionali del contante

**Figura 3 Vita media delle banconote in euro**

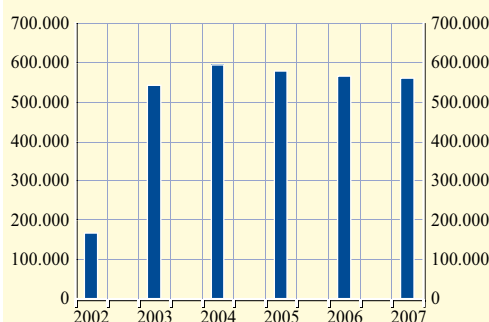
(anni)



Fonte: BCE.  
1) Al 31 dicembre 2007.

**Figura 4 Numero totale di banconote in euro contraffatte ritirate dalla circolazione**

(anni)



Fonte: BCE.

L'area a moneta unica  
richiede la convergenza  
dei servizi di cassa delle BCN

Dato che le banconote in euro sono utilizzate ovunque nell'area dell'euro, la maggiore convergenza dei servizi di cassa delle BCN concorre ad assicurare un'equa concorrenza per i soggetti coinvolti nel ciclo del contante, in particolare per le società di trasporto valori e le banche, e potrebbe consentire loro di trarre appieno i benefici di una valuta unica quando operano al di fuori dei confini nazionali. Un passo significativo verso la convergenza è stata la definizione dei servizi di contante, gratuiti e non, che le BCN offrono. Gli ultimi sviluppi riguardano l'erogazione di servizi di cassa da parte delle BCN alle istituzioni creditizie dell'area dell'euro, con sede al di fuori della loro giurisdizione, che ne facciano richiesta ("accesso remoto") e la possibilità per i clienti delle BCN di depositare monete in euro presso tutte le banche centrali dell'area dell'euro. L'Eurosistema sta ancora considerando una serie di ulteriori iniziative, quali requisiti comuni per lo scambio elettronico di dati con le istituzioni creditizie per depositi o prelievi di contante e standard comuni di confezionamento delle banconote ad uso delle BCN e dei loro clienti.

## 9.5 SECONDA SERIE DI BANCONOTE IN EURO

La seconda serie di banconote  
sarà lanciata nel gennaio 2011

Le banche centrali e le altre autorità monetarie aggiornano in genere le banconote dopo che queste sono state in circolazione per alcuni anni per contenere il rischio di contraffazione. Anche l'Eurosistema sta prendendo questa misura precauzionale e sta attualmente sviluppando una nuova serie di banconote in euro. Non si può dire che ci siano molti falsi: meno di 600.000 biglietti – una frazione minima dei 12 miliardi di banconote in circolazione – vengono ritirati in media ogni anno dalla circolazione e sono principalmente di qualità medio-bassa.

Il primo taglio della seconda serie dovrebbe essere messo in circolazione il 1° gennaio 2011 e sarà seguito dagli altri tagli su un orizzonte temporale di diversi anni. I disegni saranno un'evoluzione di quelli correnti, in quanto incorporeranno l'attuale tema "Epoche e stili d'Europa" nonché caratteristiche di sicurezza aggiornate e di facile utilizzo. I disegni e le caratteristiche della seconda serie, in termini di funzionalità, sono basati su una ricerca di mercato condotta presso il pubblico e i gestori professionali del contante, nonché su consultazioni con i principali soggetti coinvolti nel ciclo del contante. La BCE annuncerà con ampio anticipo quando l'attuale serie cesserà di avere corso legale, ossia quando non potrà più essere utilizzata per effettuare pagamenti. Tuttavia, le BCN cambieranno le banconote in euro della "vecchia" serie per un periodo di tempo illimitato.

Oggi l'euro è una valuta mondiale. Insieme alle banche centrali sue partner nell'Eurosistema, la BCE continuerà ad assicurare che le banconote in euro restino un mezzo di pagamento valido e apprezzato all'interno e all'esterno dell'area dell'euro.

## 10 OSSERVAZIONI CONCLUSIVE

Con la creazione dell'Unione economica e monetaria (UEM) si affermano in Europa un nuovo assetto istituzionale e un quadro unico per la conduzione della politica monetaria orientato al conseguimento della stabilità dei prezzi. La Banca centrale europea si colloca al centro di tale architettura. Questo numero speciale del *Bollettino mensile* celebra il decimo anniversario della BCE, ripercorrendo l'attività svolta dalla BCE e dall'Eurosistema e i risultati raggiunti durante lo scorso cruciale decennio. Per realizzare l'obiettivo primario di mantenere la stabilità dei prezzi la BCE deve svolgere una serie di compiti e attività; alcuni sono previsti dal Trattato sull'Unione europea, altri sono funzionali all'attuazione della politica monetaria unica.

Con l'introduzione dell'euro è stato necessario mettere a punto un assetto istituzionale adeguato all'UEM. L'impostazione che coniuga una conduzione accentrata della politica monetaria e il decentramento, seppur coordinato, delle politiche strutturali e di bilancio si è dimostrata nel complesso soddisfacente. Le procedure di coordinamento riflettono la maggiore interdipendenza fra i paesi dell'area dell'euro. Si è intensificato lo scambio di informazioni e analisi tra le istituzioni e gli organi dell'Unione europea (fra cui, ad esempio, il Parlamento europeo, il Consiglio Ecofin e l'Eurogruppo). D'altro canto, con il progredire dell'integrazione nell'area, le politiche definite a livello nazionale devono tenere nella dovuta considerazione le esigenze che emergono su scala comunitaria.

L'assetto realizzato per la conduzione della politica monetaria nell'area dell'euro presenta elementi di assoluta novità. Nel quadro istituzionale dell'UEM le competenze per la politica monetaria unica sono state trasferite alla BCE, che è stata investita di un chiaro mandato e resa indipendente da influenze politiche. Tale condizione implica indipendenza sul piano istituzionale, nonché personale, finanziario e funzionale e richiede un alto grado di trasparenza e responsabilità per il proprio operato, inclusi obblighi di rendiconto dinanzi al Parlamento europeo.

La strategia di politica monetaria della BCE assegna un ruolo di primo piano all'analisi monetaria. Le decisioni di politica monetaria sono prese dal Consiglio direttivo della BCE sulla base del comune patrimonio di esperienze e conoscenze. Nel decennio scorso questa impostazione collegiale si è dimostrata idonea al raggiungimento delle finalità dell'area dell'euro: il sistema ha funzionato bene sin dal primo giorno di attività, grazie anche alla competenza e all'impegno del personale dell'Eurosistema, e ha inoltre consentito di gestire l'allargamento con successo. Diversi elementi sono tuttavia in evoluzione in risposta al mutare delle esigenze, all'azione delle forze di mercato, ai miglioramenti apportati sul piano tecnico e organizzativo nonché all'attività legislativa.

Al momento della creazione della BCE e dell'Eurosistema poco si conosceva riguardo al possibile funzionamento dell'area dell'euro una volta realizzata l'integrazione monetaria dei paesi membri. La conduzione della politica monetaria nei primi anni dell'area, unitamente al fatto di trovarsi in circostanze senza precedenti, poneva una sfida particolarmente impegnativa. Sin dagli esordi si sono resi necessari notevoli investimenti in strumenti analitici, studi e statistiche a complemento del lavoro già svolto dall'Istituto monetario europeo, predecessore della BCE. Attualmente si utilizza un vasto insieme di statistiche armonizzate per l'area dell'euro, modelli e altri strumenti analitici. Le metodologie e i dati sono per la maggior parte a disposizione del pubblico, in quanto regolarmente presentati negli articoli del *Bollettino mensile* e in altre pubblicazioni.

I risultati conseguiti dall'Eurosistema dopo l'introduzione dell'euro non sono di minore importanza. La strategia di politica monetaria della BCE è ormai ben compresa e ritenuta credibile;

**Un nuovo quadro istituzionale per l'UEM**

**Un assetto con elementi di assoluta novità...**

**...funziona bene ed è adattabile**

**Un terreno sconosciuto agli inizi...**

**...oggi un vasto insieme di statistiche, modelli e strumenti analitici**

**Bassi livelli di inflazione  
e tassi di interesse  
contenuti sostengono...**

nello scorso decennio si è dimostrata una solida base per rispondere a una serie di sfide. Dall'introduzione della moneta unica, malgrado una sequenza di shock esogeni, il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC si è mantenuto in media su livelli di poco superiori al 2 per cento. Nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro i tassi di inflazione sono stati significativamente inferiori a quelli registrati dai singoli paesi nei decenni precedenti l'introduzione della nuova moneta; anche la volatilità dell'inflazione è risultata significativamente più contenuta rispetto al passato.

La BCE è inoltre riuscita ad ancorare le attese di inflazione a più lungo termine, come emerge dai rendimenti obbligazionari e dalle indagini campionarie. L'ancoraggio delle aspettative rispecchia il successo della strategia di politica monetaria della BCE e la sua capacità di conseguire credibilmente la stabilità dei prezzi nel medio termine. Per molti dei paesi dell'area dell'euro questo rappresenta un vantaggio significativo, che non sarebbe stato possibile ottenere se non fossero esistiti una BCE e un Eurosistema indipendenti.

**...l'integrazione finanziaria,  
la creazione di posti  
di lavoro e...**

Gli effetti complessivi dell'euro sono positivi. I benefici derivanti dalla stabilità dei prezzi e dal basso livello dei tassi di interesse sostengono altri andamenti economici e finanziari favorevoli, che si manifestano in modo graduale ma costante. L'evoluzione delle strutture economiche e finanziarie richiede infatti tempo. Fra i paesi dell'area dell'euro si sono intensificati gli scambi di beni e servizi, si è accresciuto il livello di integrazione finanziaria (che a sua volta promuove lo spessore e la modernizzazione dei mercati finanziari), sono in aumento gli investimenti diretti esteri e i flussi di investimenti di portafoglio transfrontalieri; inoltre la creazione di posti di lavoro procede a ritmi sostenuti nell'insieme dell'area dell'euro. È stata conseguita una maggiore capacità di tenuta agli shock economici e finanziari in un contesto internazionale complesso. La dimensione internazionale dell'euro e il suo utilizzo come mezzo di pagamento e valuta di riserva hanno registrato un graduale ampliamento con il procedere dell'integrazione a livello regionale e globale. L'euro è divenuto la seconda valuta internazionale dopo il dollaro statunitense, malgrado la minore penetrazione su scala mondiale.

**...la dimensione internazionale  
dell'euro**

**L'Eurosistema promuove  
attivamente l'integrazione  
finanziaria...**

Negli ultimi dieci anni l'Eurosistema ha attivamente contribuito a promuovere l'integrazione finanziaria in diversi modi, ad esempio accrescendone la conoscenza e la consapevolezza tra il pubblico, tenendo sotto osservazione i progressi compiuti sulla base di una serie di indicatori elaborati appositamente dalla BCE. L'Eurosistema agisce da catalizzatore per le iniziative del mercato per favorire l'integrazione finanziaria; interviene inoltre in modo diretto offrendo servizi di banca centrale in tutta l'area dell'euro.

**... e i meccanismi a tutela  
della stabilità finanziaria**

Negli scorsi dieci anni l'Eurosistema è stato molto attivo anche nel rafforzare i meccanismi a tutela della stabilità finanziaria, esigenza sempre più sentita in un contesto caratterizzato dalla crescente integrazione e dalla rapida evoluzione dei mercati finanziari in Europa. L'Eurosistema effettua un monitoraggio e una valutazione costanti della stabilità finanziaria; la BCE pubblica un'analisi semestrale della stabilità complessiva del sistema finanziario (*Financial Stability Review*) nonché, su base annuale, valutazioni macroprudenziali e strutturali sul settore bancario dell'UE. Inoltre l'Eurosistema ha fornito con continuità indicazioni e pareri per lo sviluppo del quadro giuridico, regolamentare e di vigilanza per i servizi finanziari, soprattutto a livello dell'UE. In materia di gestione delle crisi finanziarie ha, ad esempio, promosso lo sviluppo, su base volontaria, di accordi di cooperazione fra le autorità competenti, ha partecipato a esercizi di simulazione delle crisi nell'ambito dell'UE e dell'area dell'euro, ha contribuito all'elaborazione di un quadro analitico per la valutazione delle crisi finanziarie e alla definizione del piano di azione strategico 2007 dell'Ecofin per il rafforzamento della gestione delle



crisi a livello dell'UE nei prossimi anni. Per quanto riguarda la sorveglianza sulle infrastrutture di mercato, l'Eurosistema ha contribuito a garantire la sicurezza e l'efficienza dei flussi monetari e dei trasferimenti di titoli e altri strumenti finanziari attraverso i sistemi di pagamento e regolamento.

I dieci anni appena trascorsi hanno anche dimostrato che l'UEM poggia su solide fondamenta e che i paesi in cui è stato introdotto l'euro hanno raggiunto un elevato livello di convergenza economica. Restano tuttavia da affrontare diverse sfide. La maggior parte dei paesi dell'area deve accrescere la flessibilità e la capacità di adeguamento agli shock; in altre parole, deve essere completata la riforma strutturale del mercato del lavoro e di quello dei beni e dei servizi, che sarebbe stata indispensabile anche senza l'UEM. I governi dei singoli paesi devono inoltre tenere sotto costante osservazione l'evoluzione della competitività in ambito nazionale. Sono stati realizzati notevoli progressi sul fronte dell'integrazione finanziaria, ma è necessario compiere ulteriori passi avanti in diversi settori, ad esempio nell'attività bancaria transfrontaliera. Il quadro di riferimento dell'Unione europea per la stabilità finanziaria non ha ancora assunto una forma definitiva. È necessario apportare costanti miglioramenti per tenere il ritmo con l'integrazione e l'innovazione finanziaria e per far fronte alle sfide poste dalla complessità dell'assetto istituzionale dell'Unione europea.

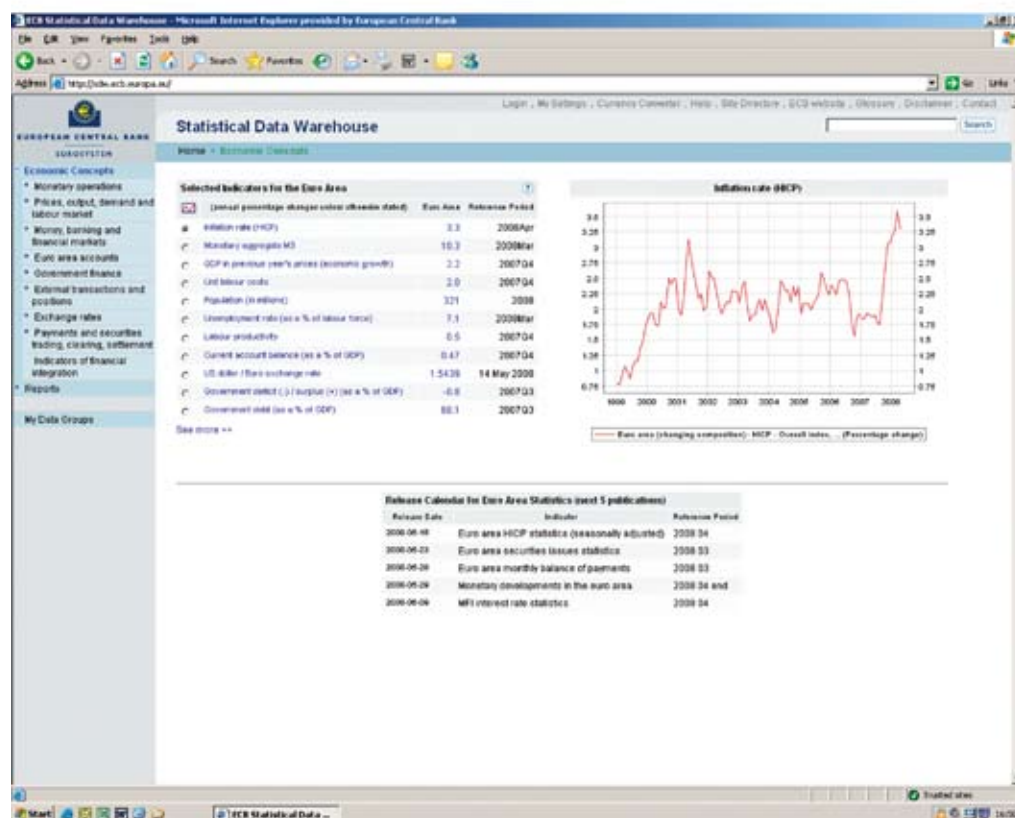
I vantaggi e i benefici derivanti dall'euro creano un contesto favorevole all'adeguamento e alla liberalizzazione delle economie nazionali. Le riforme sono facilitate dalla stabilità dei prezzi, dall'assenza di tensioni connesse alle crisi valutarie, che prima dell'introduzione dell'euro si verificavano periodicamente, e dalla stabilità e maggiore capacità di tenuta riconducibili alle passate riforme. Inoltre, anche il fatto che il "mondo europeo" sia in trasformazione e l'area dell'euro sempre più integrata condiziona il nostro modo di percepire l'evoluzione futura dell'Unione economica e monetaria. Le imprese mostrano una crescente consapevolezza della collocazione delle loro decisioni e azioni nel contesto dell'area dell'euro. Le famiglie sono sempre più coscienti delle opportunità offerte da uno spazio economico e finanziario più ampio. I cittadini e i loro rappresentanti politici hanno iniziato a pensare in termini di area dell'euro e a guardare oltre i confini nazionali. Questo cambiamento di prospettiva si sta manifestando con gradualità.

I risultati oggi ottenuti sarebbero stati impensabili soltanto pochi decenni fa. Sono molte le ragioni per le quali celebrare i primi dieci anni dell'UEM. Tuttavia la credibilità è una conquista continua; si presenteranno sempre nuove sfide da affrontare con atteggiamento vigile e attento, ma è un fatto che l'Europa e la forza della sua moneta unica ispirano oggi fiducia.

**Sono tuttavia numerose  
le sfide che restano  
da affrontare**

**Abituarsi a pensare  
nella prospettiva  
dell'area dell'euro**

## STATISTICAL DATA WAREHOUSE



Lo Statistical Data Warehouse della BCE è accessibile all'indirizzo <http://sdw.ecb.europa.eu>. Informazioni più dettagliate sulle funzionalità di tale strumento sono disponibili *online* nella sezione "Help".

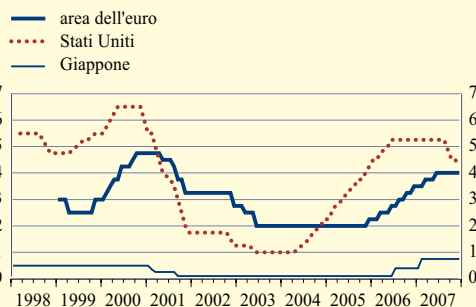
# ALLEGATO

## 10 ANNI DI STATISTICHE SULL'AREA DELL'EURO A RAFFRONTO CON QUELLE DI ALTRE PRINCIPALI AREE ECONOMICHE

### 1. Tassi di interesse di riferimento delle banche centrali

(dati di fine periodo)

|                                 | Area dell'euro <sup>1)</sup> | Unione europea | Stati Uniti <sup>2)</sup> | Giappone |
|---------------------------------|------------------------------|----------------|---------------------------|----------|
| 1998                            | -                            | -              | 4,75                      | 0,50     |
| 1999                            | 3,00                         | -              | 5,50                      | 0,50     |
| 2000                            | 4,75                         | -              | 6,50                      | 0,50     |
| Ampliamento dell'area dell'euro |                              |                |                           |          |
| 2001                            | 3,25                         | -              | 1,75                      | 0,10     |
| 2002                            | 2,75                         | -              | 1,25                      | 0,10     |
| 2003                            | 2,00                         | -              | 1,00                      | 0,10     |
| 2004                            | 2,00                         | -              | 2,25                      | 0,10     |
| 2005                            | 2,25                         | -              | 4,25                      | 0,10     |
| 2006                            | 3,50                         | -              | 5,25                      | 0,40     |
| Ampliamento dell'area dell'euro |                              |                |                           |          |
| 2007                            | 4,00                         | -              | 4,25                      | 0,75     |



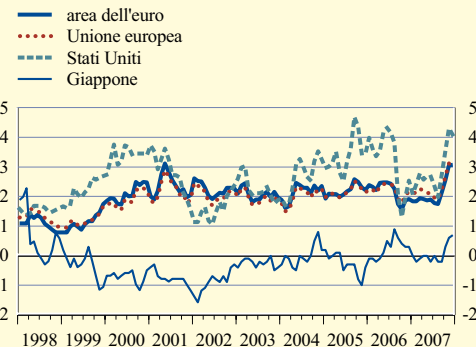
Fonti: BCE, Federal Reserve System e Banca del Giappone.

1) Dati pubblicati nel *Bollettino Mensile* (Capitolo 1, Sezione 1.2) e nello *Statistics Pocket Book* (Capitolo 8, Sezione 8.1), consultabili tramite il *Data Warehouse* statistico della BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=143.FM.B.U2.EUR.4F.KR.MRR\\_MBR.LEV](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.B.U2.EUR.4F.KR.MRR_MBR.LEV)).

### 2. Tassi di inflazione

(variazioni percentuali sui dodici mesi)

|                                 | Area dell'euro <sup>1)</sup> | Unione europea <sup>2)</sup> | Stati Uniti <sup>3)</sup> | Giappone <sup>3)</sup> |
|---------------------------------|------------------------------|------------------------------|---------------------------|------------------------|
| Media 1989-98                   | 2,9                          | -                            | 3,3                       | 1,5                    |
| 1998                            | 1,1                          | 1,3                          | 1,6                       | 0,7                    |
| 1999                            | 1,1                          | 1,2                          | 2,2                       | -0,3                   |
| 2000                            | 2,1                          | 1,9                          | 3,4                       | -0,7                   |
| Ampliamento dell'area dell'euro |                              |                              |                           |                        |
| 2001                            | 2,3                          | 2,2                          | 2,8                       | -0,8                   |
| 2002                            | 2,2                          | 2,1                          | 1,6                       | -0,9                   |
| 2003                            | 2,1                          | 2,0                          | 2,3                       | -0,2                   |
| 2004                            | 2,1                          | 2,0                          | 2,7                       | 0,0                    |
| 2005                            | 2,2                          | 2,2                          | 3,4                       | -0,3                   |
| 2006                            | 2,2                          | 2,2                          | 3,2                       | 0,2                    |
| Ampliamento dell'area dell'euro |                              |                              |                           |                        |
| 2007                            | 2,1                          | 2,3                          | 2,9                       | 0,1                    |



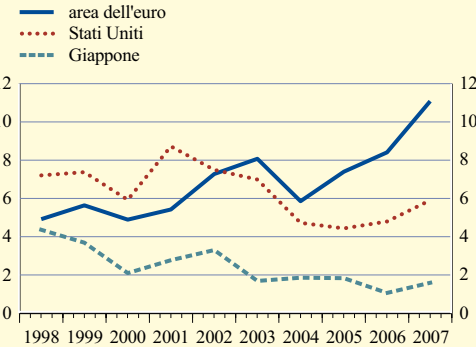
Fonti: Eurostat, US Bureau of Labor Statistics e Japanese Statistics Bureau.

1) IAPC. I dati precedenti sono stimati sulla base degli IPC nazionali. Dati pubblicati nel *Bollettino Mensile* (Capitolo 5, Sezione 5.1.1), consultabili tramite il *Data Warehouse* statistico della BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=122.ICP.M.U2.N.000000.4.INX](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=122.ICP.M.U2.N.000000.4.INX)). – 2) IAPC. Dati pubblicati nello *Statistics Pocket Book* (Capitolo 11, Sezione 11.1), consultabili tramite il *Data Warehouse* statistico della BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=122.ICP.M.D0.N.000000.4.INX](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=122.ICP.M.D0.N.000000.4.INX)). – 3) IPC nazionali. Dati pubblicati nello *Statistics Pocket Book* (Capitolo 1, Sezione 1.2).

### 3. Aggregato monetario ampio

(variazioni percentuali sui dodici mesi)

|                                 | Area dell'euro <sup>1)</sup> | Unione europea | Stati Uniti <sup>2)</sup> | Giappone <sup>2)</sup> |
|---------------------------------|------------------------------|----------------|---------------------------|------------------------|
| Media 1989-98                   | 6,3                          | -              | 3,7                       | 4,2                    |
| 1998                            | 4,9                          | -              | 7,2                       | 4,4                    |
| 1999                            | 5,6                          | -              | 7,4                       | 3,7                    |
| 2000                            | 4,9                          | -              | 5,9                       | 2,1                    |
| Ampliamento dell'area dell'euro |                              |                |                           |                        |
| 2001                            | 5,4                          | -              | 8,7                       | 2,8                    |
| 2002                            | 7,3                          | -              | 7,5                       | 3,3                    |
| 2003                            | 8,1                          | -              | 7,0                       | 1,7                    |
| 2004                            | 5,8                          | -              | 4,7                       | 1,9                    |
| 2005                            | 7,4                          | -              | 4,4                       | 1,8                    |
| 2006                            | 8,4                          | -              | 4,8                       | 1,1                    |
| Ampliamento dell'area dell'euro |                              |                |                           |                        |
| 2007                            | 11,1                         | -              | 5,9                       | 1,6                    |



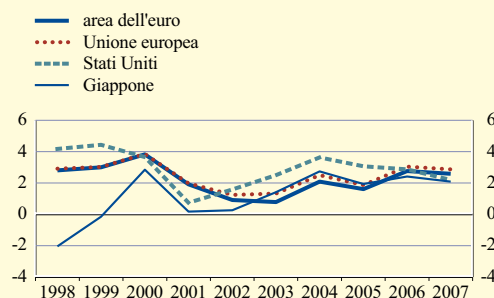
Fonti: BCE, Federal Reserve System e Banca del Giappone.

1) Dati pubblicati nel *Bollettino Mensile* (Capitolo 2, Sezione 2.3) e nello *Statistics Pocket Book* (Capitolo 1, Sezione 1.2), consultabili tramite il *Data Warehouse* statistico della BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=117.BSI.M.U2.Y.V.M30.X.1.U2.2300.Z01.E](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=117.BSI.M.U2.Y.V.M30.X.1.U2.2300.Z01.E)). – 2) Dati pubblicati nel *Bollettino Mensile* (Capitolo 9, Sezione 9.2) e nello *Statistics Pocket Book* (Capitolo 1, Sezione 1.2).

#### 4. PIL <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali in volume sul periodo corrispondente)

|               | Area<br>dell'euro <sup>2)</sup> | Unione<br>europea <sup>3)</sup> | Stati<br>Uniti <sup>4)</sup> | Giappone <sup>5)</sup> |
|---------------|---------------------------------|---------------------------------|------------------------------|------------------------|
| Media 1989-98 | 2,2                             | 2,2                             | 3,0                          | 1,9                    |
| 1998          | 2,8                             | 2,9                             | 4,2                          | -2,0                   |
| 1999          | 3,0                             | 3,0                             | 4,4                          | -0,1                   |
| 2000          | 3,8                             | 3,9                             | 3,7                          | 2,9                    |
| 2001          | 1,9                             | 2,0                             | 0,8                          | 0,2                    |
| 2002          | 0,9                             | 1,2                             | 1,6                          | 0,3                    |
| 2003          | 0,8                             | 1,3                             | 2,5                          | 1,4                    |
| 2004          | 2,1                             | 2,5                             | 3,6                          | 2,7                    |
| 2005          | 1,6                             | 1,9                             | 3,1                          | 1,9                    |
| 2006          | 2,8                             | 3,1                             | 2,9                          | 2,4                    |
| 2007          | 2,6                             | 2,9                             | 2,2                          | 2,1                    |

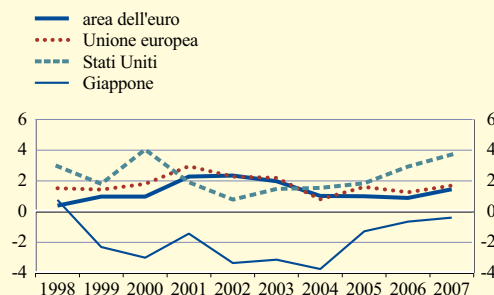


Fonti: Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Japanese Economic and Social Research Institute ed elaborazioni della BCE.  
1) I dati annuali non sono corretti per le variazioni nel numero di giorni lavorativi. – 2) Dati pubblicati nel Bollettino Mensile (Capitolo 5, Sezione 5.2.1), consultabili tramite il Data Warehouse statistico della BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=119.ESA.Q.13.N.0000.B1QG00.1000.TTTT.L.U.A](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.Q.13.N.0000.B1QG00.1000.TTTT.L.U.A)). – 3) Dati pubblicati nello Statistics Pocket Book (Capitolo 1, Sezione 1.2), consultabili tramite il Data Warehouse statistico della BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=119.ESA.Q.V1.N.0000.B1QG00.1000.TTTT.L.U.A](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.Q.V1.N.0000.B1QG00.1000.TTTT.L.U.A)). – 4) Dati pubblicati nel Bollettino Mensile (Capitolo 9, Sezione 9.2.1), consultabili tramite il Data Warehouse statistico della BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=119.ESA.A.US.N.0000.B1QG00.1000.TTTT.L.N.A](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.US.N.0000.B1QG00.1000.TTTT.L.N.A)). – 5) Dati pubblicati nel Bollettino Mensile (Capitolo 9, Sezione 9.2.1), consultabili tramite il Data Warehouse statistico della BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=119.ESA.A.JP.N.0000.B1QG00.1000.TTTT.L.N.A](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.JP.N.0000.B1QG00.1000.TTTT.L.N.A)).

#### 5. Costo del lavoro per unità di prodotto

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

|               | Area<br>dell'euro <sup>1)</sup> | Unione<br>europea <sup>2)</sup> | Stati<br>Uniti <sup>3)</sup> | Giappone <sup>3)</sup> |
|---------------|---------------------------------|---------------------------------|------------------------------|------------------------|
| Media 1989-98 | 2,4                             | -                               | 2,2                          | 0,8                    |
| 1998          | 0,4                             | 1,5                             | 3,0                          | 0,8                    |
| 1999          | 1,0                             | 1,4                             | 1,8                          | -2,3                   |
| 2000          | 1,0                             | 1,8                             | 4,0                          | -3,0                   |
| 2001          | 2,3                             | 3,0                             | 1,9                          | -1,4                   |
| 2002          | 2,3                             | 2,3                             | 0,8                          | -3,3                   |
| 2003          | 2,0                             | 2,2                             | 1,5                          | -3,1                   |
| 2004          | 1,0                             | 0,8                             | 1,5                          | -3,8                   |
| 2005          | 1,0                             | 1,6                             | 1,9                          | -1,3                   |
| 2006          | 0,9                             | 1,3                             | 2,9                          | -0,6                   |
| 2007          | 1,5                             | 1,7                             | 3,7                          | -0,4                   |



Fonti: Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Japanese Economic and Social Research Institute ed elaborazioni della BCE.  
1) Dati pubblicati nel Bollettino Mensile (Capitolo 5, Sezione 5.1.4), consultabili tramite il Data Warehouse statistico della BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=119.ESA.Q.13.S.1000.UNLACO.0000.TTTT.D.U.I](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.Q.13.S.1000.UNLACO.0000.TTTT.D.U.I)). – 2) Dati pubblicati nello Statistics Pocket Book (Capitolo 11, Sezione 11.4) – 3) Elaborazioni della BCE.

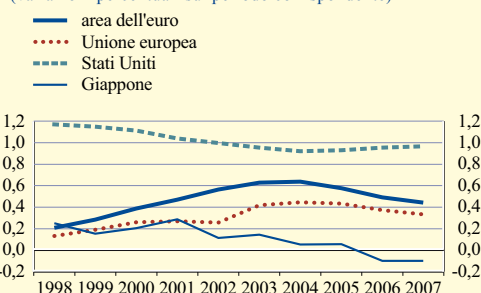
10 anni di statistiche  
sull'area dell'euro  
a raffronto con quelle  
di altre principali  
aree economiche

## 6. Popolazione

(milioni)

|                             | Area<br>dell'euro <sup>1)</sup> | Unione<br>europea <sup>2)</sup> | Stati<br>Uniti <sup>3)</sup> | Giappone <sup>4)</sup> |
|-----------------------------|---------------------------------|---------------------------------|------------------------------|------------------------|
| Media 1989-98 <sup>5)</sup> | 302                             | 479                             | 262                          | 125                    |
| 1998                        | 305                             | 481                             | 276                          | 126                    |
| 1999                        | 306                             | 482                             | 279                          | 127                    |
| 2000                        | 307                             | 483                             | 282                          | 127                    |
| 2001                        | 308                             | 484                             | 285                          | 127                    |
| 2002                        | 310                             | 486                             | 288                          | 127                    |
| 2003                        | 312                             | 488                             | 291                          | 128                    |
| 2004                        | 314                             | 490                             | 294                          | 128                    |
| 2005                        | 316                             | 492                             | 296                          | 128                    |
| 2006                        | 317                             | 494                             | 299                          | 128                    |
| 2007 <sup>6)</sup>          | 319                             | 495                             | 302                          | 128                    |

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



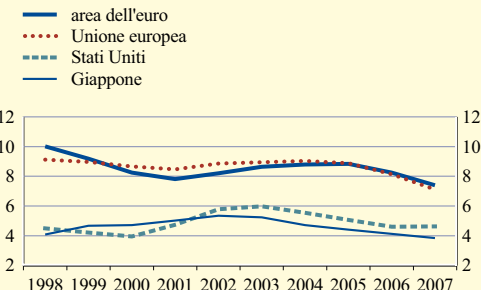
Fonti: Eurostat, US Census Bureau e Japanese Statistics Bureau.

1) Medie annue. Dati pubblicati nello *Statistics Pocket Book* (Capitolo 2, Sezione 2.1), consultabili tramite il *Data Warehouse* statistico della BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=119.ESA.A.I3.N.0000.POPULA.1000.TTTT.N.P.A](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.I3.N.0000.POPULA.1000.TTTT.N.P.A)). – 2) Medie annue. Dati pubblicati nello *Statistics Pocket Book* (Capitolo 11, Sezione 11.6), consultabili tramite il *Data Warehouse* statistico della BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=119.ESA.A.V1.N.0000.POPULA.1000.TTTT.N.P.A](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.V1.N.0000.POPULA.1000.TTTT.N.P.A)). – 3) I dati si riferiscono alla popolazione rilevata a metà dell'anno. Dati pubblicati nello *Statistics Pocket Book* (Capitolo 1, Sezione 1.1). – 4) I dati si riferiscono alla popolazione al 1° ottobre. Dati pubblicati nello *Statistics Pocket Book* (Capitolo 1, Sezione 1.1). – 5) Per l'area dell'euro media del periodo 1991-1998, 1993-1998 per l'Unione europea. – 6) Per l'area dell'euro, per l'UE e per il Giappone i dati sono parzialmente basati su previsioni.

## 7. Disoccupazione

(in percentuale delle forze di lavoro)

|               | Area<br>dell'euro <sup>1)</sup> | Unione<br>europea <sup>2)</sup> | Stati<br>Uniti <sup>3)</sup> | Giappone <sup>3)</sup> |
|---------------|---------------------------------|---------------------------------|------------------------------|------------------------|
| Media 1989-98 | 9,4                             | -                               | 5,9                          | 2,8                    |
| 1998          | 10,0                            | 9,1                             | 4,5                          | 4,1                    |
| 1999          | 9,2                             | 9,0                             | 4,2                          | 4,7                    |
| 2000          | 8,3                             | 8,7                             | 4,0                          | 4,7                    |
| 2001          | 7,8                             | 8,5                             | 4,7                          | 5,0                    |
| 2002          | 8,2                             | 8,9                             | 5,8                          | 5,4                    |
| 2003          | 8,6                             | 8,9                             | 6,0                          | 5,3                    |
| 2004          | 8,8                             | 9,0                             | 5,5                          | 4,7                    |
| 2005          | 8,9                             | 8,9                             | 5,1                          | 4,4                    |
| 2006          | 8,2                             | 8,2                             | 4,6                          | 4,1                    |
| 2007          | 7,4                             | 7,1                             | 4,6                          | 3,9                    |



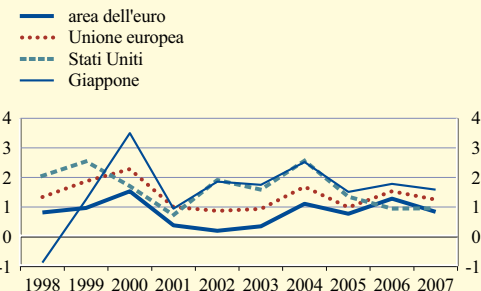
Fonti: Eurostat, US Bureau of Labor Statistics e Japanese Statistics Bureau.

1) Dati pubblicati nel *Bollettino Mensile* (Capitolo 5, Sezione 5.3.2), consultabili tramite il *Data Warehouse* statistico della BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=132.STS.M.I4.N.UNEH.RTT000.4.000](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=132.STS.M.I4.N.UNEH.RTT000.4.000)). – 2) IAPC. Dati pubblicati nello *Statistics Pocket Book* (Capitolo 11, Sezione 11.7), consultabili tramite il *Data Warehouse* statistico della BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=132.STS.M.V1.N.UNEH.RTT000.4.000](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=132.STS.M.V1.N.UNEH.RTT000.4.000)). – 3) Dati pubblicati nello *Statistics Pocket Book* (Capitolo 1, Sezione 1.2).

## 8. Produttività del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

|               | Area<br>dell'euro <sup>1)</sup> | Unione<br>europea <sup>2)</sup> | Stati<br>Uniti <sup>3)</sup> | Giappone <sup>3)</sup> |
|---------------|---------------------------------|---------------------------------|------------------------------|------------------------|
| Media 1989-98 | 1,7                             | -                               | 1,5                          | 1,3                    |
| 1998          | 0,8                             | 1,3                             | 2,1                          | -0,9                   |
| 1999          | 1,0                             | 1,9                             | 2,5                          | 1,3                    |
| 2000          | 1,5                             | 2,3                             | 1,7                          | 3,5                    |
| 2001          | 0,4                             | 1,0                             | 0,7                          | 0,9                    |
| 2002          | 0,2                             | 0,9                             | 1,9                          | 1,9                    |
| 2003          | 0,3                             | 0,9                             | 1,6                          | 1,7                    |
| 2004          | 1,1                             | 1,7                             | 2,6                          | 2,5                    |
| 2005          | 0,8                             | 1,0                             | 1,3                          | 1,5                    |
| 2006          | 1,3                             | 1,5                             | 0,9                          | 1,8                    |
| 2007          | 0,8                             | 1,3                             | 1,0                          | 1,6                    |

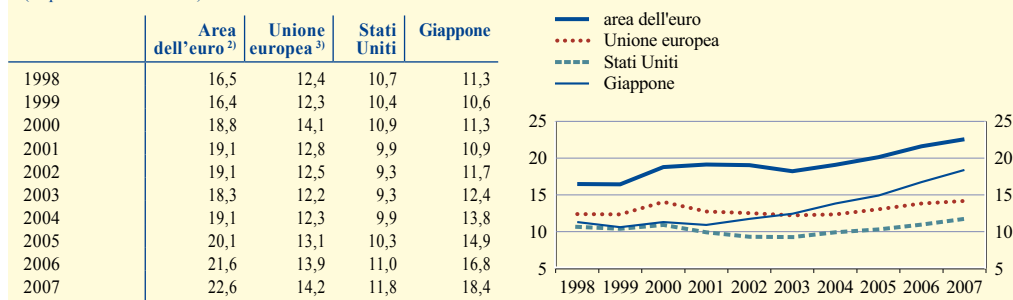


Fonti: Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Japanese Economic and Social Research Institute ed elaborazioni della BCE.

1) Variazioni in volume del PIL per occupato. Dati pubblicati nello *Statistics Pocket Book* (Capitolo 1, Sezione 1.2). – 2) Variazioni in volume del PIL per occupato. Dati pubblicati nello *Statistics Pocket Book* (Capitolo 1, Sezione 1.2), consultabili tramite il *Data Warehouse* statistico della BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=119.ESA.A.V1.S.0000.LABPRO.1000.TTTT.Q.U.I](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.V1.S.0000.LABPRO.1000.TTTT.Q.U.I)). – 3) Elaborazioni della BCE.

## 9. Esportazioni di beni e servizi <sup>1)</sup>

(in percentuale del PIL)

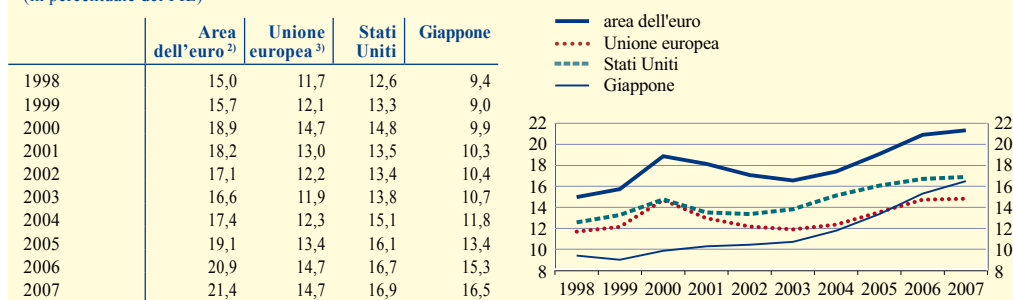


Fonti: BCE, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Banca del Giappone e Ministero delle Finanze giapponese.

1) Dati pubblicati nello *Statistics Pocket Book* (Capitolo 1, Sezione 1.1). – 2) Dati consultabili tramite il *Data Warehouse* statistico della BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=120.DD.A.I3.BP\\_EXP.PGDP.4F\\_N](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.DD.A.I3.BP_EXP.PGDP.4F_N)). – 3) I dati fino al 2000 si riferiscono agli UE15, per il periodo 2001-2003 agli UE25, dal 2004 in poi agli EU27.

## 10. Importazioni di beni e servizi <sup>1)</sup>

(in percentuale del PIL)

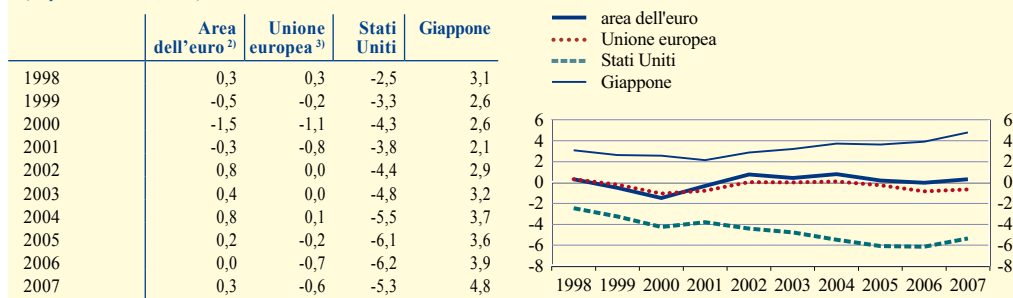


Fonti: BCE, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Banca del Giappone e Ministero delle Finanze giapponese.

1) Dati pubblicati nello *Statistics Pocket Book* (Capitolo 1, Sezione 1.1). – 2) Dati consultabili tramite il *Data Warehouse* statistico della BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=118.DD.A.I3.BP\\_IMP.PGDP.4F\\_N](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=118.DD.A.I3.BP_IMP.PGDP.4F_N)). – 3) I dati fino al 2000 si riferiscono agli UE15, per il periodo 2001-2003 agli UE25, dal 2004 in poi agli EU27.

## 11. Saldo di conto corrente <sup>1)</sup>

(in percentuale del PIL)



Fonti: BCE, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Banca del Giappone e Ministero delle Finanze giapponese.

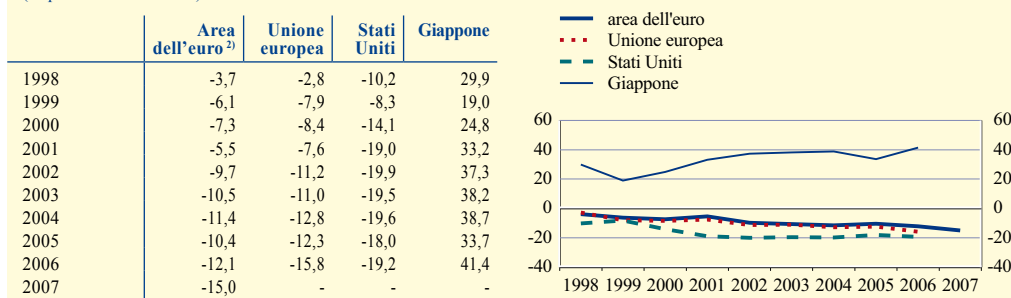
1) Dati pubblicati nello *Statistics Pocket Book* (Capitolo 1, Sezione 1.1). – 2) Dati consultabili tramite il *Data Warehouse* statistico della BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=120.DD.A.I3.BP\\_GS\\_N.PGDP.4F\\_N](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.DD.A.I3.BP_GS_N.PGDP.4F_N)). – 3) I dati fino al 2000 si riferiscono agli UE15, per il periodo 2001-2003 agli UE25, dal 2004 in poi agli EU27.



10 anni di statistiche  
sull'area dell'euro  
a raffronto con quelle  
di altre principali  
aree economiche

## 12. Posizione patrimoniale netta verso l'estero <sup>1)</sup>

(in percentuale del PIL)

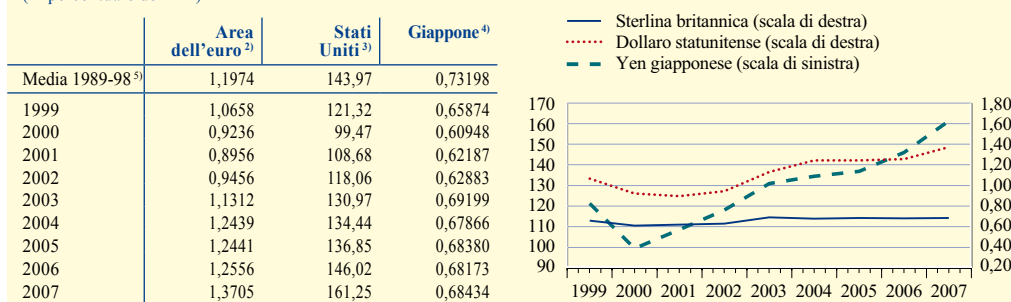


Fonti: BCE, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Banca del Giappone e Ministero delle Finanze giapponese.

1) Dati pubblicati nello *Statistics Pocket Book* (Capitolo 1, Sezione 1.1) – 2) Dati consultabili tramite il *Data Warehouse* statistico della BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=120.DD.A.I3.BP\\_HIP\\_NT.PGDP.4F\\_N](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.DD.A.I3.BP_HIP_NT.PGDP.4F_N)).

## 13. Tasso di cambio dell'euro <sup>1)</sup>

(in percentuale del PIL)

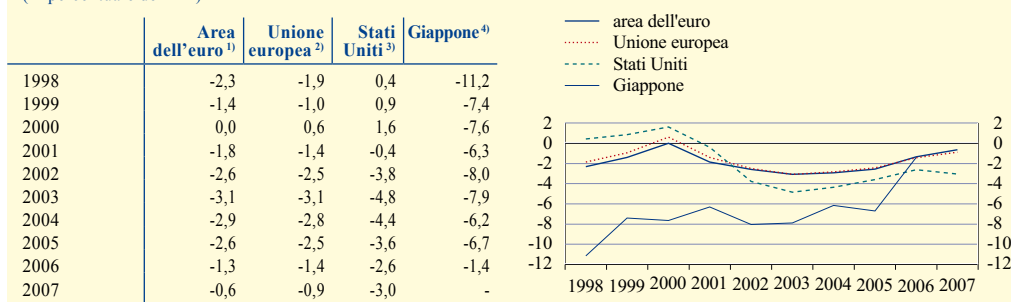


Fonte: BCE.

1) Dati pubblicati nel *Bollettino Mensile* (Capitolo 8, Sezione 8.2) e nello *Statistics Pocket Book* (Capitolo 4, Sezione 4.10) – 2) Dati consultabili tramite il *Data Warehouse* statistico della BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=120.EXR.A.USD.EUR.SP00.A](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.EXR.A.USD.EUR.SP00.A)). – 3) Dati consultabili tramite il *Data Warehouse* statistico della BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=120.EXR.A.JPY.EUR.SP00.A](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.EXR.A.JPY.EUR.SP00.A)). – 4) Dati consultabili tramite il *Data Warehouse* statistico della BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=120.EXR.A.GBP.EUR.SP00.A](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.EXR.A.GBP.EUR.SP00.A)). – 5) I tassi di cambio a dicembre 1998 (a cura della Commissione europea) si riferiscono all'ECU.

## 14. Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche

(in percentuale del PIL)



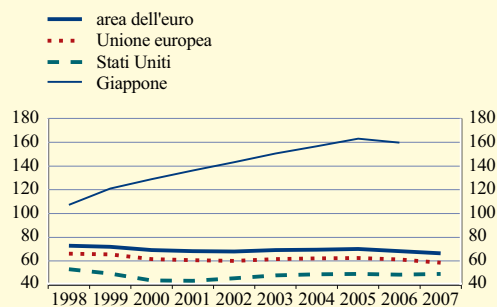
Fonti: BCE, Commissione europea, US Bureau of Economic Analysis e Japanese Economic and Social Research Institute.

1) Dati pubblicati nel *Bollettino Mensile* (Capitolo 6, Sezione 6.1), consultabili tramite il *Data Warehouse* statistico della BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=121.GST.A.VI.N.E1300.SED.E0000.CU.G](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.VI.N.E1300.SED.E0000.CU.G)). – 2) Dati pubblicati nello *Statistics Pocket Book* (Capitolo 11, Sezione 8), consultabili tramite il *Data Warehouse* statistico della BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=121.GST.A.US.N.B1300.DEF.B0000.CU.G](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.US.N.B1300.DEF.B0000.CU.G)). – 3) Dati pubblicati nel *Bollettino Mensile* (Capitolo 9, Sezione 9.2), consultabili tramite il *Data Warehouse* statistico della BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=121.GST.A.JPN.B1300.DEF.B0000.CU.G](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.JPN.B1300.DEF.B0000.CU.G)). – 4) Dati pubblicati nel *Bollettino Mensile* (Capitolo 9, Sezione 9.2), consultabili tramite il *Data Warehouse* statistico della BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=121.GST.A.JPN.B1300.DEF.B0000.CU.G](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.JPN.B1300.DEF.B0000.CU.G)).

## 15. Debito pubblico

(in percentuale del PIL)

|      | Area<br>dell'euro <sup>1)</sup> | Unione<br>europea <sup>2)</sup> | Stati<br>Uniti <sup>3)</sup> | Giappone <sup>4)</sup> |
|------|---------------------------------|---------------------------------|------------------------------|------------------------|
| 1998 | 72,8                            | 66,3                            | 53,0                         | 107,2                  |
| 1999 | 72,0                            | 65,7                            | 49,4                         | 120,9                  |
| 2000 | 69,3                            | 61,7                            | 43,7                         | 129,0                  |
| 2001 | 68,2                            | 60,8                            | 43,2                         | 136,4                  |
| 2002 | 68,0                            | 60,2                            | 45,4                         | 143,3                  |
| 2003 | 69,2                            | 61,7                            | 48,0                         | 150,5                  |
| 2004 | 69,6                            | 62,1                            | 48,9                         | 156,8                  |
| 2005 | 70,2                            | 62,6                            | 49,2                         | 163,2                  |
| 2006 | 68,5                            | 61,3                            | 48,6                         | 159,5                  |
| 2007 | 66,4                            | 58,7                            | 49,2                         | -                      |



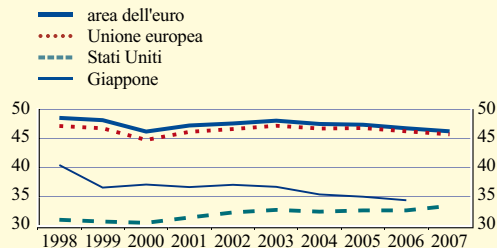
Fonti: BCE, Commissione europea, Federal Reserve System e Banca del Giappone.

1) Dati pubblicati nel *Bollettino Mensile* (Capitolo 6, Sezione 6.2), consultabili tramite il *Data Warehouse* statistico della BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=121.GST.A.14.N.B0X13.MAL.B1300.SA.G](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.14.N.B0X13.MAL.B1300.SA.G)). – 2) Dati pubblicati nello *Statistics Pocket Book* (Capitolo 11, Sezione 11.9), consultabili tramite il *Data Warehouse* statistico della BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=121.GST.A.V1.N.E0X13.MAL.E1300.SA.G](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.V1.N.E0X13.MAL.E1300.SA.G)). – 3) Dati pubblicati nel *Bollettino Mensile* (Capitolo 9, Sezione 9.2), consultabili tramite il *Data Warehouse* statistico della BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=121.GST.A.US.N.B0X13.MAL.B1300.SA.G](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.US.N.B0X13.MAL.B1300.SA.G)). – 4) Dati pubblicati nel *Bollettino Mensile* (Capitolo 9, Sezione 9.2), consultabili tramite il *Data Warehouse* statistico della BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=121.GST.A.JP.N.B0X13.MAL.B1300.SA.G](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.JP.N.B0X13.MAL.B1300.SA.G)).

## 16. Spesa pubblica

(in percentuale del PIL)

|      | Area<br>dell'euro <sup>1)</sup> | Unione<br>europea <sup>2)</sup> | Stati<br>Uniti <sup>3)</sup> | Giappone <sup>4)</sup> |
|------|---------------------------------|---------------------------------|------------------------------|------------------------|
| 1998 | 48,6                            | 47,2                            | 31,1                         | 40,5                   |
| 1999 | 48,2                            | 46,8                            | 30,8                         | 36,6                   |
| 2000 | 46,2                            | 44,8                            | 30,6                         | 37,1                   |
| 2001 | 47,3                            | 46,2                            | 31,5                         | 36,7                   |
| 2002 | 47,6                            | 46,6                            | 32,4                         | 37,1                   |
| 2003 | 48,1                            | 47,2                            | 32,8                         | 36,7                   |
| 2004 | 47,5                            | 46,7                            | 32,5                         | 35,5                   |
| 2005 | 47,4                            | 46,8                            | 32,7                         | 35,1                   |
| 2006 | 46,8                            | 46,3                            | 32,7                         | 34,4                   |
| 2007 | 46,3                            | 45,8                            | 33,5                         | -                      |



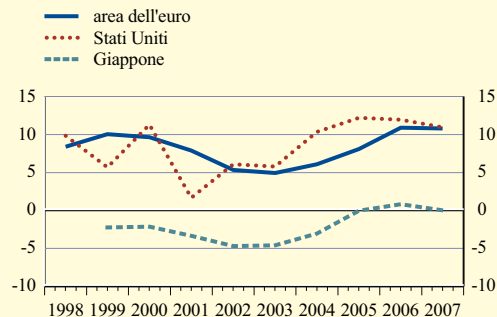
Fonti: BCE, Commissione europea, US Bureau of Economic Analysis e Japanese Economic and Social Research Institute.

1) Dati pubblicati nel *Bollettino Mensile* (Capitolo 6, Sezione 6.1), consultabili tramite il *Data Warehouse* statistico della BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=121.GST.A.14.N.B1300.TOE.B0000.CU.G](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.14.N.B1300.TOE.B0000.CU.G)). – 2) Dati pubblicati nello *Statistics Pocket Book* (Capitolo 11, Sezione 11.10), consultabili tramite il *Data Warehouse* statistico della BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=121.GST.A.V1.N.E1300.TOE.E0000.CU.G](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.V1.N.E1300.TOE.E0000.CU.G)). – 3) Dati pubblicati nello *Statistics Pocket Book* (Capitolo 1, Sezione 1.1), consultabili tramite il *Data Warehouse* statistico della BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=121.GST.A.US.N.B1300.TOE.B0000.CU.G](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.US.N.B1300.TOE.B0000.CU.G)). – 4) Dati pubblicati nello *Statistics Pocket Book* (Capitolo 1, Sezione 1.1), consultabili tramite il *Data Warehouse* statistico della BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=121.GST.A.JP.N.B1300.TOE.B0000.CU.G](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.JP.N.B1300.TOE.B0000.CU.G)).

## 17. Credito bancario: prestiti delle IFM al settore privato

(variazioni percentuali sui dodici mesi)

|                                 | Area<br>dell'euro <sup>1)</sup> | Unione<br>europea | Stati<br>Uniti | Giappone |
|---------------------------------|---------------------------------|-------------------|----------------|----------|
| Media 1989-98                   | 7,1                             | -                 | 5,6            | -        |
| 1998                            | 8,4                             | -                 | 9,8            | -        |
| 1999                            | 10,0                            | -                 | 5,7            | -2,3     |
| 2000                            | 9,6                             | -                 | 11,3           | -2,2     |
| Ampliamento dell'area dell'euro |                                 |                   |                |          |
| 2001                            | 7,9                             | -                 | 1,7            | -3,4     |
| 2002                            | 5,3                             | -                 | 6,1            | -4,7     |
| 2003                            | 4,9                             | -                 | 5,8            | -4,6     |
| 2004                            | 6,1                             | -                 | 10,3           | -3,0     |
| 2005                            | 8,1                             | -                 | 12,2           | 0,0      |
| 2006                            | 10,9                            | -                 | 11,9           | 0,8      |
| Ampliamento dell'area dell'euro |                                 |                   |                |          |
| 2007                            | 10,8                            | -                 | 10,9           | 0,0      |



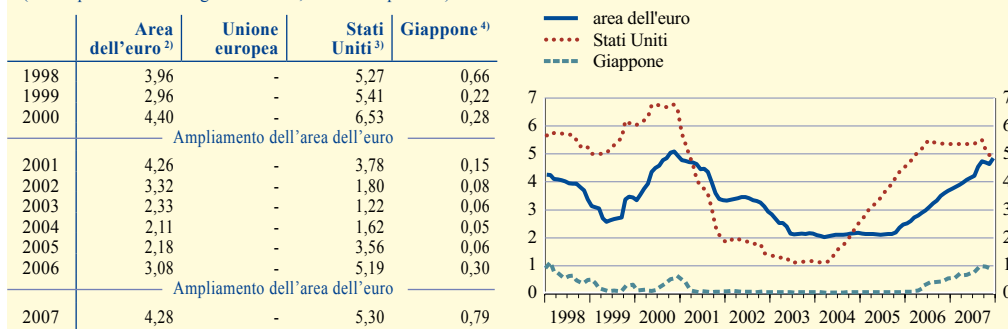
Fonti: BCE, Commissione europea, Federal Reserve System e Banca del Giappone.

1) Dati consultabili tramite il *Data Warehouse* statistico della BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=9.BSI.M.U2.N.U.A20.A.I.U2.2200.Z01.E](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=9.BSI.M.U2.N.U.A20.A.I.U2.2200.Z01.E)).

10 anni di statistiche  
sull'area dell'euro  
a raffronto con quelle  
di altre principali  
aree economiche

## 18. Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi <sup>1)</sup>

(valori percentuali in ragione d'anno; medie nel periodo)

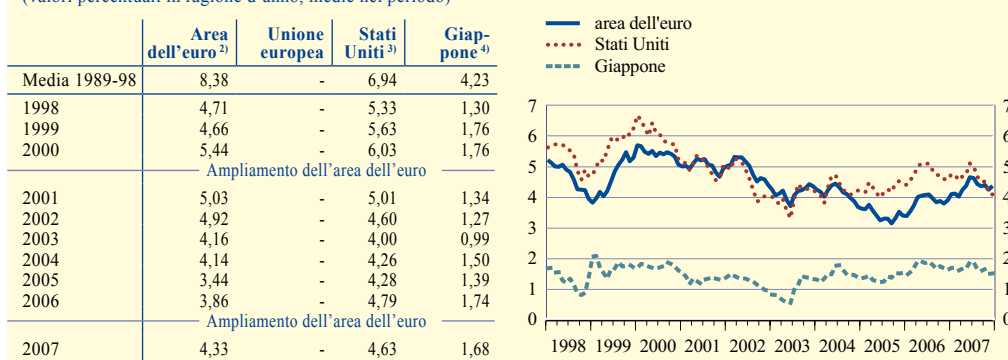


Fonti: European Banking Federation e British Bankers' Association.

1) Dati pubblicati nel *Bollettino Mensile* (Capitolo 4, Sezione 4.6) e nello *Statistics Pocket Book* (Capitolo 9, Sezione 9.5). – 2) Dati consultabili tramite il *Data Warehouse* statistico della BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=143.FM.A.U2.EUR.4F.MM.EURIBOR3MD\\_LST](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.U2.EUR.4F.MM.EURIBOR3MD_LST)). – 3) Dati consultabili tramite il *Data Warehouse* statistico della BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=143.FM.A.US.USD.4F.MM.USD3MFSR\\_LST](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.US.USD.4F.MM.USD3MFSR_LST)). – 4) Dati pubblicati nel *Bollettino Mensile* (Capitolo 9, Sezione 9.2), consultabili tramite il *Data Warehouse* statistico della BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=143.FM.A.JP.JPY.4F.MM.JPY3MFSR\\_LST](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.JP.JPY.4F.MM.JPY3MFSR_LST)).

## 19. Rendimento dei titoli di stato a 10 anni <sup>1)</sup>

(valori percentuali in ragione d'anno; medie nel periodo)



Fonti: Reuters and Thomson Financial Datastream.

1) Dati pubblicati e nello *Statistics Pocket Book* (Capitolo 1, Sezione 1.2). – 2) Dati consultabili tramite il *Data Warehouse* statistico della BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=143.FM.A.U2.EUR.4F.BB.U2\\_10Y.YLD](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.U2.EUR.4F.BB.U2_10Y.YLD)). – 3) Dati consultabili tramite il *Data Warehouse* statistico della BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=143.FM.A.US.USD.4F.BB.US10YT\\_RR.YLD](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.US.USD.4F.BB.US10YT_RR.YLD)). – 4) Dati pubblicati nel *Bollettino Mensile* (Capitolo 9, Sezione 9.2), consultabili tramite il *Data Warehouse* statistico della BCE ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=143.FM.A.JP.JPY.4F.BB.JP10YT\\_RR.YLD](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.JP.JPY.4F.BB.JP10YT_RR.YLD)).

## NOTE GENERALI

L'allegato presenta l'evoluzione dei principali indicatori statistici nel corso degli ultimi dieci anni e, laddove possibile, il valore medio di ciascuno di essi nei dieci anni antecedenti l'introduzione dell'euro. I dati presentati nelle tavole sono su base annua e, salvo diversa indicazione, rappresentano la variazione percentuale sul periodo corrispondente.

La maggior parte delle serie di dati per l'area dell'euro si riferiscono agli Euro 13 (Slovenia inclusa). Tuttavia, i dati sulla finanza pubblica si riferiscono agli Euro 15 (con l'inclusione di Cipro e di Malta) e – per quanto attiene i tassi di interesse, le statistiche monetarie e lo IAPC – le serie statistiche per l'area dell'euro coprono gli Stati membri dell'UE che hanno adottato l'euro relativamente al periodo al quale esse si riferiscono (per una descrizione dettagliata, cfr. le note generali nella sezione *Statistiche dell'area dell'euro* del *Bollettino mensile*). La variazione nella composizione dell'area dell'euro è indicata nelle tavole da una linea orizzontale.

