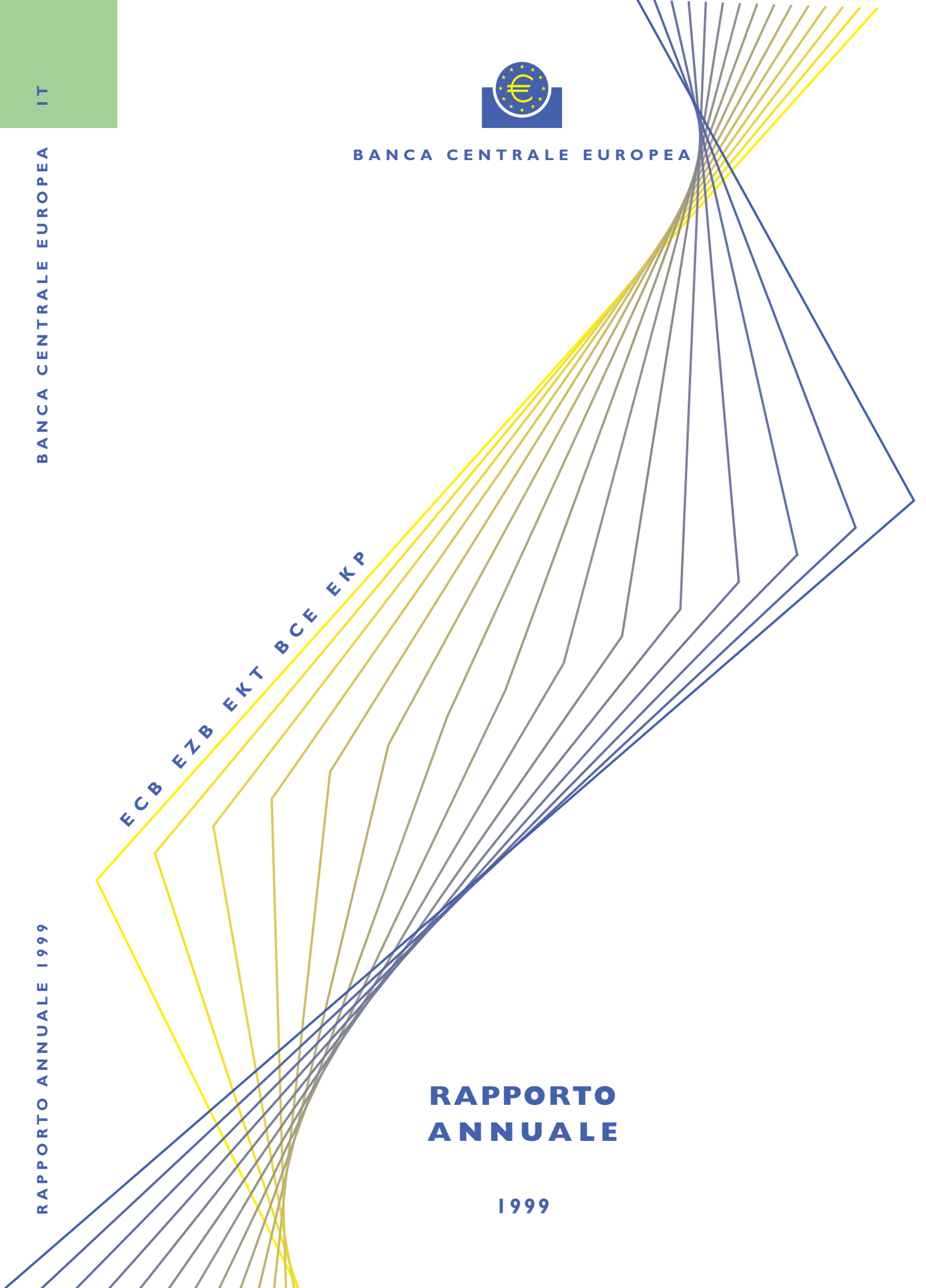
IT

BANCA CENTRALE EUROPEA



BANCA CENTRALE EUROPEA

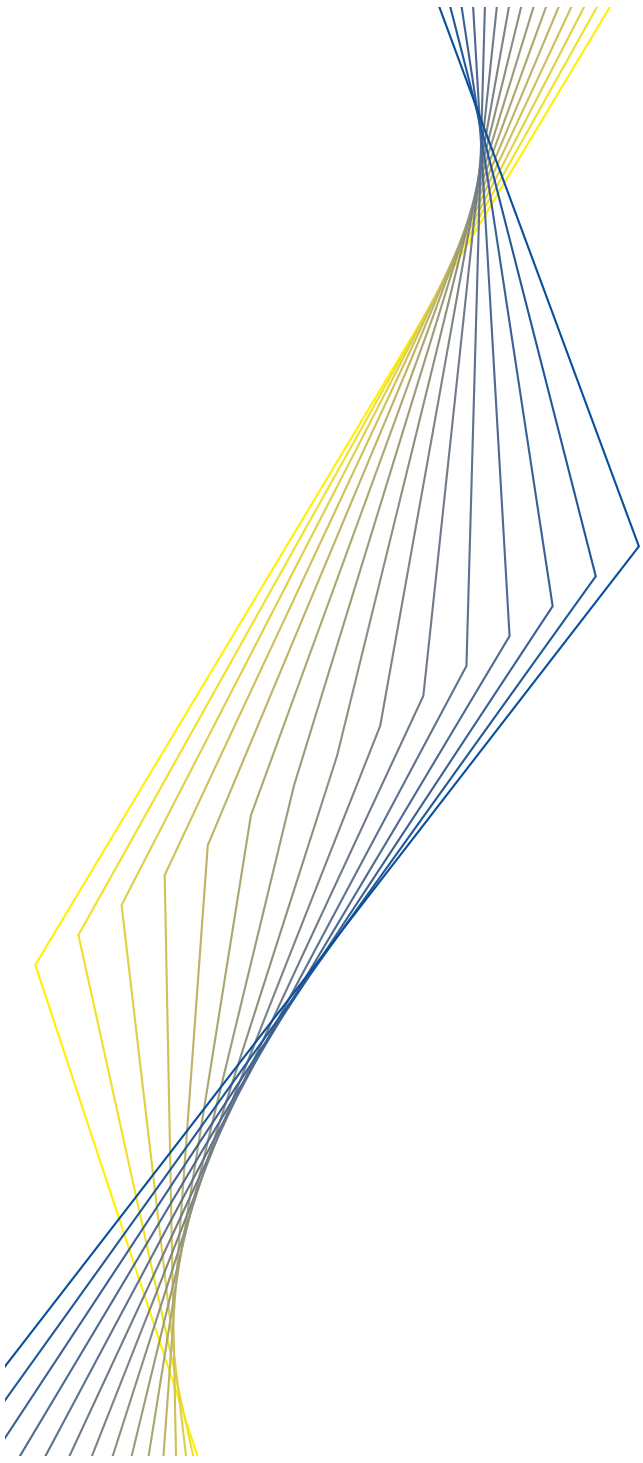
ECB EZB EKT BCE EKP

RAPPORTO ANNUALE

1999

RAPPORTO ANNUALE 1999

BANCA CENTRALE EUROPEA



RAPPORTO ANNUALE

1999

© Banca Centrale Europea, 2000

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

Tutti i diritti riservati.

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

Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate al 7 marzo 2000.

ISSN 1561-4530

Indice

Prefazione 2

Capitolo I

L'evoluzione economica e la politica monetaria

1 Le decisioni di politica monetaria nel contesto della strategia dell'Eurosistema 8

2 Gli andamenti monetari e finanziari 12
2.1 Gli andamenti monetari 12
2.2 I mercati finanziari 15

3 I prezzi 25

4 La produzione, la domanda e il mercato del lavoro 30

5 La finanza pubblica 38

6 Il contesto macroeconomico globale, i tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti 41

Capitolo II

Le operazioni dell'Eurosistema come banca centrale

1 L'attuazione della politica monetaria 50
1.1 La gestione della liquidità 50
1.2 Le operazioni di rifinanziamento principali 51
1.3 Le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine 52
1.4 Le altre operazioni di mercato aperto 53
1.5 Le operazioni attivabili su iniziativa delle controparti 53
1.6 Il regime di riserva obbligatoria 54
1.7 Le garanzie stanziabili e il loro utilizzo per le operazioni di finanziamento dell'Eurosistema 55
1.8 La partecipazione delle controparti dell'Eurosistema alle operazioni di politica monetaria 56
1.9 L'andamento del mercato monetario 56

2 L'investimento delle attività in valuta e dei fondi propri 57
2.1 Le riserve in valuta e oro dell'Eurosistema 57
2.2 La gestione delle riserve in valuta nell'Eurosistema 58
2.3 La gestione dei fondi propri della BCE 58

3 L'operatività dei sistemi di pagamento e di regolamento 59
3.1 Il sistema TARGET 59
3.2 Il Modello di banche centrali corrispondenti 61

4 Gestione dei rischi 62

Capitolo III

L'evoluzione economica negli altri paesi dell'Unione europea 66

Capitolo IV

L'Eurosistema e la cooperazione europea e internazionale

1 Il contesto europeo 78
1.1 Rapporti bilaterali 78
1.2 Il coordinamento delle politiche economiche nazionali nell'Unione europea 81
1.3 Il Dialogo macroeconomico 83

2 Le problematiche internazionali 85
2.1 Le attività della BCE nel settore della cooperazione multilaterale 85
2.2 Lo sviluppo dei rapporti bilaterali tra la BCE e i paesi non appartenenti all'Unione europea 89
2.3 L'architettura del sistema monetario e finanziario internazionale 89
2.4 Il ruolo internazionale dell'euro 92

Capitolo V

I sistemi di pagamento e di regolamento delle transazioni in titoli

1 La sorveglianza dei sistemi di pagamento d'importo rilevante 96

2 La sorveglianza dei sistemi di pagamento al dettaglio 97

3 Altre attività relative ai sistemi di pagamento 98

4 La politica riguardo ai sistemi di regolamento delle transazioni in titoli 98

Capitolo VI

La stabilità finanziaria e la vigilanza prudenziale

1 Il quadro istituzionale per la stabilità finanziaria 102

2 L'evoluzione strutturale del settore bancario e finanziario della UE 104

3 L'analisi macroprudenziale 105

4 Sistemi di valutazione del rischio e centrali dei rischi 106

Capitolo VII

Lo sviluppo delle banconote in euro e i preparativi per la sostituzione del contante

1 La produzione delle banconote in euro 110

2 La qualità delle banconote e monete in euro 110

3 La protezione delle banconote e delle monete in euro contro la contraffazione 111

4 La campagna Euro 2002 111

5 Gli aspetti logistici della sostituzione delle banconote e delle monete metalliche nel 2002 112

6 La circolazione prima del 2002 113

Capitolo VIII

Lo sviluppo del quadro di riferimento per le statistiche 118

Capitolo IX

Altri compiti e attività

1 Le funzioni consultive 124

2 Il rispetto dei divieti di finanziamento monetario e di accesso privilegiato 126

3 La transizione all'anno 2000 127

4 La gestione delle operazioni di prestito e indebitamento per conto della Comunità europea 129

Capitolo X

L'informazione al pubblico e la responsabilità per il proprio operato

1 La politica di informazione della BCE e i suoi strumenti 132
1.1 Gli obiettivi della politica di comunicazione 132
1.2 Strumenti di comunicazione 132

2 Responsabilità per il proprio operato 134
2.1 Indipendenza e responsabilità della banca centrale nell'Unione economica e monetaria 134
2.2 Obblighi di rendiconto della BCE nei confronti del Parlamento europeo 134

Capitolo XI

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

1 L'Eurosistema e il Sistema europeo di banche centrali 138

2 Gli organi decisionali della BCE 139
2.1 Il Consiglio direttivo 139
2.2 Il Comitato esecutivo 141
2.3 Il Consiglio generale 142

3 L'organizzazione della BCE 144
3.1 Organi societari 144
3.2 Evoluzione del personale 144
3.3 L'organigramma della BCE 145

4 I comitati del SEBC 146

Capitolo XII

Bilancio annuale della BCE e situazione contabile consolidata dell'Eurosistema per il 1999 150

Allegati

Glossario 168
Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema 181

Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea (BCE) 187

Elenco dei riquadri, delle tavole e delle figure

Riquadri

1 Mutamenti strutturali nel settore bancario: implicazioni per la politica monetaria 17
2 La valutazione dei fattori che determinano l'aumento dei rendimenti nominali sulla base dei titoli a indicizzazione reale 21
Figura: Tasso di inflazione "di pareggio", relativo all'indice francese dei prezzi al consumo 21

3 Gli effetti della deregolamentazione dei mercati sui prezzi al consumo 27
Figura: Prezzi degli apparecchi e dei servizi telefonici e fax 27
4 Divergenze nella crescita del PIL e nell'inflazione nell'area dell'euro 31
Tavola: Crescita del PIL in termini reali e dello IAPC nei paesi dell'area dell'euro 31
5 La contrazione dell'avanzo della bilancia dei beni dell'area dell'euro nel 1999 46
Figura: Volume delle importazioni dei principali mercati di sbocco delle esportazioni dell'area dell'euro 46
6 La funzione e le attività della rappresentanza permanente della BCE a Washington 86
7 Procedure di consultazione nel 1999 124

Tavole

1 Prezzi e costi nell'area dell'euro 25
2 Crescita del PIL in termini reali e delle sue componenti nell'area dell'euro 30
3 Produzione industriale nell'area dell'euro 34
4 Evoluzione del mercato del lavoro nell'area dell'euro 36
5 Situazione delle finanze pubbliche nell'area dell'euro 38
6 Indicatori macroeconomici sulla Danimarca 67
7 Indicatori macroeconomici sulla Grecia 69
8 Indicatori macroeconomici sulla Svezia 71
9 Indicatori macroeconomici sul Regno Unito 73
10 Quantità di banconote in euro da produrre entro il 1° gennaio 2002 114

Figure

1 Tassi di interesse della BCE e tassi di mercato monetario 9
2 Crescita di M3 nell'area dell'euro 12
3 M3 e principali componenti nell'area dell'euro 13
4 Prestiti al settore privato e tassi di interesse bancari al dettaglio 15
5 Tassi di interesse a breve termine nell'area dell'euro 18
6a Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine nell'area dell'euro, negli Stati Uniti e in Giappone 19
6b Differenziale tra i tassi di interesse a dieci anni negli Stati Uniti e quelli dell'area dell'euro 19
7 Indici dei corsi azionari nell'area dell'euro, negli Stati Uniti e in Giappone 23
8 Dinamica delle componenti dello IAPC nell'area dell'euro 26
9 Contributi alla crescita trimestrale del PIL in termini reali nell'area dell'euro 33
10 Indicatori del clima di fiducia nell'area dell'euro 34
11 Occupazione totale nell'area dell'euro 35
12 Disoccupazione nell'area dell'euro 37
13 Indicatori economici per le principali economie industriali 43
14 Tasso di cambio effettivo nominale 45

Siglario

Paesi

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

Altre

BCE	Banca centrale europea
BCN	Banche centrali nazionali
BRI	Banca dei regolamenti internazionali
CD	Certificati di deposito
c.i.f.	costo, assicurazione e nolo al confine del paese dell'importatore
ECU	Unità monetaria europea
EUR	euro
FMI	Fondo monetario internazionale
f.o.b.	franco a bordo al confine del paese dell'esportatore
IAPC	Indice armonizzato dei prezzi al consumo
IFM	Istituzioni finanziarie monetarie
ILO	Organizzazione internazionale del lavoro
IME	Istituto monetario europeo
IPC	Indice dei prezzi al consumo
MBP4	Manuale del FMI sulla bilancia dei pagamenti (4ª edizione)
MBP5	Manuale del FMI sulla bilancia dei pagamenti (5ª edizione)
p.c.t.	operazioni pronti contro termine
PIL	Prodotto interno lordo
SEBC	Sistema europeo di banche centrali
SEC95	Sistema europeo di conti nazionali 1995
SITC rev. 3	Standard International Trade Classification (3ª revisione)
UE	Unione europea

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

500
€

Prefazione

Il presente Rapporto annuale della BCE è il primo che copre un intero anno di politica monetaria dell'Eurosistema. Esso tratta anche delle altre attività dell'Eurosistema e del Sistema europeo di banche centrali.

Guardando al primo anno dell'euro vi sono motivi di soddisfazione. L'avvio della politica monetaria unica ha avuto luogo in un contesto relativamente favorevole, cui hanno contribuito positivamente le misure di politica economica adottate nel periodo precedente l'introduzione dell'euro. Inoltre, la strategia di politica monetaria dell'Eurosistema si è dimostrata uno strumento prezioso sia per la formulazione delle decisioni di politica monetaria, sia per spiegare tali decisioni al pubblico. Nel corso dell'intero anno, pertanto, l'Eurosistema è stato in grado di concentrare la propria azione sul mantenimento di condizioni di stabilità dei prezzi e l'inflazione si è collocata, in media, su livelli appena superiori all'1 per cento. L'importanza del fatto che sia stato possibile mantenere prezzi stabili nell'area dell'euro non va sottovalutata. Basta, per chiarirlo, esaminare un passato non troppo lontano: nel mezzo secolo appena trascorso, la stabilità dei prezzi è stata più l'eccezione che la regola. L'Eurosistema, quindi, continuerà a spiegare l'importanza del proprio obiettivo primario, il mantenimento della stabilità dei prezzi nell'area dell'euro, e seguiterà a condurre la politica monetaria in vista di tale obiettivo. Vi sono, tuttavia, dei limiti all'efficacia della politica monetaria: per esempio, essa non può impedire che l'andamento dei prezzi registri alcune oscillazioni nel breve periodo. La politica monetaria deve invece concentrarsi sul medio periodo e la sua azione deve essere valutata con riferimento a tale orizzonte temporale. Inoltre, la politica monetaria deve essere sostenuta da sane politiche di bilancio, da politiche strutturali orientate a garantire l'efficiente funzionamento dei mercati e da un comportamento responsabile di coloro che partecipano alle trattative salariali.

L'Eurosistema deve agire come una singola entità e come un organismo veramente europeo, il che significa che le decisioni devono sempre essere assunte in una prospettiva rivolta all'area nel suo insieme. La politica monetaria è una e indivisibile e non può, quindi, rispondere a situazioni che interessino singoli paesi o regioni dell'area dell'euro. In qualsiasi unione monetaria di una dimensione paragonabile all'area dell'euro è inevitabile che l'inflazione e, più in generale, gli andamenti economici non siano del tutto uniformi tra tutti i paesi che ne fanno parte. L'esistenza di tali differenze, entro certi limiti, dovrebbe essere considerata un fenomeno normale, come mostra l'esperienza di altre unioni monetarie di ampie dimensioni quali gli Stati Uniti. Tuttavia, nel caso in cui le differenze dovessero minacciare di divenire troppo marcate, la risposta di politica economica può essere fornita soltanto a livello nazionale, attraverso la politica di bilancio, le politiche strutturali e la capacità di adeguamento dei mercati.

Sul finire del 1998 e nel corso dei primi mesi del 1999 l'economia dell'area dell'euro ha registrato un rallentamento ciclico, in un periodo in cui l'inflazione era già a livelli moderati. Le crisi finanziarie in Asia e in Russia hanno avuto ripercussioni anche in Europa. Una valutazione di ampio respiro delle prospettive per l'andamento dei prezzi e dei rischi per la loro stabilità, che costituisce il secondo pilastro della nostra strategia di

politica monetaria, indicava nel complesso una ulteriore spinta al ribasso sui prezzi. Il primo pilastro della strategia, che assegna alla moneta un ruolo preminente attraverso un'analisi della sua crescita rispetto a un valore di riferimento, mostrava all'inizio del 1999 un tasso di crescita di M3 pari a circa il 5 per cento, un livello ancora relativamente prossimo al valore di riferimento ($4^1/_2$ per cento). Poiché si riteneva probabile che sulla crescita monetaria all'inizio del 1999 avesse inciso la stessa introduzione dell'euro, non sembrava che gli andamenti monetari di quel periodo rappresentassero un rischio per la stabilità dei prezzi nel medio periodo. Di conseguenza, considerando nel loro insieme le informazioni relative ai due pilastri della politica monetaria, l'8 aprile il Consiglio direttivo della BCE decise di ridurre il tasso di rifinanziamento principale di 50 punti base, al 2,50 per cento. In seguito a questa riduzione i tassi di interesse nominali a breve termine nell'area dell'euro raggiunsero i minimi storici. Ciò ha contribuito a creare condizioni in cui era possibile sfruttare il potenziale di crescita dell'area dell'euro senza mettere a repentaglio la stabilità dei prezzi.

Nel corso del 1999 si sono andati attenuando i rischi per la stabilità dei prezzi derivanti da spinte a un loro ribasso, mentre sono emersi rischi al rialzo la cui entità è gradualmente aumentata. Il differenziale tra la crescita della moneta e il suo valore di riferimento ha continuato ad ampliarsi, mentre il credito concesso al settore privato si espandeva a un ritmo annuo superiore al 10 per cento. L'offerta di liquidità nell'area dell'euro era ampia e il livello dei tassi di interesse della BCE relativamente modesto. Tutti questi andamenti indicavano la presenza di rischi di un rialzo dei prezzi nel medio periodo. Nel contempo, pressioni al rialzo venivano dal continuo aumento dei prezzi del petrolio e dal deprezzamento del tasso di cambio dell'euro, in una situazione in cui le prospettive dell'economia cominciavano a migliorare. Entrambi i pilastri della strategia di politica monetaria indicavano, quindi, rischi crescenti per la stabilità dei prezzi nel medio termine. Il 4 novembre 1999 il Consiglio direttivo ha innalzato di 50 punti base i tre principali tassi di interesse della BCE. In seguito, il 3 febbraio 2000, ha deciso di aumentare questi tassi di interesse di altri 25 punti base; un analogo aumento è stato deciso il 16 marzo. In tutti i casi, il momento in cui le misure sono state attuate ha dimostrato il carattere lungimirante della politica monetaria dell'Eurosistema. Infatti, intervenendo prima che i rischi diventino realtà è possibile evitare di dover in seguito aumentare in misura più marcata i tassi di interesse. Anziché stroncare la ripresa economica sul nascere, tali interventi contribuiscono a creare una delle condizioni per una robusta e durevole crescita dell'economia.

L'euro è ancora una novità (è trascorso poco più di un anno da quando è stato introdotto), e anche la BCE e l'Eurosistema sono giovani. L'effettiva introduzione dell'euro, compresi gli aspetti tecnici del processo, si è svolta regolarmente. Le prime settimane di gennaio del 1999 hanno visto l'integrazione dei mercati monetari dell'area dell'euro. L'assetto operativo dell'Eurosistema – cioè l'utilizzo delle operazioni di rifinanziamento, le operazioni attivabili su iniziativa delle controparti e il sistema di riserva obbligatoria, da soddisfare in media nel corso di un periodo mensile – ha funzionato molto bene. I tassi di interesse *overnight* sono stati in genere molto stabili, senza che sia emersa la necessità di fare ricorso a operazioni di *fine tuning*. La BCE ha condotto soltanto una operazione di *fine tuning* all'inizio del 2000, per assorbire una certa quantità di liquidità in eccesso dopo la riuscita del passaggio all'anno 2000.

L'Eurosistema nutre, naturalmente, un vivo interesse per gli sviluppi relativi al possibile ampliamento dell'area dell'euro. Per questo motivo analizza con attenzione gli andamenti negli Stati membri della UE che non hanno ancora adottato l'euro e assegna particolare importanza alla propria collaborazione con tali Stati membri in seno al Consiglio generale della BCE. L'Eurosistema segue anche con attenzione il processo di ammissione all'Unione europea di nuovi Stati membri. Quando verrà il momento, questi paesi dovranno soddisfare i criteri di convergenza in

vista di una successiva adozione dell'euro. In questo contesto, l'Eurosistema ha stabilito contatti con le banche centrali in tutti i paesi candidati ed è pronto a contribuire al processo di ammissione nell'ambito delle proprie competenze.

Ho concentrato sinora l'attenzione soprattutto sulle attività della BCE e dell'Eurosistema. Tuttavia, fin dalla sua introduzione l'euro ha influenzato l'intero settore finanziario, l'economia dell'area dell'euro in generale e il sistema monetario internazionale. L'euro è immediatamente divenuto la seconda moneta più importante del mondo. Gli effetti della sua introduzione non si sono ancora manifestati pienamente, e sono destinati ad ampliarsi negli anni a venire. L'euro trasformerà l'economia dell'area, come del resto sta già avvenendo. L'evoluzione già in atto nel settore finanziario ha ricevuto ulteriore impulso dall'introduzione dell'euro. In linea generale, il ruolo dei mercati finanziari nell'allocazione dei fondi sta crescendo rispetto a quello degli intermediari. Lo spessore e la liquidità dei mercati dei capitali stanno aumentando. Alcuni segmenti di tali mercati che in precedenza erano meno sviluppati, come ad esempio il mercato delle obbligazioni emesse da società private, sono cresciuti significativamente. In generale, il volume delle contrattazioni nei mercati finanziari è stato elevato, il che dimostra come l'euro sia stato accolto con favore.

Una ulteriore integrazione dei mercati dei capitali è ancora possibile, e verrebbe facilitata da misure volte a creare condizioni più paritarie di concorrenza. Ciò vale anche per la creazione di un mercato unico per i servizi finanziari. Per esempio, l'Eurosistema ha sottolineato che lo sviluppo dei sistemi di pagamento al dettaglio, volto a ridurre il costo e aumentare la velocità dei pagamenti transfrontalieri, deve essere realizzato in modo tale da assicurarne una piena funzionalità entro la data in cui verranno poste in circolazione le banconote e le monete in euro.

Le spinte verso una ristrutturazione dell'economia sono venute crescendo nel 1999, come dimostra anche la notevole attività di fusione e acquisizione, non ristretta al settore finanziario. Nell'ambito di quest'ultimo, tale processo riguarda tutti i tipi di intermediari e istituzioni, dalle banche alle borse, come pure i sistemi di pagamento e quelli di regolamento delle transazioni in titoli. Sebbene le fusioni e le acquisizioni rivestano tuttora un carattere nazionale, ciò potrebbe mutare in futuro. La moneta unica stimola la concorrenza rendendo più trasparente il funzionamento dei mercati e agevolando, nell'ambito dell'area dell'euro, il confronto tra paesi. Ciò ha un effetto positivo sul funzionamento del Mercato unico e quindi, in definitiva, accresce il benessere economico. Questo processo verrà intensificato ulteriormente dall'introduzione delle banconote e monete denominate in euro. L'introduzione della moneta unica implica anche che le differenze nella qualità delle politiche economiche condotte dai vari paesi dell'area dell'euro diventano più facilmente riscontrabili. Questa dovrebbe essere considerata dai governi come un'opportunità per apprendere ciascuno dalle esperienze degli altri, al fine di individuare e adottare le politiche migliori. L'Eurosistema segue e analizza attentamente le trasformazioni strutturali in corso nell'area dell'euro, in quanto esse potrebbero avere un impatto sul modo e sulla velocità con cui le misure di politica monetaria influenzano l'evoluzione economica e, in particolare, l'inflazione. Da un punto di vista più generale è importante che il sistema finanziario dell'area dell'euro sia efficiente e stabile, in quanto ciò agevola anche la conduzione della politica monetaria.

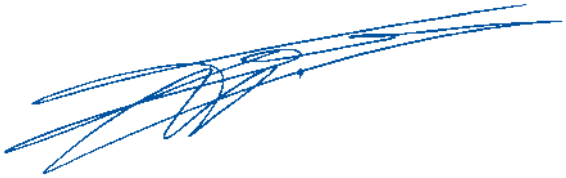
Vi sono, inoltre, alcuni cambiamenti non direttamente connessi all'introduzione dell'euro che devono essere oggetto di attenzione da parte dell'Eurosistema. Lo sviluppo della moneta elettronica si ripercuote su tutte le principali funzioni di una banca centrale: a politica monetaria, l'obiettivo della stabilità finanziaria, la vigilanza bancaria e la sorveglianza dei sistemi di pagamento. L'Eurosistema attribuisce una grande importanza all'adozione di un efficace quadro regolamentare applicabile agli emittenti di moneta elettronica. Mentre il presente Rapporto

annuale è in corso di stampa, nell'Unione europea vengono compiuti importanti progressi in materia di moneta elettronica, anche se le attuali proposte di regolamentazione potrebbero essere ulteriormente migliorate. Ciò vale, in particolare, per le norme volte ad assicurare che solo gli istituti di credito sottoposti a vigilanza siano autorizzati a emettere importi elevati di moneta elettronica, che l'Eurosistema possa estendere i propri strumenti di politica monetaria agli emittenti di moneta elettronica e che quest'ultima sia sempre rimborsabile al valore nominale.

Il passaggio al nuovo millennio è avvenuto regolarmente, grazie in particolare al meticoloso lavoro di preparazione svolto in numerosi settori, compreso quello finanziario, nonché da parte dell'Eurosistema. L'euro ha avuto un buon inizio, ma il processo volto ad assicurare il suo successo e quello dell'Unione economica e monetaria è a lungo termine. L'Eurosistema farà la propria parte per contribuire a tale successo. L'attività in tutte le aree sopra menzionate, e anche in altre, continuerà nell'anno in corso e in quelli a venire, con l'obiettivo di rafforzare le basi dell'euro e dell'Eurosistema, l'infrastruttura di quest'ultimo e il suo assetto di politica monetaria.

L'economia dell'area dell'euro sta ora entrando in una fase cruciale. Si presenta una rara opportunità di ottenere una consistente riduzione della disoccupazione in tutta l'area e di dare nuovo impulso all'economia, nel momento in cui è in corso un rilancio della crescita economica in un contesto di stabilità dei prezzi. Questa opportunità potrà essere colta solo se i responsabili della politica economica compieranno le scelte giuste, e se il settore privato avrà fiducia nel futuro e quindi avrà il coraggio di assumere nuove iniziative. Il miglior contributo che la politica monetaria può apportare alla riduzione della disoccupazione è concentrare fermamente la propria attenzione sul mantenimento della stabilità dei prezzi nel medio termine. Ciò servirebbe, nel contempo, ad accrescere ulteriormente la credibilità dell'Eurosistema e a sostenere la fiducia dei cittadini nel fatto che il valore della propria moneta, l'euro, verrà mantenuto nel tempo. In linea con il Patto di stabilità e crescita, le autorità di politica fiscale dovrebbero ridurre i disavanzi portando i bilanci in pareggio o addirittura in avanzo. I governi dovrebbero tradurre in pratica la propria intenzione di avviare riforme strutturali che consentano ai mercati di operare con maggiore flessibilità, e rafforzare le misure già adottate in questo campo. Nelle contrattazioni salariali le parti sociali dovrebbero tenere conto dell'importanza del mantenimento della stabilità dei prezzi, della crescita della produttività, della necessità di ridurre la disoccupazione e del fatto che le diverse circostanze locali richiedono un andamento differenziato dei salari. Dovremmo tutti considerare il futuro come fonte di ulteriori opportunità portatrici di benessere ai cittadini europei; dovremmo tutti cogliere tali opportunità e, in tal modo, favorire lo sviluppo dell'Europa rendendola una componente forte e dinamica dell'economia mondiale.

Francoforte sul Meno, marzo 2000



Willem F. Duisenberg

Capitolo I

L’evoluzione economica e la politica monetaria

1 Le decisioni di politica monetaria nel contesto della strategia dell'Eurosistema

Conformemente ai propri obblighi statutari, l'Eurosistema si pone come obiettivo principale il mantenimento della stabilità dei prezzi nell'area dell'euro. A questo fine, le decisioni di politica monetaria sono assunte con un'ottica rivolta al futuro, sulla base di una strategia orientata alla stabilità, adottata nell'ottobre 1998 (cfr. l'articolo *La strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, orientata alla stabilità* pubblicato nel numero di gennaio 1999 del Bollettino mensile della BCE). In sintesi, il Consiglio direttivo della BCE ha reso nota una definizione quantitativa della stabilità dei prezzi, cioè un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore al 2 per cento. È stato anche precisato che tale obiettivo va perseguito in un orizzonte di medio termine. Per valutare le prospettive per i prezzi e per i rischi per la loro stabilità, è stato adottato un approccio basato su due pilastri. Il primo pilastro attribuisce alla moneta un ruolo di primo piano, come segnalato dall'annuncio di un valore di riferimento per il tasso di crescita di un aggregato monetario ampio. Nel dicembre 1998 è stato assunto a valore di riferimento un tasso di crescita annuo di M3 pari al $4\,^1/_2$ per cento; l'andamento della moneta rispetto a tale valore è analizzato in modo regolare per trarne informazioni sull'andamento dei prezzi nel medio termine. Nel contesto del secondo pilastro, viene effettuata una valutazione di ampio respiro di altri indicatori contenenti informazioni sulle prospettive per l'andamento dei prezzi nell'insieme dell'area dell'euro e per i rischi per stabilità dei prezzi. Questa valutazione si fonda su un'ampia gamma di indicatori economici e dei mercati finanziari, comprese le previsioni. In questo contesto, la politica monetaria non risponde in modo meccanico agli andamenti di un solo indicatore o previsione; piuttosto, sulla base di un'approfondita analisi dell'informazione fornita dai due pilastri della strategia, il Consiglio direttivo fissa i tassi di interesse sugli strumenti di politica monetaria dell'Eurosistema al livello più adeguato per il mantenimento della stabilità dei prezzi nel medio termine.

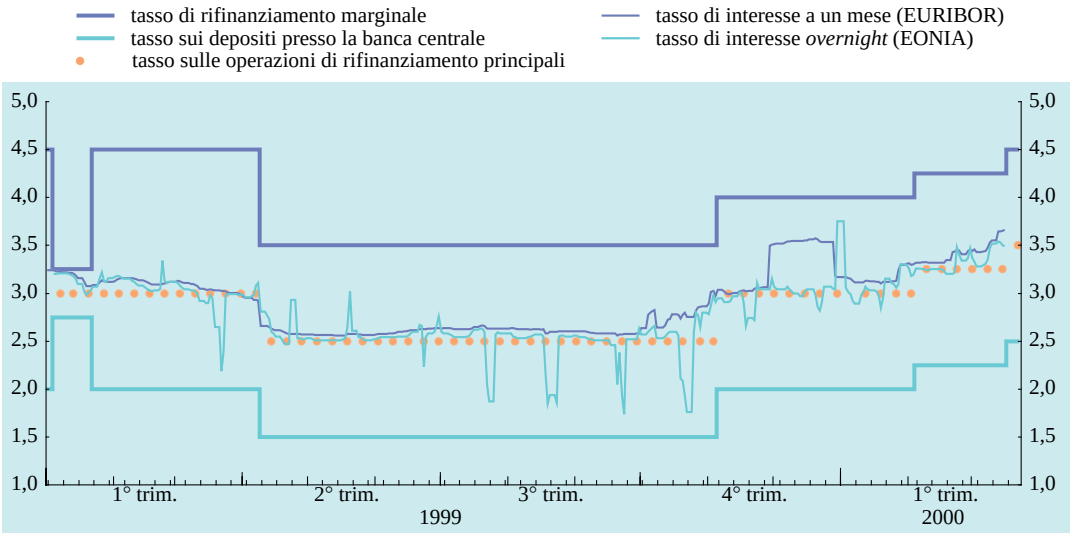
Il 22 dicembre 1998 sono stati annunciati ufficialmente i tassi di interesse che sarebbero stati applicati ai tre principali strumenti di politica monetaria all'inizio della Terza fase dell'Unione economica e monetaria (UEM). Questa decisione ha fatto seguito a una riduzione coordinata dei tassi di interesse da parte delle banche centrali nazionali, decisa in precedenza nel dicembre 1998, con cui è stato praticamente portato a compimento il processo di convergenza fra i tassi di interesse ufficiali dei paesi oggi partecipanti all'area dell'euro. Il 22 dicembre 1998 il tasso da applicare alla prima operazione di rifinanziamento principale del 1999 è stato fissato al 3 per cento, quello per le operazioni di rifinanziamento marginale al 4,5 per cento e quello per le operazioni di deposito presso la banca centrale al 2,0 per cento. Entrambi questi due ultimi tassi sono diventati effettivi dal 1° gennaio 1999. In via temporanea, al fine di facilitare la transizione al mercato monetario unico, il Consiglio direttivo della BCE ha adottato per il periodo tra il 4 e il 21 gennaio 1999 un "corridoio stretto" per i tassi di interesse di mercato a breve termine, fissando il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e quello sui depositi presso la banca centrale rispettivamente al 3,25 e al 2,75 per cento (cfr. la figura 1 e la sezione intitolata *Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema*).

Nel primo trimestre del 1999 le tensioni sui prezzi sono rimaste deboli. Nei mesi di gennaio e febbraio 1999 l'inflazione misurata dallo IAPC è rimasta sostanzialmente invariata al livello di dicembre 1998 (0,8 per cento). In questo contesto di bassa inflazione, alcuni segnali hanno evidenziato come il rallentamento dell'attività economica nell'area dell'euro – essenzialmente riconducibile all'indebolimento della domanda esterna – poteva essere superiore a quanto previsto alla fine del 1998. Un significativo rallentamento

Figura 1

Tassi di interesse della BCE e tassi di mercato monetario

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



Fonti: BCE e Reuters.

dell'economia era indicato dalle cifre relative alla crescita del PIL a prezzi costanti; a ciò si è aggiunto un indebolimento della crescita della produzione industriale nonché il continuo deterioramento del clima di fiducia delle imprese manifatturiere. Sulla base di queste indicazioni, appariva allora chiaro come i rischi per la stabilità dei prezzi fossero, nel medio termine, prevalentemente al ribasso.

D'altra parte, nella valutazione delle prospettive per la stabilità dei prezzi, era necessario tenere conto del fatto che alcuni indicatori, all'inizio del 1999, sembravano dare segnali opposti. In quel momento, la media di tre mesi dei tassi di crescita sui dodici mesi di M3 relativi al periodo fra dicembre 1998 e febbraio 1999 era pari al 5,0 per cento circa, ovvero lievemente superiore al valore di riferimento. I dati monetari di gennaio indicavano un incremento significativo dei depositi in conto corrente mentre il credito al settore privato faceva registrare una rapida crescita, raggiungendo il 10 per cento circa nei primi mesi del 1999. Inoltre, malgrado il rallentamento economico, il clima di fiducia dei consumatori restava relativamente elevato. Infine, l'aumento dei prezzi del petrolio da metà febbraio e il deprezzamento dell'euro in termini effettivi nei primi mesi del 1999 rappresentavano due fattori in grado di esercitare una pressione al rialzo sui prezzi.

All'inizio del 1999, pertanto, il Consiglio direttivo aveva di fronte segnali contraddittori. Dal punto di vista dell'andamento monetario, tuttavia, la crescita di M3 era ancora vicina al valore di riferimento del 4 1/2 per cento. Inoltre, il rapido aumento dei depositi in conto corrente registrato a gennaio sembrava ampiamente riconducibile alle circostanze speciali risultanti dalla transizione alla Terza fase della UEM, un'interpretazione in qualche misura confortata dalla parziale inversione della crescita di questi depositi osservata in febbraio. Infine, non si poteva escludere che l'eccezionale crescita monetaria di gennaio non fosse stata influenzata anche da fattori istituzionali, quali le modifiche ai sistemi di registrazione statistica e il passaggio a un nuovo sistema di riserva obbligatoria. Pertanto, date le incertezze nell'analisi degli andamenti monetari dell'inizio del 1999 e il modesto scostamento dal valore di riferimento, il Consiglio direttivo non ha considerato gli andamenti monetari come indicazione di un rischio al rialzo per la stabilità dei prezzi.

Nel complesso, considerando che i tassi di inflazione correnti erano significativamente

inferiori al limite superiore della definizione della stabilità dei prezzi adottata dall'Eurosistema, e in previsione delle pressioni al ribasso sui prezzi legate all'indebolimento dell'attività economica, l'8 aprile il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre il tasso applicato alle operazioni di rifinanziamento principale di 50 punti base, portandolo al 2,5 per cento. Questa decisione è stata accompagnata dalla riduzione di 100 punti base del tasso applicato alle operazioni di rifinanziamento marginale, al 3,5 per cento, e di 50 punti base di quello sui depositi presso la banca centrale, all'1,5 per cento. In questo modo veniva creato un corridoio simmetrico intorno al tasso delle operazioni di rifinanziamento principali. Queste misure sono state considerate appropriate come misure precauzionali per preservare la stabilità dei prezzi nel medio termine e, quindi, contribuire a un migliore sfruttamento del potenziale di crescita dell'economia dell'area dell'euro.

Più avanti nell'anno, tra i rischi per la stabilità dei prezzi, quelli al rialzo hanno gradualmente cominciato a prevalere su quelli al ribasso. La media mobile centrata di tre mesi del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 ha registrato una progressiva tendenza al rialzo, avvicinandosi al 6,0 per cento in estate. Anche scontando l'andamento eccezionale di inizio anno, il protrarsi dell'espansione monetaria appariva ora evidente. Il tasso di crescita annuo dei depositi in conto corrente rimaneva elevato, mentre il credito al settore privato continuava la sua rapida espansione, confermando una situazione di abbondante liquidità.

Nel contempo, il contesto esterno ha registrato un miglioramento, con la stabilizzazione e la successiva ripresa delle economie asiatiche e il venire meno dei timori di turbolenze finanziarie in altri mercati emergenti. L'attività economica degli Stati Uniti ha continuato a dare segnali di robustezza. In questo contesto, l'attività nell'area dell'euro ha segnato una progressiva ripresa. I primi segni di tale processo si sono osservati nel sostanziale miglioramento del clima di fiducia delle imprese manifatturiere in estate. La produzione industriale si è stabilizzata nel secondo trimestre del 1999, registrando un'accelerazione nel terzo trimestre. La costante crescita dei rendimenti obbligazionari durante l'estate ha fornito inoltre un'ulteriore indicazione delle aspettative del mercato circa un miglioramento delle condizioni economiche di lungo periodo, oltre che di un lieve aumento delle aspettative di inflazione. Nel complesso, è apparsa gradualmente più chiara la prospettiva di un'accelerazione significativa dell'attività economica nell'area dell'euro nel corso del 1999 e nel 2000. Il tasso di cambio effettivo dell'euro si è ulteriormente indebolito e i prezzi del petrolio hanno continuato ad aumentare; entrambi i fattori si sono trasmessi gradualmente ai prezzi al consumo.

È apparso allora evidente che i rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi erano progressivamente aumentati dall'inizio dell'estate e che erano scomparsi i rischi al ribasso che esistevano all'epoca della riduzione dei tassi di interesse della BCE in aprile. In questo contesto, il 4 novembre 1999 il Consiglio direttivo ha deciso di aumentare il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali di 50 punti base, portandolo al 3,0 per cento. Nella stessa occasione, sono stati aumentati di 50 punti base anche i tassi applicati ai depositi presso la banca centrale e alle operazioni di rifinanziamento marginale, portati rispettivamente al 2,0 e al 4,0 per cento.

Con questo cambiamento nelle condizioni monetarie si riteneva di poter impedire che la situazione di abbondante liquidità si traducesse in una pressione al rialzo sui prezzi nel medio termine e di poter mantenere le aspettative di inflazione ben al di sotto del 2 per cento. Si riteneva inoltre che agendo tempestivamente sui tassi di interesse si sarebbero evitate, in seguito, misure più gravi, contribuendo a sostenere una crescita non inflazionistica di lungo periodo. L'entità della manovra era anche volta a rimuovere le incertezze sul corso a breve termine della politica monetaria, contribuendo a ridurre eventuali premi all'incertezza sui mercati finanziari. Inoltre, si mirava a contribuire al contenimento di un possibile aumento della volatilità sui mercati

monetari nel periodo di transizione all'anno 2000.

Durante la riunione del 2 dicembre 1999 il Consiglio direttivo ha riesaminato il valore di riferimento per la crescita della moneta, come aveva annunciato nel dicembre 1998. È stato deciso di confermare il valore di riferimento di una crescita del 4 1/2 per cento per l'aggregato ampio M3. Questa decisione si è basata sul fatto che sono rimasti sostanzialmente invariati i fattori che erano alla base del calcolo del valore di riferimento relativo all'anno precedente, ovvero la definizione di stabilità dei prezzi dell'Eurosistema (un aumento sui dodici mesi dello IAPC per l'area dell'euro inferiore al 2 per cento), la stima della crescita potenziale del PIL a prezzi costanti (2 - 2 1/2 per cento) e la stima di una diminuzione tendenziale della velocità di circolazione di M3 (1/2 -1 per cento).

Il Consiglio direttivo ha inoltre deciso che l'analisi della crescita monetaria in relazione al valore di riferimento continuerà a fondarsi su medie mobili di tre mesi dei tassi di crescita sui dodici mesi di M3; ha sottolineato che tale analisi sarà condotta parallelamente alla valutazione di ampio respiro delle previsioni sull'andamento dei prezzi implicata dal secondo pilastro della strategia dell'Eurosistema. Le decisioni di politica monetaria per il mantenimento della stabilità dei prezzi nel medio termine continueranno pertanto ad essere fondate sulle informazioni fornite da entrambi i pilastri della strategia. Infine, si è deciso di riesaminare il valore di riferimento per la crescita della moneta su base regolare annua, fissando il prossimo esame per il mese di dicembre 2000.

A fine 1999 e inizio 2000 la crescita della moneta e del credito hanno continuato a riflettere la disponibilità di un'ampia liquidità nell'area dell'euro. Nel contempo, gli andamenti del tasso di cambio e dei prezzi delle materie prime hanno contribuito all'aumento dei prezzi alle importazioni e dei costi nell'area dell'euro. L'entità e la durata di tali aumenti sono state superiori a quanto precedentemente previsto, accrescendo in modo significativo il rischio di effetti di secondo impatto sui prezzi al consumo, soprattutto in un momento in cui l'attività economica nell'area dell'euro registrava una forte ripresa. Poiché entrambi i pilastri della strategia di politica monetaria dell'Eurosistema segnalavano un aumento dei rischi per la stabilità dei prezzi, per due volte il 3 febbraio e il 16 marzo 2000, il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di aumentare di 25 punti base i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sui depositi presso la banca centrale e sulle operazioni di rifinanziamento marginale.

2 Gli andamenti monetari e finanziari

2.1 Gli andamenti monetari

Crescita di M3 superiore al valore di riferimento

Il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio M3 è aumentato gradualmente nel 1999. La media trimestrale di questo tasso di crescita relativa al periodo fra ottobre e dicembre è stata pari al 6,0 per cento (cfr. figura 2), a fronte di una crescita del 4,8 per cento nel trimestre corrispondente del 1998. La crescita di M3 si è quindi progressivamente discostata dal valore di riferimento del 4 1/2 per cento e ha registrato, nel 1999, un tasso medio del 5,7 per cento, contro il 4,9 per cento nel 1998 e il 4,1 per cento nel 1997.

L'espansione monetaria del 1999 è stata favorita soprattutto dal basso costo opportunità della detenzione delle componenti più liquide di M3. È inoltre possibile che la ripresa economica dell'area dell'euro abbia stimolato la domanda di moneta per transazioni. La crescita di M3 sembra infine aver risentito, all'inizio del 1999, anche delle riallocazioni di portafoglio in risposta all'introduzione dell'euro e al nuovo regime di riserva obbligatoria. Nel complesso, l'espansione della moneta ha riflesso le condizioni di abbondante liquidità prevalenti nella maggior parte del 1999.

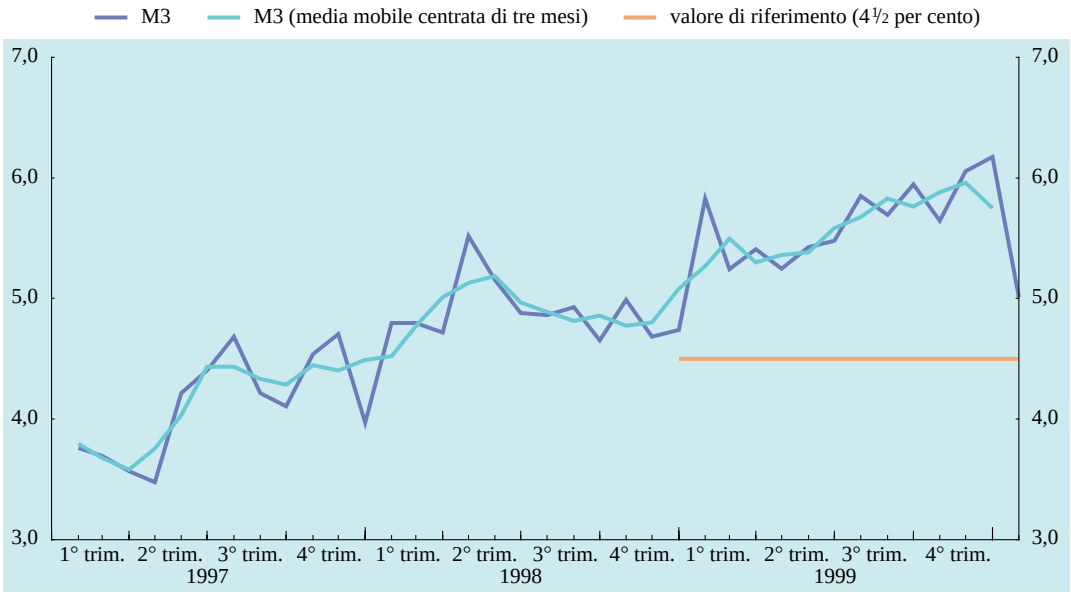
Passando alle singole componenti di M3, la crescita del circolante ha registrato un aumento nel 1999, dopo essere stata molto contenuta nell'anno precedente. Nel quarto trimestre del 1999 l'aumento sui dodici mesi del circolante è stato del 6,4 per cento, contro lo 0,4 per cento nel trimestre corrispondente del 1998 e il 2,7 per cento in quello del 1997 (cfr. figura 3). La ripresa economica e il basso costo opportunità della detenzione di banconote possono aver sostenuto questa tendenza al rialzo. Inoltre, un incremento temporaneo della domanda di moneta a scopo precauzionale si è registrato poco prima della transizione all'anno 2000.

I depositi in conto corrente hanno registrato una rapida espansione nel 1999, pur con un lieve rallentamento nell'ultima parte dell'anno.

Figura 2

Crescita di M3 nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

Nell'ultimo trimestre del 1999 il tasso di crescita sui dodici mesi si è attestato al 12,7 per cento, a fronte del 10,6 per cento registrato nel quarto trimestre del 1998 e del 9,3 per cento nel periodo corrispondente del 1997. Nel gennaio 1999 si è registrata una ripresa della domanda di depositi in conto corrente, che ha riflesso le circostanze specifiche connesse all'avvio della UEM. Il contenuto livello del tasso di inflazione e del tasso di interesse e il conseguente basso costo opportunità associato alla detenzione di depositi in conto corrente, nonché la ripresa economica dell'area dell'euro, contribuiscono a spiegare la forte domanda per questi depositi nel 1999.

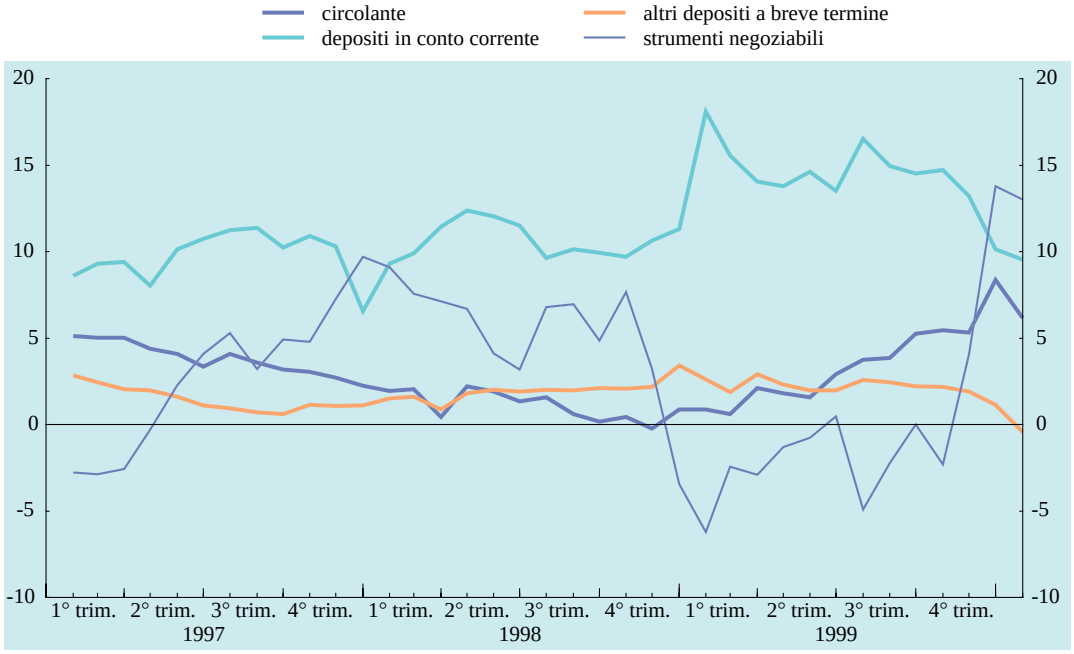
Al contrario, come negli anni passati, i depositi a breve termine diversi da quelli in conto corrente (ovvero i depositi rimborsabili con un preavviso fino a tre mesi e i depositi con durata prestabilita fino a due anni) hanno invece registrato un'espansione abbastanza contenuta nel 1999. Nell'ultimo trimestre dell'anno, il tasso di crescita sui dodici mesi è stato pari all'1,7 per cento, contro il 2,6 per cento nel quarto trimestre del 1998 e l'1,1 per cento nel periodo corrispondente del 1997. La loro limitata attrattiva per gli investitori può dipendere dal fatto che il differenziale fra i tassi di interesse su questi depositi e quelli sui depositi in conto corrente è diminuito in modo significativo nei primi tre trimestri dell'anno ed è rimasto, da allora, relativamente basso. Inoltre, l'aumento dell'inclinazione della curva dei rendimenti osservato nel 1999 può essere stato accompagnato da un processo di sostituzione a favore di investimenti in attività finanziarie a più lungo termine. Infine, è possibile che in alcuni paesi la minore domanda di questi depositi a breve termine sia stata collegata a un calo significativo delle aspettative di inflazione negli ultimi anni.

Dopo essere diminuita in modo significativo alla fine del 1998 e all'inizio del 1999, la domanda degli altri strumenti compresi in M3 (gli strumenti negoziabili e i pronti contro termine) ha registrato una ripresa significativa nel corso del 1999. Nell'ultimo trimestre dell'anno, il tasso di crescita sui dodici mesi si è attestato al 5,2 per cento, a fronte del 2,5 per cento nel trimestre corrispondente del 1998

Figura 3

M3 e principali componenti nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

e del 7,3 per cento nell'ultimo trimestre del 1997. Tale ripresa è essenzialmente riconducibile al significativo incremento della crescita sia delle quote dei fondi comuni monetari sia delle obbligazioni con scadenza originaria fino a un anno. È possibile che, soprattutto alla fine dell'estate e in autunno, la domanda di questi strumenti sia stata temporaneamente favorita dalle incertezze dei mercati finanziari sull'andamento futuro dei rendimenti a lungo termine. In tali circostanze, infatti, i titoli negoziabili a breve termine, in virtù della loro relativa liquidità e del rendimento superiore a quello dei depositi con durata prestabilita fino a due anni, sono spesso utilizzati come parcheggio temporaneo dei fondi. L'attrattiva di questi strumenti è peraltro aumentata grazie all'incremento dei tassi di mercato a breve termine dopo la fine di settembre. I dati di bilancia dei pagamenti di alcuni paesi dell'area dell'euro indicano che la crescita registrata nel 1999 dalle quote dei fondi comuni monetari, dai titoli di mercato monetario e dalle obbligazioni potrebbe essere in parte riconducibile all'acquisto di tali strumenti da parte di non residenti. Nonostante il concetto di M3 si riferisca esclusivamente alla moneta detenuta dai residenti nell'area dell'euro, a causa di limitazioni statistiche non è possibile tenere distinti i titoli negoziabili emessi dalle IFM e detenuti da non residenti. Sebbene ciò suggerisca una certa cautela nell'interpretare gli andamenti di tali strumenti, si ritiene che l'andamento complessivo della crescita monetaria nel 1999 non ne sia stato influenzato significativamente.

Nel gennaio 2000, il tasso di crescita della moneta M3 si è ridotto significativamente, al 5,0 per cento, dal 6,2 registrato a dicembre 1999. Tuttavia, questa riduzione è dovuta principalmente a un "effetto base", cioè al fatto che nel gennaio 1999, in una situazione eccezionale determinata dall'avvio della Terza fase della UEM, la crescita di M3 era stata particolarmente elevata.

Forte espansione del credito

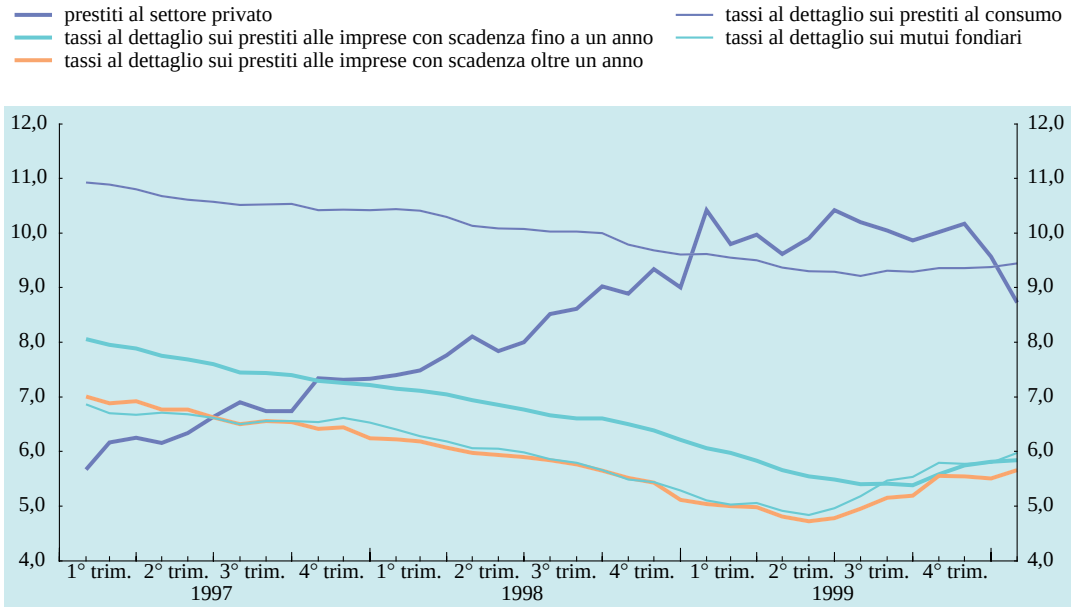
Per quanto riguarda le contropartite di M3 nel bilancio consolidato del settore delle IFM, il tasso di crescita sui dodici mesi del credito concesso alle famiglie e alle imprese si è attestato fra il 10 e l'11 per cento nella maggior parte dell'anno. Fra le componenti del credito al settore privato, gli impieghi bancari (che rappresentano circa il 90 per cento del credito totale al settore privato) sono cresciuti al tasso medio annuo del 10,0 per cento nel 1999 e hanno continuato a crescere significativamente anche nel gennaio 2000 (dell'8,7 per cento su base annua). Il tasso medio annuo era stato dell'8,3 per cento nel 1998 e del 6,6 nel 1997. La disaggregazione dei prestiti delle IFM a residenti dell'area dell'euro per controparte, tipologia di prestito e scadenza originaria indica che tale forte espansione interessa tutto il settore privato.

L'elevata crescita dei prestiti alle famiglie e alle imprese ha riflesso probabilmente il livello storicamente basso dei tassi attivi praticati dalle banche nonché la ripresa dell'attività economica nell'area dell'euro. Nella prima metà dell'anno i tassi di interesse bancari al dettaglio su tutti i tipi di prestiti hanno confermato la tendenza alla diminuzione osservata nell'anno precedente (cfr. figura 4). Successivamente, i tassi di interesse sui mutui per l'acquisto di abitazioni e sui prestiti a più lungo termine a favore delle imprese hanno fatto segnare una tendenza al rialzo, riflettendo, con un certo ritardo, l'aumento dei tassi di interesse sui mercati dei capitali iniziato a maggio 1999. Verso la fine del 1999, l'aumento dei tassi di interesse sui mercati monetari, in previsione di un inasprimento della politica monetaria, ha portato a un incremento moderato dei tassi attivi praticati dalle banche sui prestiti al consumo e sui prestiti a breve termine erogati alle imprese. Il fatto che la crescita dei prestiti sia rimasta sostenuta malgrado l'aumento dei tassi di interesse suggerisce che la ripresa dell'attività economica abbia contribuito in modo significativo a sostenere la forte espansione dei prestiti al settore privato nell'ultima parte del 1999; è tuttavia possibile che in tale periodo

Figura 4

Prestiti al settore privato e tassi di interesse bancari al dettaglio

(prestiti: variazioni percentuali sul periodo corrispondente; tassi di interesse: valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

le aspettative degli operatori privati di un ulteriore aumento dei tassi bancari attivi abbia favorito un'anticipazione delle domande di prestiti. Altri fattori rilevanti nel 1999 sono stati l'intensa attività di fusioni e acquisizioni (cfr. la sezione 2.2), in parte finanziate da prestiti a breve e medio termine, e l'interazione fra i mutui ipotecari e il rapido aumento dei prezzi delle proprietà immobiliari in alcuni paesi dell'area dell'euro.

L'incremento del credito concesso alle Amministrazioni pubbliche è rimasto contenuto in tutto il 1999, pari a un tasso medio annuo dell'1,1 per cento. La crescita è stata lenta sia per i prestiti sia per i titoli di Stato detenuti dalle IMF, coerentemente con la riduzione del fabbisogno finanziario delle Amministrazioni pubbliche osservato nel 1999.

Per quanto concerne le altre contropartite di M3, le passività finanziarie a più lungo termine del settore delle IFM sono cresciute a un ritmo relativamente sostenuto nel 1999 (con un tasso di incremento annuo pari al 7,3 per cento nel quarto trimestre, rispetto al 4,7 per cento nel trimestre corrispondente del 1998), in linea con l'aumento dell'inclinazione della curva dei rendimenti.

Infine, durante il 1999 la posizione netta sull'estero del settore delle IFM si è deteriorata considerevolmente su base annua (di 166 miliardi di euro); la diminuzione ha riflesso il fatto che nel complesso le transazioni dei residenti dell'area dell'euro diversi dalle IFM con soggetti non residenti nell'area hanno determinato un deflusso netto di fondi.

2.2 I mercati finanziari

Rapida crescita del ricorso all'emissione di obbligazioni da parte delle imprese

L'avvio della Terza fase della UEM ha promosso lo sviluppo e l'integrazione dei mercati dei capitali dell'area dell'euro verso un mercato finanziario paneuropeo.

Per quanto riguarda il mercato dei titoli denominati in euro, il fenomeno più rilevante del 1999 è stato senza dubbio la rapida crescita del mercato delle obbligazioni private, che ha

superato le aspettative di molti osservatori prima del lancio dell'euro. Il mercato ha guadagnato vigore a seguito di ingenti emissioni di titoli di debito connesse con importanti operazioni di fusione e acquisizione avvenute nella prima metà del 1999. Il fatto che il mercato delle obbligazioni private denominate in euro si sia dimostrato capace di assorbire queste emissioni in modo rapido e regolare è stato interpretato da molti come un importante segnale del suo maggior spessore. In particolare, è aumentata rispetto al 1998 l'emissione di titoli denominati in euro da parte di società private non finanziarie e di fornitori privati di servizi di pubblica utilità. Secondo i dati di fonti commerciali, le maggiori emissioni private di titoli nel 1999 sono state quelle delle banche, che hanno rappresentato il grosso del volume di emissioni del settore privato, seguite rispettivamente da quelle delle società non finanziarie, di altre società finanziarie e dei fornitori di servizi di pubblica utilità. In una prospettiva globale, la crescita dell'emissione netta di titoli denominati in euro durante il 1999 è stata particolarmente sostenuta se confrontata con quella dei titoli denominati in dollari statunitensi. Anche l'emissione di titoli denominati in yen ha registrato una forte ripresa nel 1999 rispetto al 1998.

Fra i fattori più rilevanti a favore della crescita del mercato delle obbligazioni private denominate in euro figura il processo di ristrutturazione societaria in Europa, che ha determinato una forte domanda di fondi da parte delle imprese private. In generale, le attività di fusione e acquisizione intraprese dalle imprese dell'area dell'euro sono aumentate considerevolmente nel 1999, sia nel settore bancario sia in quello non bancario (cfr. riquadro 1). Le società dell'area dell'euro coinvolte in fusioni o acquisizioni e in operazioni quali i *leveraged buyouts* (in cui l'acquisizione di una società è finanziata mediante l'emissione di titoli ad alto rendimento) hanno finanziato in misura significativa tali accordi mediante ingenti emissioni di titoli di debito denominati in euro. Queste sono spesso servite a rimborsare operazioni di prestito-ponte (soprattutto prestiti sindacati). In conseguenza, sono state effettuate alcune emissioni di entità senza precedenti nella storia dei mercati finanziari europei. L'importante crescita delle emissioni di titoli privati denominati in euro è stata accompagnata nel 1999 da una riduzione del peso relativo del settore pubblico sul mercato obbligazionario, che a sua volta ha riflesso il minor incremento del fabbisogno di finanziamento del settore pubblico rispetto agli anni precedenti. Inoltre, la crescita dell'emissione dei titoli privati può essere stata favorita dallo spostamento della domanda verso titoli a più alto rischio, al fine di ottenere rendimenti maggiori in un contesto caratterizzato da un livello storicamente basso dei tassi di interesse.

Come discusso nell'articolo *L'area dell'euro un anno dopo l'introduzione della moneta unica: caratteristiche principali e mutamenti della struttura finanziaria*, pubblicato nel numero di gennaio del Bollettino mensile della BCE, numerosi cambiamenti di rilievo nel mercato dei capitali dell'area dell'euro si sono verificati nel 1999. Questi includono una più stretta collaborazione tra le borse valori nazionali e lo sviluppo del commercio elettronico nel mercato obbligazionario e azionario.

I tassi dei mercati monetari rispecchiano i tassi di interesse della BCE

Nel 1999 la BCE è riuscita a manovrare i tassi a breve termine del mercato monetario mediante il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali. L'andamento del tasso di interesse *overnight*, misurato dall'EONIA (*euro overnight index average*), è stato per lo più vicino al tasso applicato a tali operazioni di rifinanziamento, con un differenziale medio pari a 3 punti base nel 1999 (cfr. figura 1). La volatilità del tasso EONIA è stata relativamente contenuta, con un lieve aumento delle fluttuazioni verso la fine del periodo di mantenimento delle riserve, cioè quando l'obbligo di riserva diventa vincolante per il sistema bancario. Data l'evoluzione regolare del tasso EONIA, la BCE non ha ritenuto opportuno condurre operazioni di *fine tuning* durante il 1999.

Riquadro 1

Mutamenti strutturali nel settore bancario: implicazioni per la politica monetaria

L'evoluzione dell'ambiente concorrenziale dei servizi finanziari e i connessi mutamenti strutturali del settore bancario devono essere tenuti in debita considerazione ai fini della politica monetaria unica. In passato le banche dell'area dell'euro erano le principali fornitrici di servizi finanziari nell'ambito di mercati nazionali piuttosto frammentati e protetti. Tuttavia, con la riduzione delle barriere tra diversi mercati nazionali o locali, le banche si trovano ora ad affrontare una maggiore concorrenza, sia tra di loro, sia da parte di altri fornitori di servizi finanziari. Tali mutamenti dell'ambiente concorrenziale hanno spinto le banche a una maggiore efficienza e hanno indotto iniziative volte a mantenere le posizioni concorrenziali, ad esempio attraverso l'attività di fusione e acquisizione, che ha registrato una significativa accelerazione negli ultimi anni. Questa tendenza alla ristrutturazione e al consolidamento si è protratta nel 1999; in particolare, nel corso dell'anno un numero relativamente elevato di grandi istituti è stato coinvolto in fusioni bancarie.

I principali fattori alla base di questa tendenza alla ristrutturazione e al consolidamento del settore bancario dell'area dell'euro sono gli sviluppi tecnologici, la globalizzazione, la deregolamentazione e l'aumento della domanda di servizi finanziari sofisticati, per i quali l'introduzione dell'euro sembra aver agito da catalizzatore. Di fatto si ritiene che tali forze stiano trasformando il mercato, per cui i servizi finanziari dovrebbero risultare più concorrenziali nonché più integrati sia all'interno dell'area dell'euro sia a livello internazionale.

Tuttavia, la maggior parte dell'attività di fusione e acquisizione che ha interessato il settore bancario dell'area dell'euro non si è spinta sinora al di là dei confini nazionali. La propensione per le fusioni a livello nazionale è riconducibile alla volontà di migliorare l'efficienza mediante l'eliminazione delle sovrapposizioni fra operazioni, nonché all'adozione di strategie difensive. Sembrano inoltre svolgere un ruolo importante i fattori legati alla vicinanza culturale e l'aspettativa che le fusioni e acquisizioni a livello nazionale siano più gestibili delle fusioni transfrontaliere. Questo orientamento nazionale ha suscitato qualche preoccupazione a proposito dell'incremento delle quote di mercato degli istituti nazionali di maggiori dimensioni. Tuttavia, pur non potendo escludere che a livello locale vi possano essere alcuni effetti negativi sulla concorrenza nel breve periodo, sembra emergere un quadro generale del mercato dei servizi finanziari caratterizzato da un aumento della concorrenza e da una minore frammentazione nel lungo periodo.

Questi mutamenti delle condizioni concorrenziali del mercato bancario, nonché i possibili effetti sulla solidità finanziaria del settore, possono incidere sul meccanismo di trasmissione della politica monetaria. In primo luogo, potrebbe aumentare la velocità di trasmissione della politica monetaria, poiché in mercati più concorrenziali le banche tendono ad adeguare più rapidamente i propri tassi di interesse alla clientela in risposta alle variazioni dei tassi di mercato. In secondo luogo, è possibile che l'importanza relativa del canale del credito della politica monetaria muti a seguito di cambiamenti nelle relazioni tra le banche e la loro clientela, di particolare rilevanza per il finanziamento delle piccole imprese e delle famiglie. Infine, l'aumento della concorrenza nell'area dell'euro tenderebbe ad accelerare l'evoluzione verso una maggiore integrazione del sistema bancario fra i paesi partecipanti, che potrebbe ridurre le asimmetrie esistenti fra questi ultimi per quanto concerne il meccanismo di trasmissione della politica monetaria.

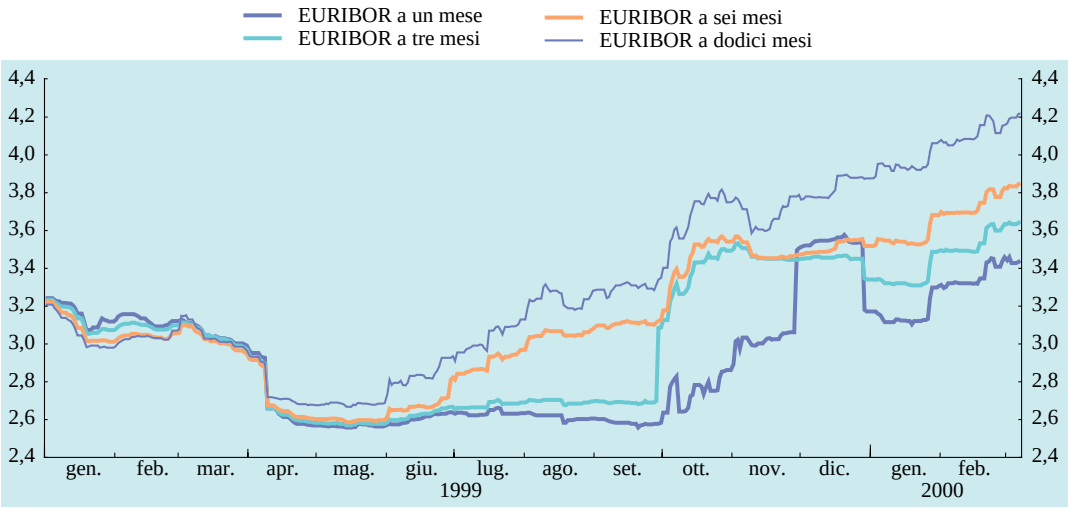
Gli altri tassi del mercato monetario sono stati egualmente stabili, se si escludono episodi in cui gli operatori hanno scontato una variazione dei tassi di interesse della BCE o, verso la fine dell'anno, quando i tassi di interesse a breve termine sono aumentati a causa dello stato di incertezza connesso con la transizione all'anno 2000.

All'inizio del 1999 la curva dei rendimenti del mercato monetario è stata più o meno piatta e l'oscillazione dei tassi di interesse EURIBOR con scadenza da uno a dodici mesi è rimasta all'interno di una fascia stretta, tra il 3,21 e il 3,26 per cento (cfr. figura 5). Successivamente, durante il primo trimestre, i tassi di interesse del mercato monetario sono

Figura 5

Tassi di interesse a breve termine nell'area dell'euro

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



Fonte: Reuters.

diminuiti, riflettendo le accresciute aspettative di una riduzione dei tassi di interesse a breve termine nell'immediato futuro.

Dopo che l'8 aprile 1999 il Consiglio direttivo ha annunciato la decisione di ridurre i tassi d'interesse della BCE, i tassi di interesse del mercato monetario sono ulteriormente diminuiti. Al momento della riduzione dei tassi, il Consiglio direttivo ha espresso chiaramente la propria intenzione di non procedere a ulteriori tagli nel prossimo futuro, facendo sì che la curva dei rendimenti del mercato monetario riprendesse un'inclinazione positiva. Durante l'estate, con l'accentuarsi delle aspettative di un graduale miglioramento delle condizioni economiche nell'area dell'euro e il progressivo scostamento della crescita della moneta dal valore di riferimento, i tassi dei mercati monetari sono aumentati, riflettendo il rafforzarsi delle aspettative di un aumento dei tassi di interesse della BCE. Questo processo si è protratto in autunno; quando il 4 novembre 1999 la BCE ha annunciato la decisione di aumentare i tassi di interesse, i mercati avevano già pienamente scontato tale variazione. Nei giorni immediatamente successivi l'annuncio, la volatilità dei tassi di interesse del mercato monetario è diminuita in modo significativo.

Soprattutto nell'ultima parte del 1999 l'analisi degli andamenti dei tassi di interesse a breve termine è stata più difficile a causa degli effetti dei timori riguardo al possibile impatto della transizione all'anno 2000 sui tassi di interesse del mercato monetario. Il conseguente premio per il rischio ha prodotto una pronunciata variazione dei tassi di mercato con scadenza oltre la fine dell'anno; l'effetto è stato più significativo sui tassi del segmento più a breve della curva del mercato monetario (cfr. riquadro 3 alle pagine 18-20 del numero di dicembre del Bollettino mensile della BCE). Tuttavia, completata la transizione, tale premio per il rischio è rapidamente scomparso.

Nel gennaio 2000 l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario era positiva, con un differenziale fra l'EURIBOR a un mese e l'EURIBOR a dodici mesi pari a circa 80 punti base. Verso la fine di gennaio i tassi di interesse del mercato monetario sono saliti, in previsione della decisione di un aumento dei tassi di interesse della BCE, annunciata il 3 febbraio 2000. Nel corso del mese di febbraio, i tassi di interesse del mercato monetario hanno registrato un ulteriore graduale aumento.

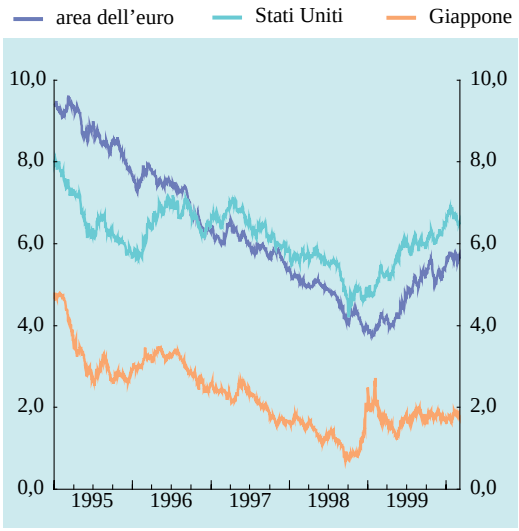
I rendimenti obbligazionari a lungo termine risalgono dai minimi storici con il miglioramento delle prospettive per la crescita

A seguito del prolungato declino dei tassi di interesse a lungo termine osservato nei paesi industrializzati durante gran parte degli anni novanta, i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine nell'area dell'euro hanno toccato il loro minimo storico degli ultimi 50 anni all'inizio del 1999 (cfr. figura 6(a)), per poi ricominciare a salire da maggio 1999. Tale risalita è stata inizialmente trainata dall'aumento dei rendimenti obbligazionari negli Stati Uniti e dalle aspettative di un aumento dell'inflazione rispetto ai bassi livelli prevalenti all'inizio dell'anno, ma in seguito ha risentito in misura crescente delle migliori prospettive economiche per l'area dell'euro. Nel complesso, i rendimenti dei titoli a dieci anni nell'area dell'euro sono aumentati di oltre 150 punti base nel 1999, raggiungendo un livello intorno al 5,5 per cento alla fine dell'anno. Negli Stati Uniti, il rendimento dei titoli a dieci anni è cresciuto di circa 180 punti base, attestandosi intorno al 6,5 per cento. In seguito a tali andamenti, il differenziale di rendimento fra i titoli statunitensi a dieci anni e i titoli con la stessa scadenza nell'area dell'euro si è ampliato lievemente durante il 1999, raggiungendo i 100 punti base alla fine dell'anno. In Giappone l'andamento dei rendimenti dei titoli a lungo termine è stato lievemente diverso da quello osservato negli Stati Uniti e nell'area dell'euro. Dopo essere inizialmente scesi dai livelli relativamente elevati registrati all'indomani della turbolenza finanziaria di fine 1998, nella seconda metà del 1999 i rendimenti dei titoli giapponesi a lungo termine hanno teso a stabilizzarsi a un livello inferiore al 2 per cento. Fra la fine del 1998 e l'ultimo giorno lavorativo del 1999, il rendimento dei titoli giapponesi a dieci anni ha registrato un declino di circa 40 punti base, scendendo all'1,6 per cento circa.

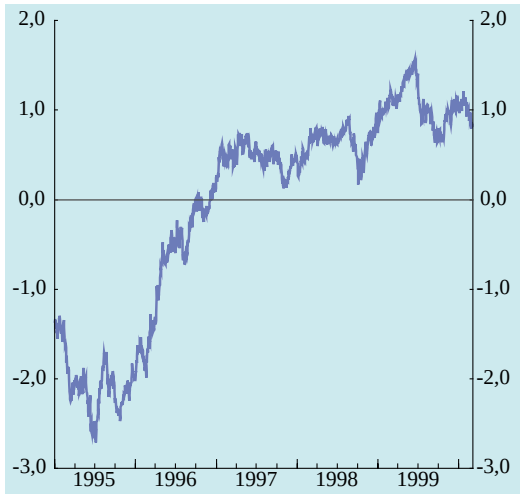
Il fattore più rilevante per l'andamento dei mercati obbligazionari globali nel 1999 è stato il miglioramento delle aspettative di crescita a livello mondiale, unito al recedere dei timori di un protrarsi del declino globale della crescita che avevano interessato i mercati dei capitali dopo le turbolenze finanziarie del 1998. Il ritmo di crescita dell'economia statunitense è rimasto sostenuto durante il 1999. Malgrado la mancanza di segni visibili di un aumento dell'inflazione, il timore che tale ritmo potesse produrre pressioni inflazionistiche

Figura 6

(a) Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine nell'area dell'euro, negli Stati Uniti e in Giappone
(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



(b) Differenziale tra i tassi di interesse a dieci anni negli Stati Uniti e quelli dell'area dell'euro
(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



Fonte: Reuters.
Nota: i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine si riferiscono a titoli a dieci anni o alla scadenza più vicina disponibile.

sull'economia si è rafforzato di fronte alla crescente carenza di offerta di lavoro. In larga misura, ciò ha contribuito al significativo aumento dei rendimenti dei titoli statunitensi a lungo termine osservato durante il 1999. Inoltre, anche se è possibile che la pressione del settore pubblico sui mercati finanziari sia stata ridotta da un ulteriore miglioramento dei conti pubblici americani, il considerevole aumento delle emissioni di obbligazioni private negli Stati Uniti durante l'anno potrebbe aver spinto al rialzo i rendimenti dei titoli statunitensi.

A differenza di quelli americani, i rendimenti dei titoli a lungo termine nell'area dell'euro sono rimasti stabili nei primi quattro mesi del 1999, riflettendo il più lento ritmo della ripresa economica e le contenute pressioni inflazionistiche nell'area dell'euro, che si sono riflesse nella decisione del Consiglio direttivo della BCE di ridurre i tassi di interesse in aprile. A parte gli effetti di *spillover* del continuo aumento dei rendimenti obbligazionari statunitensi, è probabile che la crescita graduale dei rendimenti obbligazionari osservata da maggio in poi sia stata in parte il risultato dalla liquidazione delle posizioni di portafoglio in valute-rifugio accumulate durante il 1998, nonché dell'aumento delle aspettative di crescita dell'inflazione rispetto ai bassi livelli prevalenti all'inizio del 1999, sulla scia alle turbolenze finanziarie dell'anno precedente. L'andamento dei prezzi dei titoli francesi a indicizzazione reale è coerente con una spiegazione dell'incremento dei rendimenti obbligazionari nominali basata su questi fattori (cfr. riquadro 2). Inoltre, come è successo negli Stati Uniti, è possibile che il significativo aumento delle attività di emissione di titoli privati nell'area dell'euro abbia spinto al rialzo i rendimenti delle obbligazioni a lungo termine. Tuttavia, riflettendo le differenze cicliche, l'aumento dei rendimenti obbligazionari in maggio e nella prima metà di giugno 1999 è stato molto meno pronunciato nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti; si è di conseguenza ampliato significativamente il differenziale con i tassi di interesse a lungo termine degli Stati Uniti, che ha toccato un livello massimo di quasi 160 punti base a metà giugno. Più tardi, con il manifestarsi di crescenti segnali di ripresa economica nell'area dell'euro, il differenziale di rendimento fra i titoli a lungo termine statunitensi e quelli con scadenza comparabile nell'area dell'euro si è ridotto rapidamente (cfr. figura 6(b)).

Fino alla fine di ottobre 1999, i rendimenti dei titoli a lungo termine nell'area dell'euro hanno continuato a seguire una tendenza al rialzo. A partire dalla fine di ottobre, le crescenti aspettative dei mercati finanziari di un aumento dei tassi di interesse della BCE, in un contesto di crescenti pressioni al rialzo sui prezzi e la successiva decisione del 4 novembre hanno prodotto una temporanea diminuzione dei rendimenti dei titoli a lungo termine. Ciò sembra suggerire che, in seguito alla decisione di aumentare i tassi di interesse, gli operatori del mercato avessero rivisto al ribasso le loro aspettative di inflazione a lungo termine e ridotto l'entità del premio per il rischio di inflazione richiesto per detenere obbligazioni denominate in euro. Tuttavia, nella parte restante del 1999 i rendimenti dei titoli dell'area dell'euro sono risaliti, in parte in seguito al rialzo dei rendimenti a lungo termine negli Stati Uniti e in parte in risposta a ulteriori notizie positive sulle prospettive per l'economia dell'area dell'euro. In seguito ai più pronunciati aumenti dei rendimenti obbligazionari statunitensi, il differenziale di rendimento rispetto agli Stati Uniti ha ricominciato a crescere in novembre e dicembre.

Gli andamenti sopra descritti si sono anche riflessi nell'evoluzione della curva dei rendimenti dell'area dell'euro durante il 1999. Fra il primo e l'ultimo giorno feriale del 1999 l'inclinazione della curva, misurata dalla differenza fra i rendimenti dei titoli a dieci anni dell'area dell'euro e il tasso di interesse EURIBOR a tre mesi, è passata da circa 140 punti base a 215 punti base. Tale incremento si è verificato essenzialmente durante i primi nove mesi del 1999. Poiché la curva dei rendimenti tende a diventare più ripida prima di un'accelerazione del ritmo dell'attività economica, l'aumento dell'inclinazione osservato nel 1999 sembra essere riconducibile soprattutto al crescente ottimismo da parte degli operatori

Riquadro 2

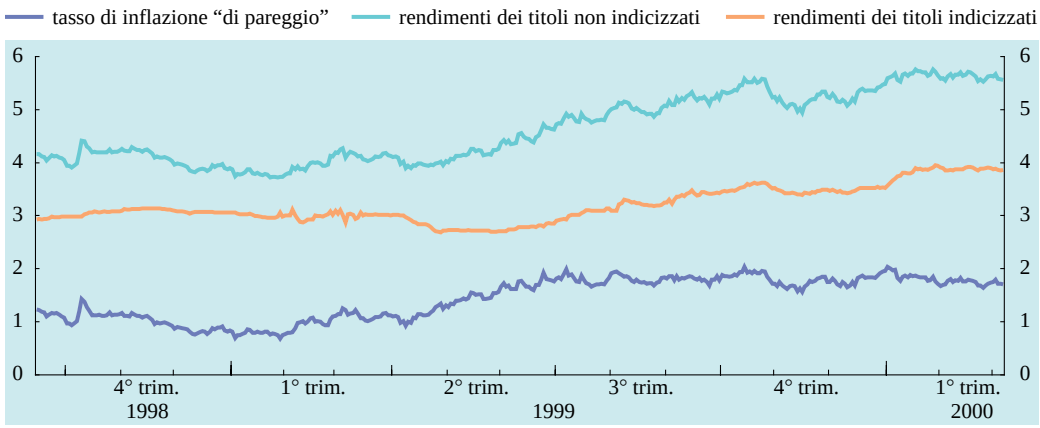
La valutazione dei fattori che determinano l'aumento dei rendimenti nominali sulla base dei titoli a indicizzazione reale

Per valutare come, nel 1999, diversi fattori abbiano influenzato i rendimenti dei titoli nominali a lungo termine nell'area dell'euro, è utile ricordare che, in termini generali, il rendimento nominale di un titolo di Stato con una determinata vita residua può essere scomposto in tre elementi: il tasso di interesse reale richiesto dagli investitori per detenere il titolo sino alla scadenza, una compensazione per il tasso di inflazione medio previsto per la durata del titolo e una componente associata al premio per la scadenza o per il rischio, connesso, tra altri fattori, all'incertezza circa i tassi di inflazione futuri. Il rendimento dei titoli indicizzati può aiutare a ottenere tale disaggregazione. Il differenziale fra il rendimento di un titolo a lungo termine e il rendimento reale offerto da un titolo indicizzato con la stessa scadenza è generalmente noto come tasso di inflazione "di pareggio"; infatti, dato questo tasso di inflazione, il rendimento atteso di un investimento sarà lo stesso, a prescindere dal fatto che l'investimento sia effettuato in titoli a tasso fisso o in titoli a indicizzazione reale.

Tuttavia, il tasso di inflazione "di pareggio" non costituisce una misura diretta delle aspettative di inflazione poiché non tiene conto del ruolo svolto da diversi premi per il rischio. Da un lato, esso tende a sopravvalutare l'inflazione prevista, poiché il rendimento nominale racchiude di solito un premio per il rischio di inflazione; dall'altro, il più basso livello di liquidità che di norma caratterizza i mercati dei titoli indicizzati comporta che il rendimento reale sui titoli indicizzati può incorporare un premio di liquidità. Gli unici titoli indicizzati esistenti nell'area dell'euro sono stati emessi dal Tesoro francese con scadenze pari a 10 e a 30 anni. Il tasso di inflazione "di pareggio" di questi titoli si riferisce a una particolare misura dell'Indice dei prezzi al consumo (IPC) francese, ovvero l'IPC escluso il tabacco, e non si riferisce allo IAPC dell'area dell'euro. Tali proprietà illustrano i limiti di questo indicatore per la valutazione degli andamenti nell'area dell'euro.

Pur con queste precisazioni, nel 1999 l'andamento dei prezzi dei titoli indicizzati a 10 anni emessi dal Tesoro francese indica che sia il miglioramento delle aspettative di crescita sia il mutamento delle aspettative di inflazione hanno svolto un ruolo importante nel determinare l'andamento dei tassi nominali a lungo termine nel corso dell'anno. Tra la fine del 1998 e la fine del 1999 il tasso di interesse reale offerto dal titolo francese indicizzato a 10 anni è aumentato di circa 50 punti base. Nel contempo, il tasso di inflazione "di pareggio" a 10 anni ha registrato un incremento di circa 110 punti base rispetto ai livelli eccezionalmente bassi osservati

Tasso di inflazione "di pareggio", relativo all'indice francese dei prezzi al consumo
(punti percentuali; dati giornalieri)



Fonti: Ministero del Tesoro francese, ISMA e Reuters.
Nota: i rendimenti dei titoli indicizzati sono calcolati sulla base delle quotazioni di mercato dei titoli francesi indicizzati con scadenza nel 2009; tali titoli sono indicizzati all'indice francese dei prezzi al consumo (escluso il tabacco). I rendimenti dei titoli non indicizzati sono calcolati sulla base delle quotazioni di mercato dei titoli francesi a reddito fisso con uguale scadenza.

all'inizio del 1999, in un momento in cui si riteneva che i rischi per la stabilità dei prezzi fossero per lo più orientati verso il basso (cfr. la figura).

Vale la pena notare che l'aumento del rendimento reale e quello del tasso di inflazione "di pareggio" si sono verificati in periodi diversi del 1999. Mentre il tasso di inflazione "di pareggio" ha fatto registrare un incremento costante nel secondo trimestre per poi stabilizzarsi a partire da giugno, il tasso di interesse reale è salito soprattutto nel secondo semestre; ciò suggerisce che l'aumento dei rendimenti nominali nell'area dell'euro è stato inizialmente riconducibile più alle aspettative di inflazione, in ascesa da livelli assai bassi, che all'incremento dei tassi reali. Tuttavia, il decumulo delle posizioni di portafoglio in valute-rifugio costruite nel corso del 1998 in seguito ai deflussi dai paesi emergenti può contribuire a spiegare parte dell'aumento dei tassi di interesse a lungo termine nella prima metà del 1999, in quanto può aver causato una compressione artificiale dei tassi di inflazione "di pareggio" nei primi mesi del 1999. Anche l'aumento dei tassi sui titoli obbligazionari negli Stati Uniti può aver contribuito, in alcuni momenti, a questo rialzo dell'inflazione "di pareggio" nella prima metà del 1999. In seguito, con il moltiplicarsi dei segnali di ripresa economica, l'aumento dei rendimenti nominali appare maggiormente connesso con l'incremento dei tassi di interesse reali a lungo termine, a fronte di un tasso di inflazione "di pareggio" stabile.

circa le prospettive economiche future e all'aumento delle aspettative d'inflazione rispetto ai valori contenuti prevalenti all'inizio del 1999. Tuttavia, i movimenti complessivi della curva dei rendimenti vanno interpretati con cautela, poiché è possibile che gli andamenti dei tassi di interesse a lungo termine nell'area dell'euro nel 1999 abbiano risentito anche di altri fattori, fra cui la liquidazione di posizioni di portafoglio in valute-rifugio e gli effetti di *spillover* dai mercati obbligazionari statunitensi.

Nella prima metà del gennaio 2000 i rendimenti obbligazionari nell'area dell'euro hanno registrato aumenti contenuti, riconducibili soprattutto all'effetto esercitato dai significativi incrementi osservati sui mercati obbligazionari statunitensi. Successivamente, nella parte restante di gennaio e nel mese seguente, i rendimenti obbligazionari dell'area dell'euro sono rimasti complessivamente stabili. Nel contempo, il differenziale di tasso d'interesse a lungo termine fra l'area dell'euro e gli Stati Uniti è stato piuttosto variabile, senza segnalare alcuna tendenza chiara all'inizio del 2000.

Significativo incremento dei corsi azionari globali

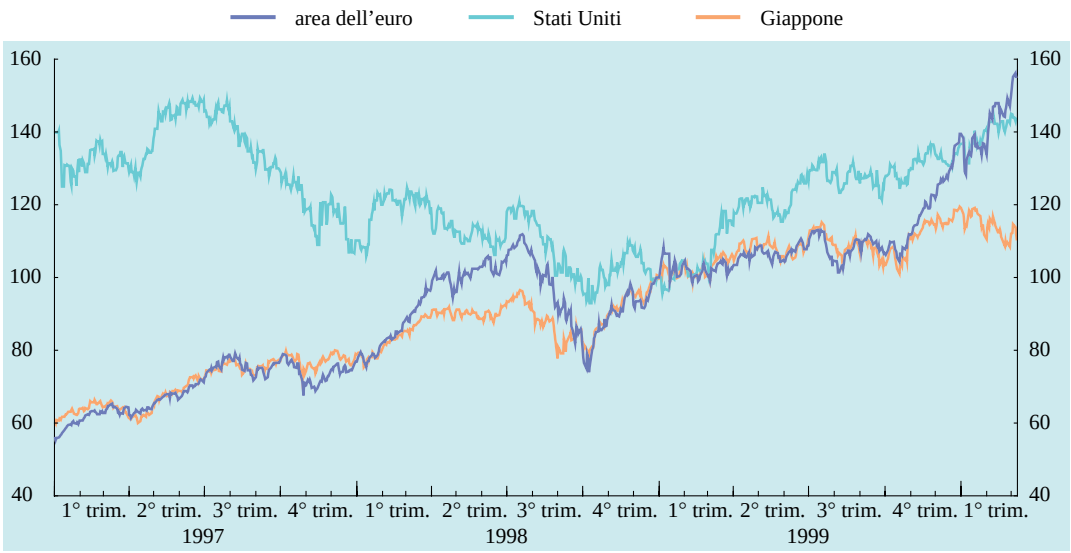
Nel 1999 i corsi azionari nelle economie industrializzate hanno registrato forti aumenti, continuando la tendenza al rialzo osservata negli anni precedenti (cfr. figura 7). Un aumento consistente si è registrato nell'area dell'euro, dove a fine dicembre 1999 l'indice Dow Jones Euro Stoxx risultava più elevato del 40 per cento rispetto ai livelli di fine 1998. Negli Stati Uniti, alla fine di dicembre 1999, l'indice Standard & Poor's 500 era salito del 19 per cento rispetto ai livelli di fine 1998, mentre in Giappone l'indice Nikkei 225 aveva registrato un aumento del 37 per cento. Il fattore più rilevante per l'andamento dei mercati azionari internazionali durante il 1999 sembrano essere state le migliori valutazioni da parte del mercato circa le prospettive di crescita globale futura.

Durante la maggior parte del 1999 l'evoluzione dei mercati azionari internazionali ha fornito un contesto favorevole all'andamento dei corsi azionari nell'area dell'euro. La causa principale dell'aumento dei corsi azionari statunitensi sembrano essere state le aspettative favorevoli sulla futura crescita dei profitti societari, favorite dal sostenuto ritmo di crescita dell'attività economica statunitense. In particolare, ha contribuito significativamente l'ottimismo riguardo alle prospettive di lungo periodo per la crescita dei profitti delle imprese operanti nei settori tecnologicamente avanzati. In questo contesto l'indice Nasdaq (composto principalmente da aziende operanti

Figura 7

Indici dei corsi azionari nell'area dell'euro, negli Stati Uniti e in Giappone

(1° gennaio 1997 = 100; dati giornalieri)



Fonte: Reuters.
Nota: indice Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia) per l'area dell'euro, Standard and Poor's 500 per gli Stati Uniti e Nikkei 225 per il Giappone.

nelle nuove tecnologie) è cresciuto dell'86 per cento nel 1999.

I corsi azionari giapponesi sembrano aver beneficiato del clima di crescente ottimismo riguardo alle prospettive future per l'aumento dei profitti societari, favorito dalla ripresa dell'economia giapponese, soprattutto durante la prima metà del 1999. Essi hanno poi teso a stabilizzarsi nella seconda metà dell'anno. Nel contempo il calo dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine ha contribuito all'aumento dei prezzi delle azioni giapponesi, così come il deprezzamento dello yen rispetto al dollaro statunitense durante la prima metà del 1999, soprattutto per quanto riguarda le azioni delle imprese orientate all'esportazione.

I prezzi delle azioni nell'area dell'euro hanno registrato una dinamica modesta nei primi mesi del 1999, riflettendo il lento ritmo della ripresa economica nell'area. Successivamente, con il progressivo miglioramento delle aspettative di crescita, i prezzi hanno cominciato a risalire. La persistenza di questo aumento a fronte della crescita parallela dei rendimenti a lungo termine nell'area dell'euro è stata notevole, indicando attese di crescita consistente dei profitti e dei dividendi. Il rialzo dei prezzi delle azioni è stato all'inizio più evidente per le società con un più alto grado di esposizione estera che per quelle più orientate al mercato interno. Poiché le imprese più grandi hanno generalmente un più alto grado di esposizione sull'estero, un indicazione di questo fenomeno emerge dai migliori risultati dell'indice Dow Jones Euro Stoxx 50, che comprende società di dimensioni maggiori, rispetto all'indice ampio Dow Jones Euro Stoxx.

Nella seconda metà del 1999, con l'aumentare dell'ottimismo del mercato riguardo alle prospettive di crescita della domanda interna e il miglioramento degli indicatori del clima di fiducia di consumatori e imprese, l'aumento dei corsi azionari è divenuto più diffuso tra i vari settori. Verso la fine dell'anno, e soprattutto a partire dalla metà di ottobre, si sono osservati forti rialzi nel settore tecnologico e in quello delle telecomunicazioni; in questi settori a fine anno i corsi azionari avevano registrato un aumento rispettivamente del 134 e del 105 per cento rispetto alla fine del 1998. Ciò ha contribuito in modo significativo

all'andamento complessivo dell'indice aggregato dei corsi azionari nell'area dell'euro. L'aumento dei prezzi nel settore tecnologico e in quello delle telecomunicazioni sembra in parte collegato alle favorevoli aspettative di crescita dei profitti generate dalle ristrutturazioni e dalle attività di fusione e acquisizione che hanno interessato tali settori, oltreché alla significativa espansione delle attività collegate a Internet.

Dalla fine del 1999 al 7 marzo 2000 i mercati azionari internazionali hanno registrato andamenti divergenti. I prezzi negli Stati Uniti, misurati dall'indice Standard & Poor's 500, si sono ridotti dell'8 per cento, in Giappone l'indice Nikkei 225 è cresciuto del 5 per cento mentre nell'area dell'euro l'indice Dow Jones Euro Stoxx è salito dell'11 per cento. Proseguendo la tendenza già evidente nell'ultima parte del 1999, i prezzi delle azioni nei settori tecnologici dell'area dell'euro sono saliti del 36 per cento in questo periodo, contribuendo significativamente alla crescita dell'indice generale. Anche negli Stati Uniti i prezzi dei titoli "tecnologici" hanno registrato aumenti consistenti; l'indice Nasdaq è cresciuto del 19 per cento.

3 I prezzi

Il prezzo del petrolio determina un progressivo aumento dell'inflazione nel 1999

Nel 1999 il tasso medio di crescita dell'Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è stato pari all'1,1 per cento, collocandosi sullo stesso livello del 1998 (cfr. tavola 1). L'apparente stabilità del dato medio annuo cela in realtà una dinamica dello IAPC che nel 1999 è stata assai diversa da quella dell'anno precedente. Se, infatti, nel corso del 1998 il tasso d'inflazione è sceso, nel corso del 1999 è cresciuto (cfr. figura 8). Questa tendenza al rialzo è dovuta essenzialmente a fattori esterni all'area dell'euro, e segnatamente all'andamento delle quotazioni del petrolio sul mercato mondiale. Le pressioni inflazionistiche di origine interna sono rimaste invece piuttosto contenute. Misurata sulla base del tasso di crescita sui dodici mesi dello IAPC complessivo, l'inflazione era pari in dicembre all'1,7 per cento, contro lo 0,8 del corrispondente mese del 1998; è poi salita ulteriormente, al 2,0 per cento, nel gennaio 2000, principalmente per effetto della persistente tendenza al rialzo dei prezzi petroliferi.

Tavola 1

Prezzi e costi nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	1997	1998	1999	1999 1° trim.	1999 2° trim.	1999 3° trim.	1999 4° trim.	1999 set.	1999 ott.	1999 nov.	1999 dic.	2000 gen.	2000 feb.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti													
Indice complessivo	1,6	1,1	1,1	0,8	1,0	1,1	1,5	1,2	1,3	1,5	1,7	2,0	.
di cui:													
Beni	1,2	0,6	0,8	0,3	0,6	0,9	1,5	1,1	1,3	1,5	1,9	2,2	.
Alimentari	1,4	1,6	0,5	1,3	0,6	-0,2	0,4	-0,1	0,4	0,4	0,5	0,4	.
Alimentari trasformati	1,4	1,4	0,9	1,2	0,8	0,7	0,9	0,6	0,8	0,9	1,0	1,0	.
Alimentari non trasformati	1,4	2,0	0,0	1,4	0,3	-1,4	-0,3	-1,2	-0,4	-0,2	-0,2	-0,5	.
Beni industriali	1,0	0,1	1,0	-0,2	0,6	1,4	2,1	1,7	1,8	2,0	2,6	3,1	.
Beni industriali non energetici	0,5	0,9	0,6	0,8	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,5	0,7	.
Beni energetici	2,8	-2,6	2,2	-3,9	0,5	4,6	7,8	6,1	6,3	7,2	10,0	12,0	.
Servizi	2,3	1,9	1,6	1,7	1,6	1,5	1,5	1,4	1,4	1,5	1,6	1,6	.
Altri indicatori di prezzi e costi													
Prezzi alla prod. dei beni industriali [1]	1,1	-0,8	0,0	-2,6	-1,3	0,7	3,1	1,4	2,2	3,1	4,1	5,0	.
Costo del lavoro per unità di prodotto [2]	0,7	0,0	.	1,6	1,6	0,7	.	-	-	-	-	-	-
Produttività del lavoro [2]	1,7	1,5	.	0,1	0,5	1,0	.	-	-	-	-	-	-
Redditi per addetto [2]	2,4	1,5	.	1,7	2,0	1,7	.	-	-	-	-	-	-
Costo tot. del lavoro per ora lavorata [3]	2,5	1,7	.	2,0	2,0	2,4	.	-	-	-	-	-	-
Prezzo del petrolio (euro per barile) [4]	17,1	12,0	17,1	10,3	15,0	19,7	23,0	21,8	20,8	23,5	24,8	24,9	27,6
Prezzi delle materie prime [5]	12,9	-12,5	-3,1	-16,0	-8,2	1,1	14,0	6,6	10,7	11,9	19,3	19,4	20,0

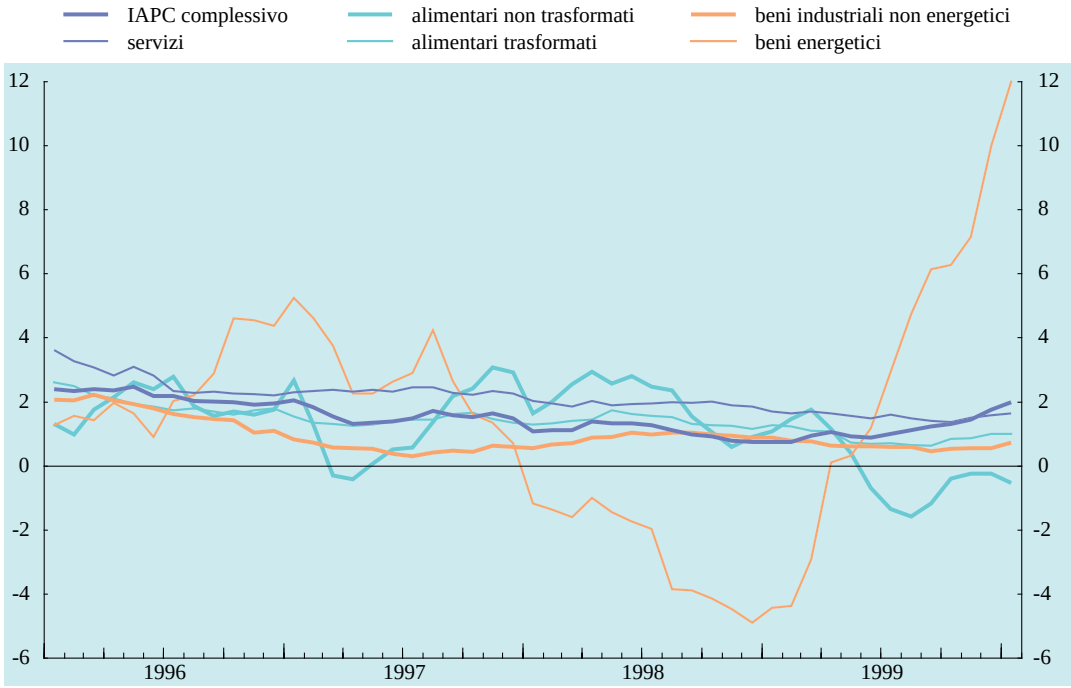
Fonti: Eurostat, dati nazionali, International Petroleum Exchange, HWWA – Institut für Wirtschaftsforschung (Amburgo) ed elaborazioni della BCE.

1) Sono escluse le costruzioni.
2) Intera economia.
3) Intera economia (escluse agricoltura, pubblica Amministrazione, istruzione, sanità e altri servizi).
4) Qualità Brent (per consegna a termine di un mese). Prezzo in ECU fino a dicembre 1998.
5) Sono esclusi i beni energetici. Prezzi in euro (in ECU fino al dicembre 1998).

Figura 8

Dinamica delle componenti dello IAPC nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

Nel corso del 1999, il petrolio è passato dai 10,3 euro al barile del primo trimestre a una media di 23,0 euro al barile nel quarto, a seguito di una graduale ma significativa ripresa delle quotazioni del greggio sul mercato mondiale, cui si è aggiunto il deprezzamento dell'euro rispetto al dollaro statunitense. Questo aumento, che ha rappresentato un'inversione di tendenza rispetto al costante calo dei prezzi petroliferi registrato nel 1998, si è rapidamente riflesso sulla componente energetica dello IAPC: in dicembre, il tasso d'incremento su dodici mesi dei prezzi dei beni energetici, che hanno una forte componente di accise, era pari al 10 per cento, una crescita dovuta soprattutto all'andamento dei prezzi dei carburanti. Le altre componenti energetiche hanno mostrato un andamento più stabile o addirittura una tendenza al ribasso, come nel caso dei prezzi dell'elettricità che sono scesi in alcuni paesi dell'area a seguito del processo di deregolamentazione. Gli aumenti nei prezzi dei carburanti sono stati compensati in una certa misura dalla tendenza al ribasso di altri prezzi, in particolare di quelli dei prodotti alimentari non trasformati, che hanno contribuito in modo significativo al contenimento del tasso d'incremento dei prezzi al consumo.

Dinamica meno sostenuta delle componenti di fondo dell'inflazione

Al netto delle componenti più volatili, la crescita dei prezzi al consumo nel 1999 si è mantenuta su valori più contenuti; il tasso d'incremento dello IAPC, depurato dei prezzi dei prodotti alimentari stagionali e dei beni energetici, è sceso all'1,0 per cento, dall'1,4 del 1998. Tale andamento è attribuibile alla significativa diminuzione del tasso di crescita dei prezzi dei beni industriali non energetici, dei servizi e dei prodotti alimentari trasformati. Nel corso del 1999 i produttori di beni industriali non energetici hanno trasferito sui prezzi al consumo solo parte degli aumenti registrati in quelli alla produzione. La dinamica dei prezzi all'origine è derivata sia dai rialzi dei corsi del petrolio sia dagli aumenti

Riquadro 3

Gli effetti della deregolamentazione dei mercati sui prezzi al consumo

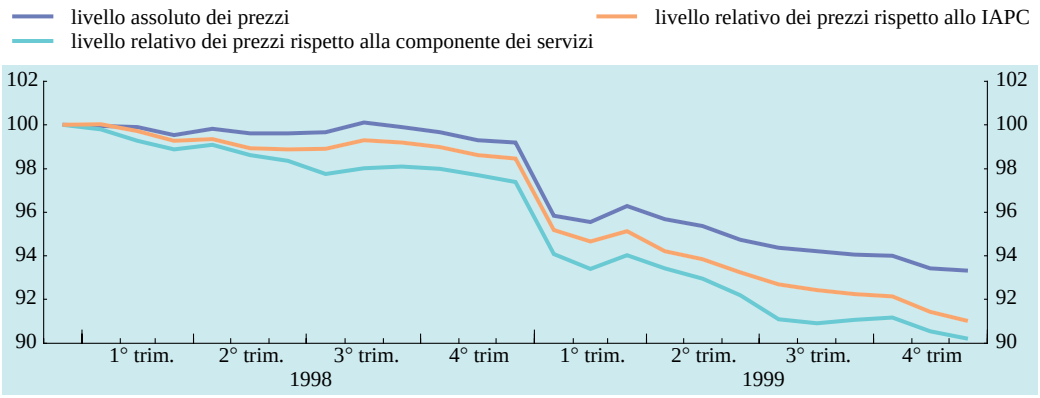
In diversi settori economici dell'area dell'euro sono stati compiuti sforzi per la liberalizzazione dei mercati, al fine di garantire che le imprese operino secondo una logica di mercato e in un ambiente concorrenziale. Questo processo, che aumenta l'efficienza complessiva nell'utilizzo delle risorse, dovrebbe contribuire al benessere economico generale. In molti casi il processo di liberalizzazione può generare pressioni al ribasso sui prezzi e sui margini di profitto. La liberalizzazione dei mercati è proseguita nel 1999 e, malgrado la difficoltà di distinguere con chiarezza gli effetti della liberalizzazione sui prezzi dall'impatto di altri fattori, come il mutamento tecnologico, essa ha comportato un ulteriore calo dei prezzi di numerosi beni e, soprattutto, servizi.

Il mercato delle telecomunicazioni offre l'esempio più sorprendente della portata dell'effetto di una maggiore concorrenza sui prezzi al consumo. Sebbene la liberalizzazione dei mercati delle telecomunicazioni della UE fosse già iniziata in alcuni paesi negli anni ottanta, il processo ha registrato un'accelerazione nel corso degli anni novanta, parallelamente alla rapida innovazione tecnologica. In linea di principio, la maggior parte dei mercati delle telecomunicazioni della UE è stata completamente aperta alla concorrenza a partire dal 1° gennaio 1998, in seguito all'applicazione di una serie di Direttive del Consiglio europeo.

Ulteriore significativa diminuzione dei prezzi nel settore delle telecomunicazioni nel 1999

Questo costante incremento della concorrenza si è riflesso sui prezzi al consumo, come rilevato dalla componente delle apparecchiature e dei servizi telefonici e fax dell'Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC). Nel biennio compreso tra il dicembre del 1997 e lo stesso mese del 1999, questa componente ha registrato un calo appena superiore al 7,1 per cento in termini assoluti. Nella misura in cui occorre del tempo per includere nuovi operatori nell'indice, lo IAPC potrebbe al momento non riflettere per intero l'effettiva riduzione dei prezzi. Il calo è risultato ancor più marcato se rapportato all'andamento dell'IAPC generale o a quello dei prezzi dei servizi (cfr. la figura). Inoltre, nel corso del 1999 la diminuzione dei prezzi sarebbe stata particolarmente pronunciata come conseguenza dell'accresciuta concorrenza in tutta l'area dell'euro. Un calo significativo si è riscontrato in Germania, nei Paesi Bassi, in Irlanda e in Lussemburgo. In Finlandia, invece, dove il processo di liberalizzazione era iniziato con largo anticipo, la recente diminuzione dei prezzi è stata meno significativa. In diversi altri paesi dell'area dell'euro i vantaggi dell'aumento della concorrenza si stanno trasmettendo ai consumatori in maniera più graduale, sotto forma di riduzioni progressive dei prezzi o di "tetti tariffari" decisi dall'autorità nazionale competente.

Prezzi degli apparecchi e dei servizi telefonici e fax
(indice: dicembre 1999 = 100; dati mensili)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

È probabile che il calo relativo dei prezzi appena descritto abbia stimolato l'aumento della domanda di apparecchiature e servizi di telecomunicazione. Nel settore delle telecomunicazioni è anche importante notare che l'innovazione tecnologica ha contribuito ulteriormente alla citata evoluzione dei prezzi: si pensi, ad esempio, alla maggiore disponibilità di tecnologia a basso costo ed elevata qualità nel campo della telefonia mobile. Il ruolo dell'innovazione tecnologica non può, tuttavia, essere interamente scisso dal processo di liberalizzazione del mercato poiché l'aumento della concorrenza potrebbe aver rafforzato gli incentivi per le imprese ad impegnarsi nell'innovazione e nell'attività di ricerca e sviluppo. Inoltre nel 1999 si è assistito ad un incremento delle operazioni di fusione nel settore che, se consentiranno di ottenere vantaggi supplementari in termini di efficienza, offriranno la possibilità di un ulteriore calo dei prezzi.

Alcune indicazioni del fatto che nel 1999 la liberalizzazione ha cominciato ad affermarsi nel settore energetico

Sebbene nel settore energetico europeo la liberalizzazione sia in ritardo rispetto agli sviluppi descritti in precedenza per le telecomunicazioni, in alcuni paesi dell'area dell'euro ci sono stati segnali dell'affermarsi di questo processo verso la fine del 1999, sulla scia di una serie di iniziative della UE intese ad istituire un mercato interno per la fornitura di energia. La Direttiva sul mercato dell'elettricità del 1996 e la Direttiva sul mercato del gas del 1998 sono state studiate al fine di garantire che le imprese di questi settori operino secondo una logica di mercato e in un ambiente aperto alla concorrenza. Per l'applicazione della Direttiva sul mercato dell'elettricità era stato fissato come termine il 19 febbraio 1999, concedendo tuttavia un periodo di transizione di un anno all'Irlanda e al Belgio e di due anni alla Grecia. La Direttiva prevede una liberalizzazione iniziale del 25 per cento circa del mercato e un aumento di questa quota fino a un terzo circa del mercato entro il 2003. Diversi paesi dell'area dell'euro si sono comunque già spinti oltre questi livelli. Per l'applicazione della Direttiva sul mercato del gas negli Stati membri della UE era stato fissato come termine il 10 agosto 2000. La Direttiva prevede l'apertura di almeno il 28 per cento del mercato entro il 2003 e un aumento di questa percentuale al 33 per cento entro il 2008.

Al momento è difficile rilevare chiari segnali di una diffusa pressione al ribasso sui prezzi o sui margini di profitto nei mercati dell'energia dell'area dell'euro, anche perché nella maggior parte dei paesi dell'area il processo di liberalizzazione di tali mercati è soltanto agli inizi. L'evoluzione dei prezzi nel settore potrebbe essere fortemente condizionata anche da altri fattori, quali la variazione dei prezzi degli input primari, i regolamenti nazionali o le imposte sui prodotti energetici. La disparità fra i prezzi dell'elettricità all'interno dell'area dell'euro suggerisce, tuttavia, l'esistenza di un ampio margine per la loro riduzione e, in effetti, verso la fine del 1999 il prezzo dell'elettricità ha cominciato a scendere in alcuni paesi, in particolare in Germania. Questo calo non è dovuto unicamente alla concorrenza effettiva; in alcuni paesi che hanno provveduto soltanto a una parziale apertura dei mercati, infatti, i prezzi al consumo sono stati abbassati anticipando i cambiamenti nelle condizioni di domanda e di offerta che deriveranno dalla futura apertura totale del mercato.

Sebbene gli effetti della deregolamentazione e dell'aumento della concorrenza si siano manifestati in modo più evidente nel settore delle telecomunicazioni e in quello dell'elettricità, è probabile che negli anni a venire tali effetti vengano osservati in altri settori, come quello del gas o quello dei trasporti.

dei prezzi delle materie prime non energetiche; questi ultimi, in particolare, sono attribuibili in larga misura al deprezzamento del tasso di cambio effettivo nominale dell'euro. In dicembre il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni industriali non energetici si è portato allo 0,5 per cento, inferiore al tasso medio annuo dello 0,9 per cento registrato nel 1998. Un andamento analogo si riscontra nella dinamica dei prezzi dei servizi, il cui tasso di variazione sui dodici mesi si è mantenuto modesto nel corso dell'anno, collocandosi a dicembre all'1,6 per cento, valore inferiore di 0,3 punti percentuali all'aumento medio annuo nel 1998. Le dinamiche descritte sono la conseguenza dell'aumento, leggermente più

alto ma ancora moderato, del costo del lavoro nell'area dell'euro (cfr. più avanti) e della flessione dei margini di profitto in alcuni settori – in particolare quello delle telecomunicazioni – per effetto della liberalizzazione del mercato. (Per un ulteriore approfondimento di questi effetti, cfr. riquadro 3).

Ripresa del costo del lavoro per unità di prodotto in presenza di moderata crescita salariale

Nel secondo trimestre del 1999 secondo stime preliminari il tasso di crescita sui dodici mesi del costo del lavoro per unità di prodotto sarebbe aumentato dell'1,6 per cento, contro una variazione nulla nella media del 1998 (cfr. tavola 1). Tale andamento è imputabile, oltre che a un leggero aumento del reddito nominale per dipendente, alla minor crescita della produttività che si era accompagnata al rallentamento dell'attività produttiva registrato nell'area nel 1998. Nel terzo trimestre del 1999 il costo del lavoro per ora lavorata è cresciuto del 2,4 per cento sul periodo corrispondente del 1998. Nello stesso periodo la crescita più sostenuta della produttività, legata alla graduale ripresa dell'attività economica, ha contribuito a rallentare la dinamica del costo del lavoro per unità di prodotto, il cui tasso di variazione sui dodici mesi è sceso allo 0,7 per cento. Sulla base di stime preliminari, nel 1999 i margini di profitto si sarebbero leggermente ridotti rispetto all'anno precedente, per effetto del suddetto incremento del costo del lavoro per unità di prodotto e del rialzo dei prezzi degli input energetici e delle materie prime non petrolifere (che si è riflesso, in particolare, sui prezzi dei prodotti intermedi). In alcuni settori, come già accennato sopra, le pressioni concorrenziali hanno limitato la possibilità per le imprese di trasferire sui prezzi al consumo i maggiori costi dei prodotti di base.

4 La produzione, la domanda e il mercato del lavoro

Una graduale ripresa della crescita del PIL in termini reali nel corso del 1999

Nell'area dell'euro l'attività economica è stata caratterizzata nel 1999 dalla graduale ripresa della produzione, dopo il rallentamento avvenuto nel corso del 1998. In retrospettiva, gli effetti negativi della crisi delle economie emergenti sulla crescita nell'area dell'euro sono stati di breve durata e di limitata entità. Riflettendo il miglioramento delle prospettive nel corso dell'anno, in autunno le previsioni di crescita del PIL dell'area per il 1999 e il 2000 sono state per la maggior parte riviste lievemente al rialzo rispetto a quelle formulate nella primavera dello scorso anno.

Secondo le stime Eurostat per l'area dell'euro, nel 1999 la crescita complessiva del PIL a prezzi costanti è stata pari al 2,2 per cento, nettamente inferiore al 2,8 per cento dell'anno precedente (cfr. tavola 2). Il dato annuale oscura tuttavia l'accelerazione registrata fra la prima e la seconda metà del 1999, dall'1,7 al 2,7 per cento rispetto al periodo corrispondente. Il ritmo dell'espansione economica è dunque rapidamente tornato nella fascia di valori considerati sostenibili nel medio periodo (tra il 2 e il 2 1/2 per cento). L'accesa dinamica che ha caratterizzato la seconda metà dello scorso anno, con una crescita trimestrale del PIL a prezzi costanti pari in media a circa l'1 per cento sul periodo precedente, dovrebbe proseguire nel 2000. Nei singoli Stati membri, l'attività economica nel 1999 ha avuto andamenti alquanto divergenti; tuttavia le previsioni indicano una riduzione dei divari di crescita nell'anno in corso (cfr. riquadro 4).

Nel 1999 il passaggio al nuovo Sistema europeo di conti nazionali 1995 (SEC 95) ha accresciuto gli usuali margini di incertezza nelle stime del PIL. Benché l'adozione del nuovo sistema costituisca un evidente miglioramento della metodologia, della comparabilità, della frequenza e tempestività dei dati, la sua applicazione è stata caratterizzata da ritardi imprevisti; inoltre i dati diffusi nel corso del 1999 hanno talvolta comportato revisioni

Tavola 2

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

	Variazioni annuali [1]								Variazioni trimestrali [2]				
	1997	1998	1999	1998 4° trim.	1999 1° trim.	1999 2° trim.	1999 3° trim.	1999 4° trim.	1998 4° trim.	1999 1° trim.	1999 2° trim.	1999 3° trim.	1999 4° trim.
PIL in termini reali	2,3	2,8	2,2	2,0	1,7	1,8	2,3	3,1	0,2	0,6	0,5	1,0	0,9
di cui:													
Domanda interna	1,7	3,4	2,8	3,1	2,8	2,7	2,7	3,0	0,8	0,9	0,4	0,6	1,1
Consumi delle famiglie	1,5	3,0	2,5	3,1	2,8	2,4	2,4	2,6	0,6	0,7	0,3	0,7	0,8
Consumi collettivi	0,7	1,2	1,2	1,0	1,2	0,9	1,2	1,3	0,2	0,8	-0,1	0,2	0,3
Investimenti fissi lordi	2,2	4,4	4,5	3,8	3,6	5,1	4,8	4,6	0,6	1,6	0,7	1,7	0,5
Variazione delle scorte [3] [4]	0,3	0,5	0,1	0,3	0,2	0,1	0,0	0,2	0,2	-0,1	0,1	-0,3	0,4
Esportazioni nette [3]	0,6	-0,5	-0,5	-1,1	-1,0	-0,9	-0,2	0,2	-0,5	-0,3	0,1	0,4	-0,1
Esportazioni [5]	10,1	6,7	3,9	2,0	0,7	2,1	5,2	7,7	-0,9	0,4	2,4	3,3	1,4
Importazioni [5]	8,7	9,1	5,7	5,6	4,0	5,0	6,4	7,5	0,7	1,4	2,1	2,1	1,8

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) *Variazione percentuale sul periodo corrispondente dell'anno precedente.*
2) *Variazione percentuale sul trimestre precedente.*
3) *Contributo alla crescita del PIL, in punti percentuali.*
4) *Incluse le acquisizioni nette di oggetti di valore.*
5) *Le esportazioni e le importazioni comprendono beni e servizi e includono anche il commercio tra i paesi dell'area dell'euro. Il commercio interno all'area non viene nettato nei dati relativi alle esportazioni e importazioni utilizzati nella contabilità nazionale. Di conseguenza, tali dati non sono del tutto confrontabili con quelli di bilancia dei pagamenti.*

Riquadro 4

Divergenze nella crescita del PIL e nell'inflazione nell'area dell'euro

Nel 1999 fra i singoli paesi dell'area dell'euro si sono osservate differenze significative sia nei tassi di crescita del prodotto interno lordo sia nei tassi di inflazione (cfr. la tavola). Sebbene le previsioni prodotte dalle principali istituzioni internazionali, quali la Commissione europea, indichino nei prossimi due anni una consistente riduzione dei differenziali di crescita e di inflazione, l'evidenza proveniente da altre grandi aree a moneta unica, come gli Stati Uniti, non offre motivi per ritenere che in futuro tali divergenze scompaiano completamente.

Crescita del PIL in termini reali e dello IAPC nei paesi dell'area dell'euro
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

	BE	DE	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
PIL in termini reali											
1998	2,7	2,2	4,0	3,2	8,9	1,5	5,0	3,7	2,9	3,8	5,0
1999	2,3	1,5	3,7	2,7	9,4	1,4	5,0	3,5	2,2	2,9	3,5
IAPC											
1998	0,9	0,6	1,8	0,7	2,1	2,0	1,0	1,8	0,8	2,2	1,4
1999	1,1	0,6	2,2	0,6	2,5	1,7	1,0	2,0	0,5	2,2	1,3

Fonti: Eurostat e dati nazionali.

Le stime relative alla crescita del PIL nel 1999 segnalano che i tassi di incremento più elevati sono stati registrati in Irlanda (9,4 per cento) e in Lussemburgo (5,0 per cento), seguiti da quelli della Spagna (3,7 per cento), della Finlandia e dei Paesi Bassi (entrambi 3,5 per cento). Anche in Portogallo (2,9 per cento) e in Francia (2,7 per cento) la crescita si è attestata al di sopra del tasso medio dell'area, seppure con uno scarto minore, mentre in Italia (1,4 per cento) e in Germania (1,5 per cento) si sono registrati incrementi molto più bassi. Nel 1999 il divario nella crescita fra i paesi (in termini di deviazione standard non ponderata) si è di fatto assottigliato. Il rallentamento della crescita del PIL nel 1999, comune alla maggior parte dei paesi dell'area, è risultato più marcato in quei paesi che nel 1998 avevano sperimentato i più alti tassi di crescita. Nei prossimi anni si prevede un rallentamento nella crescita della domanda interna per le economie con tassi di crescita elevati. Un contributo ulteriore alla convergenza dovrebbe derivare, a partire dalla seconda metà del 1999, dalla ripresa nei paesi che hanno sperimentato tassi di crescita inferiori.

Le differenze fra i tassi di crescita dei paesi dell'area dell'euro riflettono sia tendenze diverse di lungo periodo, sia divergenze cicliche (cfr. l'articolo del numero di luglio 1999 del Bollettino mensile della BCE intitolato *Andamenti di lungo periodo e variazioni cicliche dei principali indicatori economici nei paesi dell'area dell'euro*). In particolare, si sono registrati tassi di crescita più elevati in alcuni dei paesi in fase di "*catching up*". Le differenze nella crescita del PIL possono riflettere anche i progressi compiuti nell'attuazione di riforme strutturali. In altri casi i paesi possono trovarsi in una diversa fase del ciclo economico oppure possono avere reagito in misura differente al rallentamento globale della crescita nel periodo 1997-98. In una prospettiva di più lungo termine l'entità delle recenti divergenze appare analoga a quella osservata nel passato.

Il divario fra i tassi di inflazione è stato meno marcato di quello osservato per il PIL. In particolare il campo di variazione dell'inflazione si è notevolmente ridotto rispetto a quello registrato negli anni novanta. Nel 1999 la crescita dei prezzi al consumo, misurata dalla variazione dell'Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), è stata pari al 2,5 per cento in Irlanda, al 2,2 in Spagna e in Portogallo, al 2,0 nei Paesi Bassi. Gli incrementi più moderati si sono registrati in Austria (0,5 per cento), in Germania e in Francia (0,6 per cento per entrambi i paesi). In prospettiva si può prevedere un'ulteriore convergenza dei tassi di inflazione. Il tema dei differenziali di inflazione nell'area dell'euro è stato discusso nel numero di ottobre 1999 del Bollettino mensile della BCE

(cfr. l'articolo intitolato *I differenziali di inflazione in una unione monetaria*). Andamenti differenziati nei prezzi al consumo possono esistere per varie ragioni: il diverso peso attribuito alle singole componenti nella costruzione degli IAPC nazionali, un processo di convergenza dei prezzi (a seguito dell'Unione monetaria e della maggiore trasparenza dei prezzi), o effetti di *catching-up*. Inoltre differenti posizioni cicliche, che si accompagnino a diverse pressioni inflattive sia dal lato della domanda sia salariali, possono portare a divergenze nell'andamento dei prezzi tra paesi. Infine il diverso grado di flessibilità nei mercati nazionali del lavoro e dei beni può amplificare le divergenze nella dinamica dei prezzi nei vari paesi. L'esperienza degli Stati Uniti conferma l'esistenza di differenziali di inflazione all'interno di un'unione monetaria, segnalando che i divari esistenti fra i paesi dell'area dell'euro non sono di entità anomala.

Come osservato in precedenza, i mutamenti strutturali, non ultimo quello connesso all'introduzione dell'euro, possono determinare un diverso andamento dei differenziali di crescita e di inflazione fra i paesi dell'area dell'euro. La misura in cui le differenze fra i paesi persistono o si ampliano è tenuta sotto stretto controllo dalla BCE; tuttavia la politica monetaria dell'Eurosistema si basa sull'evoluzione dell'intera area. Nella misura in cui tali differenze richiedessero una risposta di politica economica, questa sarà di competenza di altri strumenti di politica economica nazionali (nello stesso modo in cui difformi andamenti economici regionali sono stati sinora affrontati mediante politiche economiche diverse da quella monetaria). Si è svolto un ampio dibattito sulla bassa propensione alla mobilità del lavoro nell'area dell'euro (e all'interno dei paesi) che ha quindi poche probabilità di diventare un importante strumento di aggiustamento. È quindi importante aumentare la flessibilità del mercato del lavoro. La politica fiscale può contribuire a contrastare gli shock specifici ai singoli paesi, nella misura in cui si conseguano sufficienti margini di sicurezza nell'ambito del Patto di stabilità e crescita. Nel complesso, le divergenze registrate nell'evoluzione economica dei paesi dell'area dell'euro mettono in evidenza la necessità di riforme strutturali nei mercati dei beni e in quello del lavoro, nonché l'esigenza di un consolidamento fiscale.

più ampie delle attese. Considerata l'esperienza relativamente breve nella compilazione dei dati in conformità al SEC 95, il passaggio al nuovo sistema potrebbe comportare anche in futuro ulteriori revisioni dei dati relativi agli anni trascorsi. Si rende dunque necessario interpretare con cautela i dati più recenti dell'andamento del PIL.

Crescita relativamente sostenuta della domanda interna, con la dinamica complessiva determinata dalle esportazioni nette

Per quanto riguarda le principali componenti del PIL, due fattori principali hanno caratterizzato l'andamento della crescita nel 1999. In primo luogo, il sostenuto incremento della domanda interna finale ha consentito che il rallentamento intervenuto tra il 1998 e il 1999 sia stato in definitiva meno pronunciato di quello registrato tra il 1995 e il 1996. In secondo luogo, la fase di debolezza ciclica della fine del 1998 era stata causata dal peggioramento delle opportunità di esportare verso i paesi terzi, così come la ripresa nell'area dell'euro nel 1999 ha riflesso principalmente il recupero degli scambi con l'estero. Nel corso dell'anno il contributo della domanda interna alla crescita del PIL è divenuto positivo in misura crescente, mentre anche quello delle esportazioni nette ha mostrato una tendenza al miglioramento (cfr. figura 9).

Il contributo negativo delle esportazioni nette alla crescita del PIL, per -0,5 punti percentuali, ha frenato la crescita nel complesso del 1999; tuttavia, nel corso dell'anno il contributo, calcolato sul periodo precedente, è tornato positivo nel secondo e nel terzo trimestre. In aggiunta alla stabilizzazione e alla graduale ripresa della domanda esterna, il miglioramento rispecchia in parte un apprezzabile guadagno nella competitività di prezzo. Mentre nel periodo a cavallo tra il 1998 e il 1999 gli effetti negativi delle crisi delle economie emergenti erano stati aggravati dal cambio elevato dell'euro, il deprezzamento della moneta unica intervenuto verso la metà del

1999 ha favorito le esportazioni dell'area dell'euro. Ne è conseguita una forte ripresa delle esportazioni di beni e servizi, che nel secondo e nel terzo trimestre sono cresciute in misura più accentuata delle importazioni.

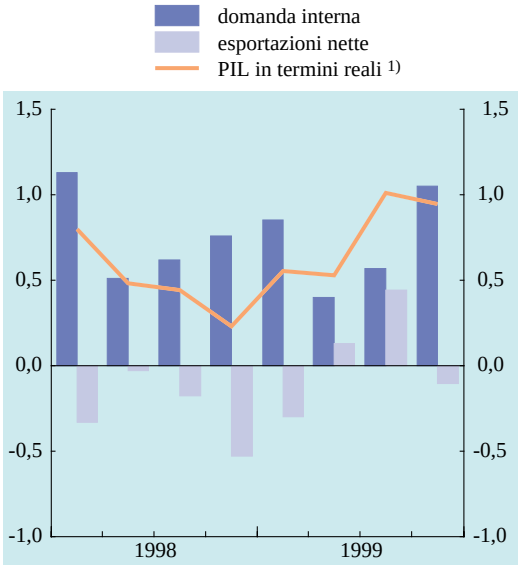
La domanda interna si è mantenuta alquanto vivace nel corso dell'anno, con incrementi in ciascun trimestre di circa il 3 per cento sul periodo corrispondente dell'anno precedente. Vi ha contribuito in larga misura la crescita sostenuta dei consumi delle famiglie. Il clima di fiducia dei consumatori, che aveva raggiunto il suo massimo storico all'inizio del 1999, è rimasto ben al di sopra della sua media di lungo periodo per tutto l'anno. L'elevato clima di fiducia e i consumi sostenuti ad esso associati sono riconducibili alla crescita costantemente elevata dell'occupazione e al recupero dei salari reali in un contesto di stabilità dei prezzi e bassi tassi d'interesse reali. Inoltre, in presenza di un basso costo del denaro, la dinamica relativamente elevata del mercato azionario e di quello delle abitazioni è probabile abbia sostenuto i consumi delle famiglie, conducendo anche a un aumento del credito. I consumi pubblici hanno registrato solo una crescita modesta nel 1999, a conferma della necessità tuttora presente nella maggior parte degli Stati membri di risanare ulteriormente i bilanci pubblici e della volontà di ridurre la dimensione relativa del settore pubblico nell'economia.

Con riferimento agli investimenti fissi, nel complesso del 1999 l'accumulazione non sembra aver risentito del rallentamento della domanda totale (cioè della domanda interna e delle esportazioni). Nel 1999 gli investimenti fissi lordi sono aumentati complessivamente del 4,5 per cento, quindi intorno allo stesso ritmo del 1998. Al risultato hanno contribuito una serie di fattori. Il fatto che l'impatto negativo della domanda sia stato di durata piuttosto breve, come dimostrato dal recupero di fiducia delle imprese dopo il primo trimestre del 1999, sembra aver limitato le ripercussioni negative sugli investimenti delle imprese. In particolare, il grado di utilizzo della capacità produttiva nel settore manifatturiero, che indica l'intensità delle pressioni della domanda relativamente alle capacità di offerta, nel corso del 1999 non è mai sceso al di sotto del suo valore medio di lungo termine, segnalando pertanto l'assenza di un eccesso di capacità inutilizzata. Probabilmente, il basso livello dei tassi d'interesse reali ha costituito un importante incentivo nel sostenere gli investimenti, non solo delle imprese ma anche nel campo delle abitazioni. Tra le altre componenti degli investimenti, la variazione delle scorte ha fornito un lieve contributo positivo alla crescita del PIL nel 1999. Tuttavia, considerando i margini di incertezza associati alla stima della variazione delle scorte nella contabilità nazionale, l'interpretazione del contributo delle scorte è soggetta a forti limiti. A causa di queste stesse incertezze, non è possibile valutare con accuratezza gli effetti su questa componente di alcuni fattori specifici, quali quelli presumibilmente riconducibili al passaggio all'anno 2000.

Figura 9

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

(contributi in punti percentuali; dati trimestrali destagionalizzati)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
1) Variazione percentuale sul trimestre precedente.

Un più evidente andamento ciclico nel settore dell'industria

A livello settoriale, il rallentamento e la successiva ripresa dell'attività economica si sono concentrati in larga misura nell'industria, mentre nei servizi l'andamento della produzione ha mostrato una maggiore stabilità. Ciò riflette l'importanza relativamente elevata della domanda esterna nei settori manifatturieri e di quella interna nei settori dei servizi. La differente evoluzione dell'attività a livello settoriale si è riflessa nel difforme andamento del clima di fiducia delle imprese e di quello dei consumatori (cfr. figura 10). Da un lato il calo della fiducia di questi ultimi rispetto al punto massimo raggiunto all'inizio del 1999 è stato modesto e di breve durata; l'indicatore è rimasto sempre su valori superiori alla media di lungo periodo. Dall'altro lato la fiducia delle imprese ha mostrato una flessione che, iniziata nei primi mesi del 1998, si è protratta più a lungo, scendendo sotto il livello medio di lungo termine nella prima metà del 1999. Tuttavia, nella rimanente parte dell'anno entrambi gli indicatori sono risaliti, riportandosi alla fine del 1999 intorno ai picchi conseguiti in precedenza.

La produzione industriale ha continuato a diminuire fino all'inizio del 1999, recuperando successivamente una tendenza crescente. Nel primo trimestre si era già portata su livelli superiori, in media, a quelli dell'ultimo trimestre

Figura 10

Indicatori del clima di fiducia nell'area dell'euro

(saldi percentuali; dati mensili espressi in deviazione dalla media)

Fonte: Commissione europea, indagini congiunturali presso le famiglie e le imprese.
Nota: i dati riportati sono calcolati come deviazioni dalla media per il periodo dal gennaio 1985.

Tavola 3

Produzione industriale nell'area dell'euro

(variazioni percentuali)

	Variazioni annuali [1]								Variazioni trimestrali [2]				
	1997	1998	1999	1998 4° trim.	1999 1° trim.	1999 2° trim.	1999 3° trim.	1999 4° trim.	1998 4° trim.	1999 1° trim.	1999 2° trim.	1999 3° trim.	1999 4° trim.
Totale industria escluse le costruzioni	4,4	4,1	1,6	1,6	0,5	0,4	2,1	3,3	-0,2	0,2	0,5	1,4	1,1
Industria manifatturiera	5,0	4,6	1,6	1,4	0,2	0,3	2,1	3,6	-0,8	0,5	0,6	1,8	0,8
principali categorie di prodotti industriali:													
Beni intermedi	5,4	3,7	1,5	0,3	-0,1	0,2	2,7	3,6	-0,2	0,4	0,7	1,5	1,0
Beni di capitale	5,0	6,8	1,5	4,3	1,1	-0,3	1,3	3,6	0,0	-0,2	0,3	1,5	1,3
Beni di consumo	2,7	3,1	1,7	1,3	1,1	1,2	2,0	2,5	-0,4	0,6	0,7	1,2	0,0
durevoli	2,8	6,4	2,3	4,6	1,9	2,8	2,3	2,4	0,3	-0,3	1,4	1,6	0,1
non durevoli	2,6	1,5	1,5	-0,3	0,8	0,1	2,3	2,6	0,2	0,4	0,3	1,0	0,4

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) *Variazioni percentuali sul periodo corrispondente dell'anno precedente, calcolate su dati corretti per il numero di giorni lavorativi.*

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

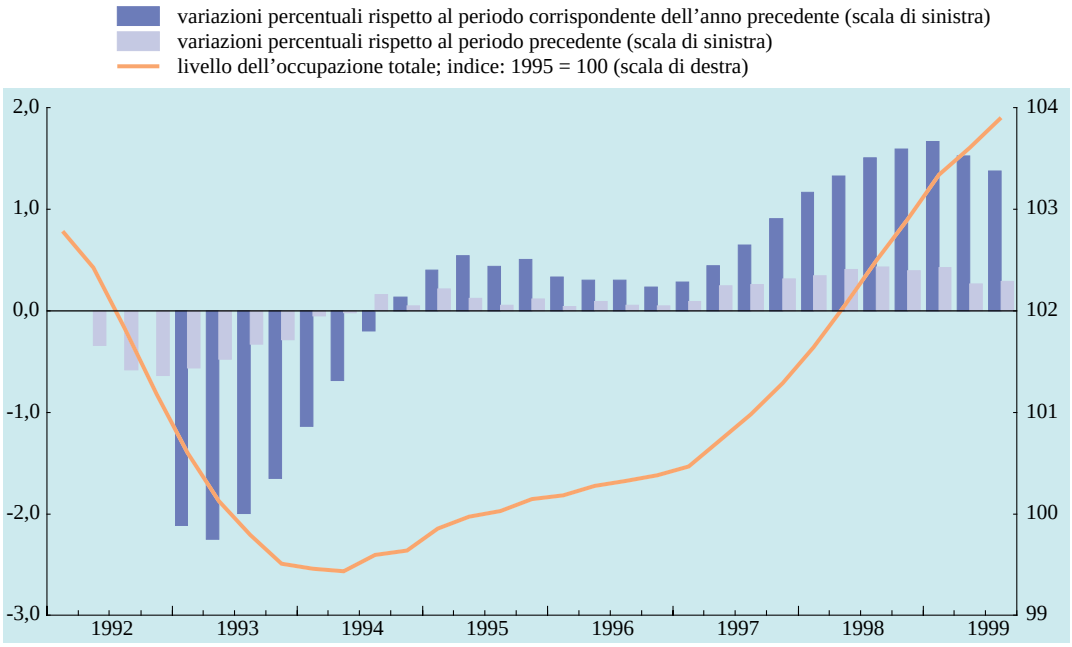
del 1998. Sebbene abbia registrato un'accelerazione a partire dai mesi estivi, il ritmo di crescita della produzione era a fine anno lievemente inferiore a quello di precedenti fasi di ripresa. Tuttavia è probabile che i dati relativi alla produzione del quarto trimestre del 1999 siano rivisti al rialzo in linea con le informazioni aggiuntive resesi disponibili dopo la pubblicazione del dato di dicembre. Con questa avvertenza, nel complesso del 1999 la produzione industriale è aumentata di meno del 2 per cento (cfr. tavola 3). La crescita è stata più forte nei settore dei beni di consumo durevoli, raggiungendo il 2,3 per cento. L'attività di questi settori ha probabilmente beneficiato di una serie di fattori, al di là del proseguimento della crescita sostenuta della domanda di beni di consumo in generale. In particolare, la liberalizzazione dei mercati delle telecomunicazioni e i progressi delle tecnologie relative a Internet hanno dato un forte impulso alla produzione delle relative apparecchiature. Nei settori dei beni d'investimento, l'inversione di tendenza della produzione si è verificata con un certo ritardo, con una crescita complessiva per il 1999 salita all'1,5 per cento. Nei settori dei beni intermedi, infine, la ripresa è iniziata con un leggero anticipo, ma ha mostrato una lenta evoluzione, registrando un incremento della produzione nel complesso del 1999 non superiore all'1,5 per cento.

Nel complesso, nel 1999 l'impatto negativo degli eventi esterni sull'attività dell'area è risultato di entità contenuta e di breve durata. Il recupero dell'economia nel corso dell'anno è in gran parte dovuto all'accelerazione delle esportazioni e, a livello settoriale, ha riflesso principalmente la ripresa della produzione industriale. Questa tendenza, insieme con la crescita abbastanza sostenuta della domanda interna e dell'attività del settore dei servizi, può costituire la base per il consolidamento dell'espansione nel 2000.

Figura 11

Occupazione totale nell'area dell'euro [1)]

(dati trimestrali destagionalizzati)



Fonti: dati nazionali (ad eccezione di quelli del Belgio e dell'Irlanda) ed elaborazioni della BCE.

1) *I dati nazionali utilizzati nel calcolo dell'indicatore per l'area dell'euro si riferiscono, laddove possibile, all'occupazione totale (occupati dipendenti e autonomi) in tutti i settori di attività ad eccezione delle forze armate. Per i Paesi Bassi essi si riferiscono ai soli occupati dipendenti.*

Crescita sostenuta dell'occupazione nel 1999

Sulla base dei dati nazionali, si stima che nel 1999 l'occupazione nell'area dell'euro abbia mostrato lo stesso tasso di incremento del 1998 (1,4 per cento). Il risultato sembra suggerire che il rallentamento dell'attività economica, registrato tra la fine del 1998 e l'inizio del 1999, non abbia avuto effetti sulla crescita complessiva dell'occupazione. Il suo impatto, tuttavia, risulta evidente dalla dinamica trimestrale: il tasso di crescita calcolato sul periodo precedente mostra una leggera diminuzione nella prima metà del 1999, in contrasto con il graduale incremento mostrato nell'anno precedente (cfr. figura 11).

La dinamica trimestrale dell'occupazione totale riflette, in larga misura, l'evoluzione del settore industriale, dove il tasso di crescita, nei primi due trimestri del 1999, è stato negativo. Tale andamento risente della maggiore esposizione ai fattori esterni dell'industria rispetto a quella degli altri settori dell'economia. Nel complesso del 1999, l'occupazione nell'industria è leggermente diminuita. Ne consegue che lo scarso impatto della decelerazione dell'attività economica nel 1999 sulla crescita dell'occupazione totale è riconducibile al buon andamento dell'occupazione in altri settori, in particolare in quello dei servizi. In quest'ultimo settore, caratterizzato da una maggiore intensità di lavoro rispetto a quella dell'industria, l'occupazione ha beneficiato della costante espansione della domanda interna.

Nel 1999 l'andamento dell'occupazione nell'area dell'euro ha tratto sostegno, come già indicato nella sezione 3, anche dalla dinamica favorevole del costo del lavoro, derivante dalla moderata crescita salariale e dalla riduzione degli oneri sociali. In aggiunta a ciò, le politiche governative hanno contribuito alla crescita occupazionale nel 1999, indirizzandosi verso la riduzione delle rigidità strutturali del mercato del lavoro e la formulazione di programmi per la creazione di posti di lavoro.

Il tasso di disoccupazione ha continuato a diminuire gradualmente

Il tasso di disoccupazione standardizzato ha continuato a diminuire durante il 1999, mantenendo la tendenza già osservata nel 1998 (cfr. figura 12). A fine anno, esso risultava pari al 9,6 per cento, inferiore di 0,9 punti percentuali rispetto a quello registrato nel dicembre 1998. In media il numero dei disoccupati è diminuito di 1 milione circa (contro un calo di 785.000 persone nel 1998) scendendo a 12,9 milioni, il livello più basso dal 1992. Come nel 1998, anche nel 1999 il ritmo sostenuto di creazione netta di posti di lavoro è stato accompagnato dall'aumento della forza lavoro. Ciò sembra avere limitato, in qualche misura,

Tavola 4

Evoluzione del mercato del lavoro nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	1997	1998	1999	1997 3° trim.	1997 4° trim.	1998 1° trim.	1998 2° trim.	1998 3° trim.	1998 4° trim.	1999 1° trim.	1999 2° trim.	1999 3° trim.	1999 4° trim.
Forze di lavoro	0,7	0,6	.	0,7	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	.
Occupazione	0,6	1,4	.	0,6	0,9	1,2	1,3	1,5	1,6	1,7	1,5	1,4	.
Totale industria	-1,3	0,2	.	-1,2	-0,5	0,1	0,1	0,3	0,4	0,1	0,0	0,0	.
Disoccupazione	0,6	-5,3	-7,8	0,7	-0,5	-2,8	-4,8	-6,2	-7,5	-7,7	-7,7	-7,9	-8,0
Tassi di disoccupazione [1]													
Totale	11,5	10,9	10,0	11,6	11,4	11,2	10,9	10,8	10,6	10,3	10,1	10,0	9,7
Sotto i 25 anni	23,2	21,2	19,1	23,1	22,6	21,8	21,4	21,1	20,7	20,0	19,3	18,9	18,3
25 anni e oltre	9,9	9,4	8,8	9,9	9,9	9,7	9,5	9,3	9,1	9,0	8,9	8,7	8,6

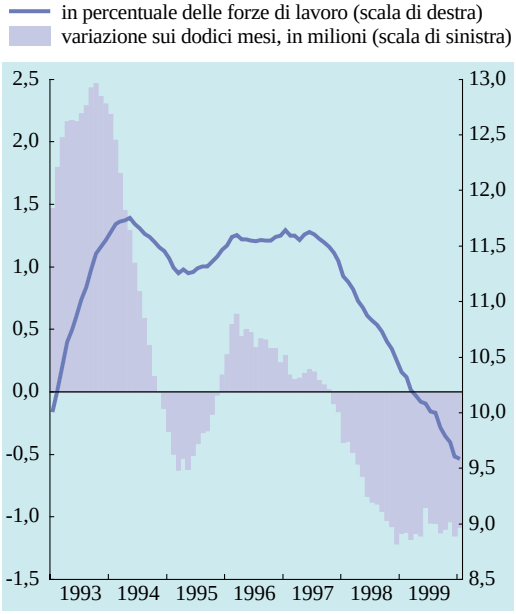
Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

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

Figura 12

Disoccupazione nell'area dell'euro

(dati mensili)



Fonte: Eurostat.

gli effetti della crescita dell'occupazione sulla riduzione del numero di disoccupati (cfr. tavola 4). Si stima che la forza lavoro sia aumentata, analogamente ai tre anni precedenti, dello 0,6 per cento, superando di 0,4 punti percentuali il tasso medio di crescita dei primi anni novanta. Il maggiore incremento può essere in parte la conseguenza del miglioramento nella situazione occupazionale degli ultimi anni, che potrebbe aver spinto un più elevato numero di persone a entrare, o ritornare, nel mercato del lavoro.

Il calo del tasso di disoccupazione ha subito un rallentamento nei mesi estivi del 1999, risentendo con ritardo dell'effetto della decelerazione dell'attività economica avvenuta tra la fine del 1998 e l'inizio del 1999. A partire da settembre, comunque, il tasso di disoccupazione ha ripreso a scendere a seguito del rafforzamento dell'attività.

La ripartizione per età mostra come il tasso di disoccupazione sia diminuito sia tra i giovani (dal 20,7 al 18,3 per cento tra la fine del 1998 e la fine del 1999), sia nella fascia superiore ai 25 anni (dal 9,1 all'8,6 per cento nello stesso periodo). A livello dei singoli paesi, infine, si è registrata, nel corso dell'anno, una riduzione della dispersione dei tassi di disoccupazione; il risultato è ascrivibile a fattori ciclici e agli effetti protratti delle riforme strutturali del mercato del lavoro attuate in alcuni paesi.

5 La finanza pubblica

I disavanzi continuano a diminuire per effetto del ciclo e grazie ai minori oneri per il servizio del debito

I saldi di bilancio hanno continuato a registrare un lieve miglioramento nel 1999. Le prospettive di ulteriore miglioramento erano diminuite nei primi mesi dell'anno a causa del rallentamento della crescita economica, ma in seguito, e specialmente nella seconda metà dell'anno, le condizioni economiche sono migliorate. Questo fattore, insieme con il livello relativamente basso dei tassi d'interesse, ha esercitato un effetto favorevole sui conti pubblici. Complessivamente, le posizioni di bilancio hanno fatto registrare un miglioramento in tutta l'area dell'euro: il rapporto medio tra il disavanzo delle Amministrazioni pubbliche e il PIL è sceso infatti dal 2 per cento del 1998 all'1 1/4 per cento del 1999 (cfr. tavola 5). La riduzione è il risultato di una lieve diminuzione dell'incidenza sul PIL delle spese e di un lieve aumento di quella delle entrate. Nella prima parte dell'anno era stata prevista una minore diminuzione del rapporto disavanzo/PIL, che è invece risultato più favorevole per effetto di entrate pubbliche superiori alle previsioni, anche grazie al miglioramento

Tavola 5

Situazione delle finanze pubbliche nell'area dell'euro

(in percentuale del PIL)

Avanzo (+) o disavanzo (-) delle Amministrazioni pubbliche

	1996	1997	1998	1999
Area dell'euro	**-4,3**	**-2,6**	**-2,0**	**-1,2**
Belgio	-3,7	-2,0	-1,0	-0,9
Germania	-3,4	-2,6	-1,7	-1,2
Spagna	-5,0	-3,2	-2,6	-1,1
Francia	-4,2	-3,0	-2,7	-1,8
Irlanda	-0,6	0,8	2,1	2,0
Italia	-7,1	-2,7	-2,8	-1,9
Lussemburgo	2,7	3,6	3,2	2,4
Paesi Bassi	-1,8	-1,2	-0,8	0,5
Austria	-3,8	-1,9	-2,5	-2,0
Portogallo	-3,8	-2,6	-2,1	-2,0
Finlandia	-3,2	-1,5	1,3	2,3

Debito lordo delle Amministrazioni pubbliche

	1996	1997	1998	1999
Area dell'euro	**75,2**	**74,6**	**73,0**	**72,2**
Belgio	128,3	123,0	117,4	114,4
Germania	59,8	60,9	60,7	61,1
Spagna	68,0	66,7	64,9	63,5
Francia	57,1	59,0	59,3	58,6
Irlanda	74,1	65,3	55,6	52,4
Italia	122,1	119,8	116,3	114,9
Lussemburgo	6,2	6,0	6,4	6,2
Paesi Bassi	75,3	70,3	67,0	63,8
Austria	68,3	63,9	63,5	64,9
Portogallo	63,6	60,3	56,5	56,8
Finlandia	57,1	54,1	49,0	47,1

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE per gli aggregati relativi all'area dell'euro.
Nota: I dati sono basati su SEC 95.

delle condizioni economiche. I dati rivisti sui risultati di bilancio del 1998 hanno inoltre indicato che la posizione di partenza per il 1999 era stata migliore del previsto. Il rapporto tra debito pubblico lordo e PIL per l'area dell'euro è sceso leggermente nel 1999.

Poiché le politiche fiscali sono di competenza dei singoli Stati membri, valutare esclusivamente le cifre aggregate significherebbe trascurare le significative differenze esistenti tra i vari paesi in materia di finanza pubblica. Quattro Stati membri hanno fatto registrare nel 1999 avanzi di bilancio (Irlanda, Lussemburgo, Paesi Bassi e Finlandia). Con l'eccezione dei Paesi Bassi, questi paesi sono inoltre ampiamente in regola anche riguardo al valore di riferimento del 60 per cento per il rapporto tra il debito pubblico e il PIL. I Paesi Bassi e la Finlandia hanno migliorato il proprio saldo di bilancio, riuscendo anche a ridurre ulteriormente nel 1999 il debito pubblico in percentuale del PIL. Il Lussemburgo ha fatto registrare un livello di indebitamento molto basso, pari al 6,2 per cento del PIL. Due paesi – Italia e Belgio – hanno ancora un rapporto tra il debito e il PIL superiore al 110 per cento, benché in diminuzione. L'Italia ha fatto registrare un miglioramento nel rapporto tra disavanzo e PIL, passando dal 2,8 per cento del 1998 all'1,9 per cento nel 1999, mentre per il Belgio tale rapporto è rimasto praticamente invariato all'1 per cento. Tutti gli altri paesi hanno evidenziato rapporti disavanzo/PIL pari o inferiori al 2 per cento e rapporti debito/PIL di poco inferiori (Francia e Portogallo) o leggermente superiori al valore di riferimento del 60 per cento (Germania, Spagna, Paesi Bassi e Austria). Tra il 1998 e il 1999, il rapporto disavanzo/PIL è rimasto sostanzialmente stabile in Belgio, Irlanda e Portogallo, mentre progressi più significativi sono stati conseguiti negli altri paesi, con l'eccezione del Lussemburgo, dove l'avanzo si è ridotto in rapporto al PIL. In tre paesi (Germania, Austria e Portogallo) il rapporto debito/PIL è aumentato.

Tuttavia, nel valutare le posizioni di bilancio dei singoli paesi occorre tenere nel debito conto l'andamento della congiuntura, così come altri fattori che sfuggono al diretto controllo delle Amministrazioni pubbliche. A tale proposito, l'andamento della finanza pubblica nei paesi dell'area appare essenzialmente attribuibile alla congiuntura economica e alla flessione degli oneri per interessi. Secondo le stime della Commissione europea, l'incidenza sul PIL del saldo primario corretto per il ciclo (definito come il saldo di bilancio al netto della spesa pubblica per interessi e degli effetti del ciclo economico) per l'area dell'euro nel suo complesso dovrebbe aver registrato nel 1999 solo un miglioramento marginale. Non sembra quindi che le misure attive di risanamento abbiano avuto un ruolo di rilievo nel 1999 nel migliorare le posizioni di bilancio dei singoli paesi; questo fatto risultava già evidente nel 1998, nonostante l'opportunità offerta dalla crescita sostenuta di accelerare la riduzione degli squilibri strutturali in molti Stati membri.

Nonostante il forte impatto della diminuzione della spesa per il servizio del debito sul saldo complessivo di bilancio, il rapporto medio tra avanzo primario e PIL ha registrato solo un lieve miglioramento nel 1998 e nel 1999. È opportuno ricordare, in particolare, che nel 1999 il rapporto avanzo primario/PIL si è ridotto in Belgio e in Italia, paesi dove la presenza di un elevato rapporto debito/PIL richiede obiettivi di bilancio relativamente ambiziosi se si vuole conseguire una rapida riduzione del livello d'indebitamento. I dati sopra menzionati indicano, tuttavia, che gli Stati membri partecipanti all'area dell'euro con i più elevati rapporti debito/PIL devono ancora compiere ulteriori significativi progressi a questo riguardo.

Per quanto riguarda l'evoluzione del debito pubblico, è da notare inoltre che l'incidenza dei cosiddetti "aggiustamenti disavanzo/debito" sulla variazione del rapporto debito/PIL nell'area dell'euro non è stata irrilevante, com'era già avvenuto negli anni precedenti. Gli aggiustamenti in questione lasciano invariato il rapporto disavanzo/PIL ma incidono sul livello del debito pubblico. Essi riducono il livello del debito, ad esempio, in caso di privatizzazioni, una politica seguita nel 1999 e in

precedenza dalla maggior parte delle Amministrazioni pubbliche dell'area. In alcuni altri casi, ad esempio, l'apporto di nuovi capitali a imprese pubbliche e gli aggiustamenti di valore per il debito in valuta estera hanno determinato un livello del debito pubblico superiore a quello prevedibile alla luce del disavanzo di bilancio.

Le strategie di risanamento degli Stati membri

Durante le recenti discussioni in materia di indirizzi dello loro politiche fiscali, gli Stati membri hanno per la maggior parte dichiarato di voler proseguire sulla strada del risanamento dei conti pubblici, al fine di raggiungere posizioni di bilancio conformi a quanto richiesto dal Patto di stabilità e crescita. Si prevede dunque che nel 2000 i disavanzi pubblici continueranno a scendere nell'area dell'euro, benché lentamente. Gli attuali obiettivi di bilancio suggeriscono che ulteriori riduzioni dei disavanzi pubblici possono ancora essere largamente attribuite a condizioni economiche favorevoli e alla costante diminuzione della spesa per interessi in rapporto al PIL.

Al tempo stesso, i responsabili delle politiche fiscali sembrano porsi obiettivi che indicano il passaggio ad una strategia atta a ridurre gli squilibri di bilancio ma anche a modificare il livello e la struttura delle entrate e delle spese pubbliche. Vari Stati membri intendono cogliere l'opportunità di prospettive economiche favorevoli per introdurre riforme fiscali volte a promuovere la crescita e l'occupazione e, nel contempo, mirano a contenere la spesa per fare spazio ad ulteriori riduzioni del disavanzo. Si prevede dunque che nel 2000 la riduzione del rapporto disavanzo/PIL sarà determinata in quasi tutti gli Stati membri dal calo della spesa pubblica in percentuale del PIL, realizzato soprattutto con risparmi sul monte salari del settore pubblico e sui trasferimenti alle famiglie. Contemporaneamente, è prevista nel 2000 una diminuzione delle entrate pubbliche in rapporto al PIL per effetto delle riforme, pianificate o già in atto, riguardanti le imposte e i contributi sociali. È opportuno che le riforme tributarie non pregiudichino gli obiettivi di bilancio e non diano luogo a impulsi prociclici all'attività economica.

Tra la fine del 1999 e l'inizio del 2000 gli Stati membri hanno presentato alla Commissione europea, in conformità al Patto di stabilità e crescita, gli aggiornamenti ai programmi di stabilità riguardanti il periodo dal 2000 al 2002/2003. Con il Patto, gli Stati membri si sono impegnati a far proprio "l'obiettivo di raggiungere saldi di bilancio vicini al pareggio o positivi nel medio termine". Tale obiettivo è considerato appropriato al fine di "consentire agli Stati membri di far fronte alle normali fluttuazioni cicliche senza che il disavanzo pubblico superi il valore di riferimento del 3 per cento del PIL". Nel fissare obiettivi di medio termine, gli Stati membri devono tener conto anche di altri fattori. Essi includono: la possibilità di entrate fiscali minori del previsto e di sconfinamenti della spesa pubblica; la necessità di ridurre rapidamente il rapporto debito/PIL nei paesi in cui esso supera ancora il 60 per cento; i maggiori oneri che si determineranno in futuro per effetto dell'invecchiamento della popolazione.

Secondo gli aggiornamenti ai programmi di stabilità, nel 2000 e negli anni successivi le prospettive di crescita economica sono almeno tanto favorevoli quanto lo erano nei programmi originari. In tale contesto, gli Stati membri intendono riequilibrare ulteriormente i conti pubblici nel medio termine. Gli obiettivi di riduzione del disavanzo pubblico e del rapporto debito/PIL variano da un paese all'altro, così come variano le posizioni di bilancio che i singoli paesi si propongono di raggiungere al termine dell'orizzonte di programmazione. Alcuni si sono posti obiettivi di bilancio più ambiziosi rispetto a quelli contenuti nei programmi originari. La maggior parte degli Stati membri dovrebbero riuscire, entro il 2002/2003, a ridurre il disavanzo a meno dello 0,5 per cento del PIL o a conseguire saldi positivi, oltre a portare il debito pubblico a un livello inferiore al 60 per cento del PIL. Contemporaneamente, la maggior parte di essi prevede di ridurre la pressione fiscale.

Il Belgio e l'Italia continueranno a presentare un debito pubblico di livello prossimo al 100 per cento del PIL.

Va ricordato che, nel periodo incluso nei programmi, qualsiasi maggiore entrata determinata da una crescita superiore alle attese (il cosiddetto dividendo dello sviluppo) dovrebbe normalmente essere utilizzata per accelerare il consolidamento dei conti pubblici, piuttosto che per ridurre la pressione fiscale. Ciò è particolarmente opportuno per i paesi nei quali il rapporto disavanzo/PIL non è sufficientemente discosto dal limite del 3 per cento, per quelli con un debito ancora elevato e per quelli la cui economia è soggetta al rischio di surriscaldamento.

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

Significativo miglioramento del contesto macroeconomico globale

Le condizioni economiche e finanziarie globali sono notevolmente migliorate dopo il rallentamento del 1998; la maggior parte delle economie asiatiche colpite dalla crisi ha iniziato la ripresa nel corso del 1999 e l'economia mondiale sembra ora trovarsi in un punto di svolta positivo del ciclo. L'aggiustamento in alcuni dei paesi maggiormente colpiti è stato molto più agevole del previsto. La fiducia è riapparsa sui mercati finanziari della maggior parte delle economie asiatiche emergenti, consentendo un allentamento delle condizioni monetarie e gettando le basi per la ripresa. Allo stesso tempo, una crescita economica maggiore del previsto in alcuni paesi industrializzati, in particolare negli Stati Uniti, ha condotto a previsioni notevolmente migliori sulle prospettive globali dell'economia.

Il miglioramento delle prospettive economiche nel corso del 1999 è stato parzialmente controbilanciato da un rilevante incremento dei prezzi del petrolio rispetto ai livelli molto bassi registrati alla fine del 1998 e all'inizio del 1999, invertendo così l'effetto di uno dei fattori che avevano contribuito al mantenimento di un basso tasso di inflazione nel 1998. I prezzi del petrolio greggio sono aumentati dagli 11,5 dollari al barile del primo trimestre 1999 ai 26 dollari del dicembre 1999. Questi incrementi di prezzo sono il risultato della combinazione di una decisione della Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio (OPEC) di ridurre l'offerta di petrolio e del rafforzamento della domanda, proveniente in particolare dall'Asia. L'impatto di questo notevole aumento dei prezzi del petrolio sull'inflazione globale, è stato tuttavia parzialmente attenuato dall'andamento dei prezzi, in dollari, delle altre materie prime, che nel complesso si sono mantenuti sostanzialmente stabili nel corso dell'anno e hanno registrato solo un moderato aumento negli ultimi due mesi del 1999. L'aumento del prezzo del petrolio è proseguito nella prima parte del 2000; la quotazione aveva raggiunto il livello di 31,9 dollari per barile al momento di mandare in stampa questo Rapporto annuale.

Negli Stati Uniti la forte crescita del prodotto e della produttività, il calo della disoccupazione e pressioni inflazionistiche contenute hanno continuato a caratterizzare l'evoluzione economica nel 1999. La crescita del PIL è stata vigorosa durante l'intero anno: l'incremento trimestrale depurato dei fenomeni di stagionalità ha oscillato tra un minimo dello 0,5 per cento nel secondo trimestre e un massimo dell'1,7 per cento nel quarto. Di conseguenza nel 1999, per il terzo anno consecutivo, l'economia ha registrato un tasso di crescita complessivo prossimo al 4 per cento. La robustezza della domanda interna, in particolare della spesa per consumi privati e per investimenti fissi delle imprese, ha continuato a trascinare l'espansione, mentre il contributo delle esportazioni nette alla crescita del PIL si è mantenuto fortemente negativo. Le esportazioni statunitensi hanno sofferto nella prima

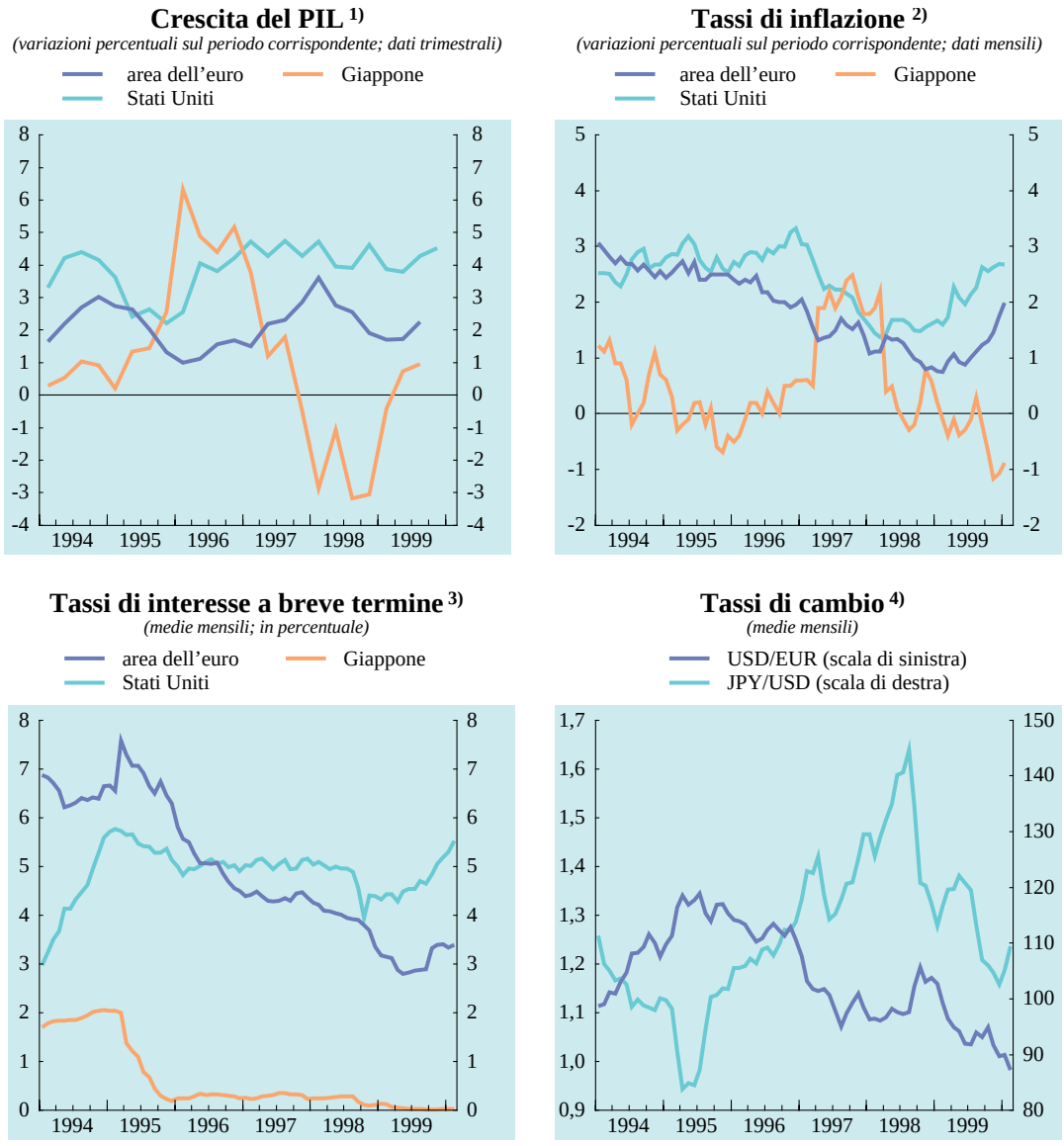
metà dell'anno, ma sono migliorate notevolmente nella seconda metà, in risposta alla rapida ripresa della crescita economica mondiale. Ciò nonostante, nel 1999 le importazioni sono cresciute più rapidamente delle esportazioni, dando luogo a un ulteriore ampliamento del disavanzo commerciale statunitense. Quest'ultimo, insieme con il continuo deterioramento della bilancia dei redditi da capitale, ha generato un disavanzo del conto corrente pari a circa il 3,6 per cento del PIL. Dopo un prolungato periodo di crescita sostenuta, il tasso di disoccupazione è ulteriormente diminuito fino al 4,1 per cento, un livello mai raggiunto dalla fine degli anni sessanta. Nonostante le tensioni sul mercato del lavoro, le pressioni inflazionistiche si sono mantenute sotto controllo, in conseguenza di ampi aumenti della produttività del lavoro e dell'intensificarsi della concorrenza nei mercati dei prodotti. L'inflazione al consumo è salita al 2,2 per cento nel 1999, dall'1,6 per cento registrato nel 1998, mentre l'inflazione al netto degli effetti dei prezzi energetici e di quelli delle componenti più variabili dei beni alimentari si è attestata al 2,1 per cento in media, dopo il 2,3 per cento registrato nel 1998. Al fine di contrastare i crescenti rischi inflazionistici, segnalati dalle condizioni di maggiore tensione sul mercato del lavoro e dall'eccesso di domanda, dall'estate in poi la Federal Reserve ha attuato una stretta di politica monetaria, portando gradualmente il proprio obiettivo per il tasso sui *federal funds* dal 4,75 al 5,5 per cento alla fine del 1999, annullando così le riduzioni effettuate nell'autunno 1998.

In Giappone le condizioni economiche sono migliorate nella prima metà del 1999, ma si sono nuovamente deteriorate nella seconda metà dell'anno, indicando che non era ancora in atto una ripresa in grado di autosostenersi. Per effetto delle misure fiscali di sostegno all'economia messe in atto nel 1998, per un ammontare complessivo pari a circa il 10 per cento del PIL, gli investimenti pubblici nonché i consumi privati e gli investimenti nelle costruzioni hanno registrato una variazione positiva nella prima metà del 1999, mentre gli investimenti fissi delle imprese hanno continuato a contrarsi, proseguendo una tendenza iniziata nel 1998. Tuttavia, già nel terzo trimestre del 1999, quando l'effetto delle misure di sostegno si era gradualmente affievolito, si è verificata una brusca correzione al ribasso della crescita degli investimenti pubblici, accompagnata da un calo dei consumi e degli investimenti del settore privato. Le esportazioni nette hanno fornito un contributo leggermente negativo alla crescita del PIL, ma le esportazioni hanno registrato un miglioramento durante l'anno, nonostante un apprezzamento dello yen di circa il 25 per cento in termini reali. Nel frattempo la debolezza dell'attività economica si è riflessa in una persistente contrazione dei prezzi, sia per quanto riguarda l'indice dei prezzi al consumo sia per quello dei prezzi all'ingrosso, che nel 1999 sono calati rispettivamente, in media, dello 0,2 e del 3,6 per cento, benché entrambi si siano stabilizzati negli ultimi mesi del 1999. Nel 1999 la politica monetaria è stata rivolta a sostenere l'attività economica; la Banca del Giappone ha spinto il proprio obiettivo operativo (il tasso *overnight* sulle operazioni non garantite) su livelli vicini allo zero. Prima della fine dell'anno il Governo giapponese ha approvato altre misure supplementari di sostegno all'economia, per un importo di circa 18 mila miliardi di yen (pari al 3,6 per cento del PIL), poiché la ripresa dei consumi privati rimaneva debole ed era ancora in corso una contrazione degli investimenti delle imprese.

Nel 1999 le altre economie asiatiche sono state protagoniste di una notevole ripresa, più vigorosa del previsto, dopo la grave crisi economica e finanziaria che aveva colpito la regione nell'anno precedente. Le economie della Corea del Sud, della Malesia, di Singapore e della Tailandia hanno registrato tassi di crescita elevati nel 1999, inizialmente sospinti dalle esportazioni nette e successivamente dalla ripresa della domanda interna. In queste economie, nel corso del 1999 sono divenute via via più favorevoli le condizioni sui mercati finanziari. Nello stesso anno tuttavia, a Hong Kong (SAR) e in Indonesia la crescita è tornata su livelli appena superiori allo zero. La Cina ha continuato a resistere ai contraccolpi della crisi asiatica nel 1999; mentre

Figura 13

Indicatori economici per le principali economie industriali



Fonti: dati nazionali, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) *I dati relativi all'area dell'euro sono di fonte Eurostat; quelli per gli Stati Uniti e il Giappone sono di fonti nazionali.*
2) *I dati relativi all'area dell'euro fino al dicembre 1995 sono stime dello IAPC basate sugli indici nazionali dei prezzi al consumo; i dati successivi al 1995 si riferiscono allo IAPC.*
3) *I dati relativi all'area dell'euro sono elaborazioni della BCE e sono calcolati come medie dei tassi interbancari nazionali a tre mesi; dal 1999 in poi vengono usati i tassi EURIBOR a tre mesi.*
4) *Per i periodi precedenti al 1999 la serie indicata USD/EUR si riferisce al cambio USD/ECU.*

erano in corso di attuazione significative riforme strutturali, la crescita si è indebolita solo lievemente, raggiungendo il livello del 7,2 per cento.

Nel corso del 1999 le economie in transizione hanno dovuto fronteggiare l'impatto negativo esercitato dalla crisi russa sulla fiducia degli investitori. Tuttavia, dopo una crescita sensibilmente più lenta nel primo trimestre del 1999, il quadro delle prospettive economiche generali è rapidamente migliorato per la Repubblica Ceca, l'Ungheria e la Polonia. In Russia l'economia ha continuato a essere influenzata dall'incertezza politica e da debolezze di tipo strutturale, benché si siano rilevati alcuni segnali positivi riguardo all'andamento dell'attività economica, tra cui una ripresa della produzione industriale. In seguito a questi sviluppi, si stima che il PIL sia cresciuto del 3 per cento circa in termini reali, molto più di quanto inizialmente previsto, dopo una contrazione di quasi il 5 per cento nel 1998. In altre economie di transizione, e in particolare negli Stati baltici, si è verificato un brusco rallentamento della crescita, perché la crisi russa ha avuto un impatto più forte del previsto. La situazione politica ed economica in Romania è ancora motivo di preoccupazione; la perdita cumulata di prodotto dal 1997 è stata pari al 16 per cento circa.

In America latina alla fine del 1999 il quadro economico risultava migliorato in termini di prospettive di crescita e di stabilità finanziaria. L'anno non era iniziato secondo i migliori auspici, con la maggior parte dei paesi della regione in recessione sulla scia della crisi russa del 1998. La valuta brasiliana è divenuta oggetto di intense pressioni e, nel gennaio 1999, è stata lasciata fluttuare. Ciò nonostante, la recessione in Brasile è stata meno grave di quanto si fosse temuto e gli effetti di contagio della crisi sono stati limitati. Alla fine dell'anno, la regione nel suo complesso stava uscendo dalla recessione, benché la ripresa economica si sia mantenuta fragile in numerosi paesi in conseguenza della lentezza con cui hanno proceduto il risanamento dei conti pubblici e le riforme strutturali.

L'euro si è indebolito nel 1999

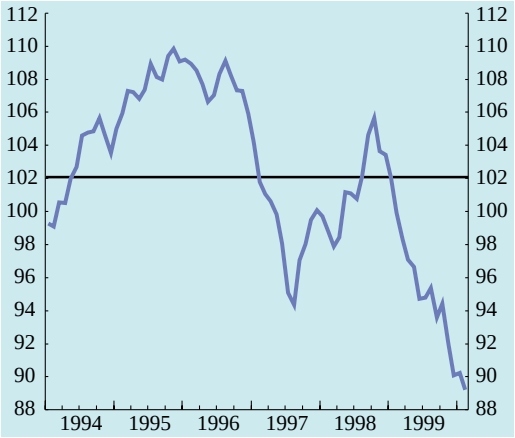
Nel 1999 il tasso di cambio dell'euro si è deprezzato nei confronti delle monete della maggior parte dei partner commerciali dell'area dell'euro, in particolare nei confronti delle principali divise come il dollaro statunitense, lo yen giapponese e la sterlina inglese. In termini effettivi nominali, ossia ponderati nei confronti delle valute dei principali partner commerciali dell'area dell'euro, la moneta europea si è indebolita di circa l'8 per cento tra il primo e il quarto trimestre del 1999, e nella media dell'anno il livello dell'indice del tasso di cambio effettivo nominale si è mantenuto circa il 6 per cento al di sotto di quello registrato nel 1998 (cfr. figura 14). Nella prima parte del 2000 il deprezzamento dell'euro è proseguito e il livello medio dell'indice del tasso di cambio nominale effettivo nei mesi di gennaio e febbraio è stato del 2,6 per cento inferiore a quello registrato nel quarto trimestre del 1999 e del 10,3 inferiore a quello relativo al primo trimestre del 1999.

Nel corso della prima metà dell'anno l'euro si è deprezzato di circa il 12 per cento nei confronti del dollaro statunitense. I fattori più importanti che hanno contribuito alla forza del dollaro sono state le mutate prospettive economiche per gli Stati Uniti e per l'area dell'euro e la performance superiore alle attese dell'economia statunitense dopo la crisi finanziaria globale nella seconda metà del 1998. Si è verificata una svolta a metà luglio, quando segnali positivi derivanti dagli indicatori economici per l'area dell'euro hanno dato il via a un rafforzamento della moneta europea, ulteriormente alimentato dalle previsioni di un rallentamento dell'economia statunitense e dai rischi di correzioni più consistenti sui mercati azionari statunitensi. Tuttavia, i dati diffusi successivamente hanno attenuato questi timori, evidenziando il proseguire di una robusta crescita dell'economia statunitense e pressioni inflazionistiche moderate. A fine 1999 l'euro veniva quotato a 1,005 dollari. L'evoluzione relativa delle economie statunitense e dell'area dell'euro e i corrispondenti movimenti dei tassi di cambio sono proseguiti nella prima parte del 2000, quando l'euro ha

Figura 14

Tasso di cambio effettivo nominale [1)]

(medie mensili; indice: 1° trim. 1999 = 100)



Fonte: BCE.

1) I dati sono elaborazioni della BCE (cfr. riquadro 5 del numero di ottobre 1999 del Bollettino mensile). Un aumento dell'indice rappresenta un apprezzamento dell'euro. La linea orizzontale corrisponde alla media nel periodo considerato (gennaio 1994 – febbraio 2000).

continuato a deprezzarsi nei confronti del dollaro. Il 7 marzo 2000 l'euro veniva quotato 0,959 dollari.

Tra le principali valute, lo yen giapponese ha registrato il più significativo apprezzamento nel 1999, benché accompagnato da elevata volatilità. Tra l'inizio e la fine del 1999 lo yen si è apprezzato del 30 per cento nei confronti dell'euro e dell'11 per cento nei confronti del dollaro statunitense. Questo rafforzamento si è verificato nel contesto di un significativo avanzo delle partite correnti e in parallelo con una svolta dell'economia, che ha iniziato a registrare tassi di crescita leggermente più sostenuti dopo la recessione relativamente grave del 1998. In linea con il rafforzamento della crescita, i tassi di interesse nominali a lungo termine in Giappone si sono ripresi dai livelli minimi inferiori all'1 per cento che avevano raggiunto nella seconda metà del 1998, risalendo a circa l'1,8 per cento alla fine dell'anno. La quotazione dell'euro era pari a 102,73 yen alla fine del 1999. L'andamento dello yen ha continuato a mostrare una relativa volatilità nella prima parte del 2000, senza tuttavia evidenziare una tendenza precisa. Il 7 marzo 2000 l'euro veniva quotato 103,00 yen.

Riduzione dell'avanzo delle partite correnti

L'avanzo delle partite correnti dell'area dell'euro è diminuito leggermente, raggiungendo circa lo 0,75 per cento del PIL nel 1999 (43,2 miliardi di euro), rispetto a circa l'1 per cento del PIL nel 1998 (60,3 miliardi di ECU). La ragione di questo calo risiede in una diminuzione dell'avanzo della bilancia dei beni derivante, a sua volta, soprattutto da un forte incremento del valore delle importazioni nel corso dell'anno, attribuibile a prezzi all'importazione più elevati, in particolare per i prodotti energetici (cfr. riquadro 5), unitamente a un basso livello del valore delle esportazioni nella prima metà del 1999 e, in misura minore, al peggioramento della bilancia dei servizi. Per contro, minori disavanzi sono stati registrati dal conto dei trasferimenti correnti e dei redditi nel 1999.

Nel corso dell'intero 1999 l'avanzo della bilancia dei beni dell'area dell'euro è sceso a 99,9 miliardi di euro, rispetto ai 118,8 miliardi di ECU registrati nel 1998. Nella seconda metà dello scorso anno, tuttavia, il valore delle esportazioni ha iniziato a mostrare una crescita di base più forte, riflettendo sia l'incremento della domanda estera, sia il miglioramento della competitività di prezzo. Nonostante l'incremento delle esportazioni nel corso dell'anno, il valore delle importazioni ha continuato a crescere più velocemente di quello delle esportazioni; probabilmente ciò è connesso ai più elevati prezzi all'importazione, indotti in parte dai maggiori prezzi del petrolio e dall'indebolimento della moneta unica europea, oltreché ai segnali di un aumento dell'attività nell'area dell'euro durante gli ultimi sei mesi del 1999.

Anche la bilancia dei servizi è peggiorata nel 1999 rispetto al 1998, raggiungendo un disavanzo di 6,6 miliardi di euro alla fine dello scorso anno. Maggiori pagamenti, unitamente a una variazione sostanzialmente nulla degli incassi, spiegano l'aumento del disavanzo dei servizi. Per contro, i disavanzi della bilancia dei trasferimenti correnti e di quella dei redditi sono calati nel 1999, diminuendo rispettivamente di 3 miliardi e di 4,6 miliardi di euro.

Riquadro 5

La contrazione dell'avanzo della bilancia dei beni dell'area dell'euro nel 1999

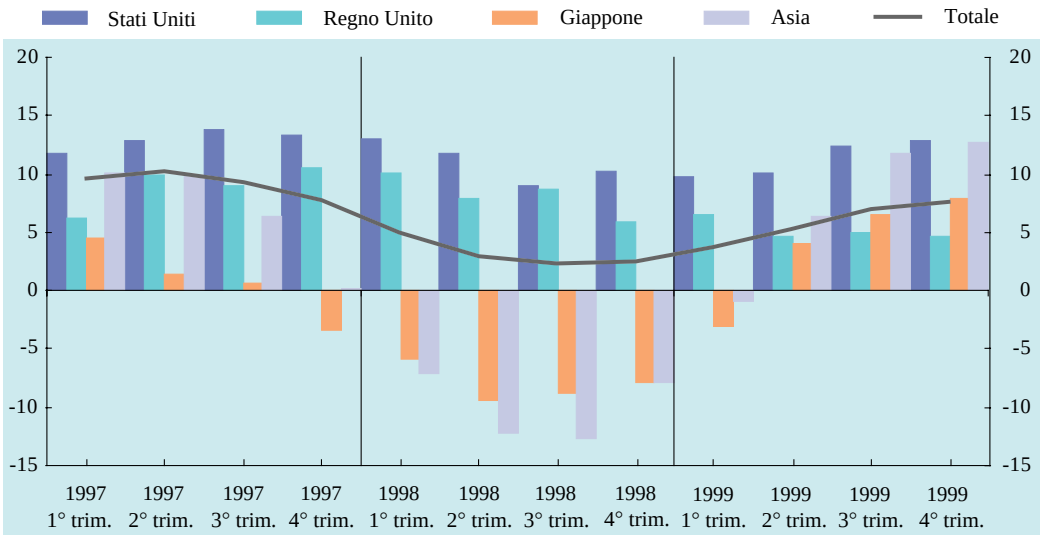
La contrazione dell'avanzo della bilancia dei beni registrata nel 1999 è riconducibile in parte al basso livello delle esportazioni in valore nella prima metà dell'anno, principalmente a seguito degli effetti ritardati della debole domanda estera nel 1998. Malgrado la ripresa delle esportazioni nella seconda parte del 1999, in linea con una crescita più vigorosa della domanda estera, le importazioni hanno registrato una crescita persino più rapida nel corso dell'intero anno, soprattutto a seguito dell'aumento dei prezzi delle importazioni e dell'incremento dell'attività nell'area dell'euro.

La ripresa della domanda estera, definita come una media ponderata dei volumi delle importazioni dei principali mercati di esportazione dell'area dell'euro, si può osservare nella figura riportata di seguito[1]. Il calo delle esportazioni in valore nel 1998 e all'inizio del 1999 è in parte imputabile ai tassi di crescita fortemente negativi della domanda in Giappone e nel resto dell'Asia, nonché alla decelerazione della crescita delle importazioni nel Regno Unito. Analogamente può ricollegarsi alla ripresa della domanda in Asia, oltre che al proseguire di una crescita vigorosa delle importazioni negli Stati Uniti, anche la ripresa delle esportazioni nel 1999. Sebbene il Regno Unito sia il mercato più importante, a cui si dirige circa il 19,3 per cento delle esportazioni dell'area dell'euro, l'Asia compreso il Giappone conta per il 18,3 per cento, seguita dagli Stati Uniti (14 per cento) e dalle economie in transizione dell'Europa orientale (13,5 per cento).

Dal lato delle importazioni, il perdurare di un elevato livello dei relativi volumi – associato a una brusca impennata dei loro prezzi dall'inizio del 1999, riconducibile in larga misura al forte rincaro del petrolio nonché al deprezzamento dell'euro – ha contribuito in misura significativa alla crescita dei valori nel 1999. Tuttavia, l'aumento delle importazioni in valore è attribuibile anche alle importazioni di manufatti, che nel 1999 hanno registrato un aumento del 7 per cento[2]. Le importazioni di macchinari e veicoli hanno fatto osservare

Volume delle importazioni dei principali mercati di sbocco delle esportazioni dell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



1 *La domanda estera totale è approssimata da una media ponderata delle quantità importate dai principali mercati di sbocco delle esportazioni dell'area dell'euro (i pesi dei mercati vengono moltiplicati per i rispettivi tassi di crescita delle importazioni in quantità). I pesi sono rispettivamente: Stati Uniti 14,0 per cento, Giappone 3,6 per cento, Regno Unito 19,3 per cento, Svizzera 6,4 per cento, altri paesi sviluppati 14,9 per cento, Asia escluso il Giappone 14,7 per cento, economie in transizione 13,5 per cento, America latina 4,4 per cento, resto del mondo 9,2 per cento.*

2 *I dati delle importazioni per categoria o per paese confrontano il periodo gennaio - novembre 1999 con il corrispondente periodo del 1998 (fonte: Eurostat). Questi dati sono basati sulle statistiche relative al commercio estero pubblicate da Eurostat e non sono del tutto confrontabili con i dati di bilancia dei pagamenti pubblicati dalla BCE.*

un aumento particolarmente rapido, salendo di circa l'11 per cento nel corso del 1999, coerentemente con l'intensificarsi dell'attività economica nell'area dell'euro nella seconda metà dell'anno. Per quanto riguarda i paesi fornitori, le importazioni di beni dalla Cina e dall'Ungheria hanno fatto registrare la crescita più vigorosa in termini di valore nel corso del 1999, con incrementi annui del 16 e del 19 per cento circa, rispettivamente.

Il miglioramento della bilancia dei redditi è scaturito principalmente dai minori pagamenti sui redditi da capitale nel 1999, rispetto ai livelli molto elevati raggiunti nel 1998.

Sono aumentati gli investimenti diretti all'estero dei residenti nell'area dell'euro, mentre sono calati i deflussi per investimenti di portafoglio

Nel 1999 i deflussi netti per investimenti diretti e di portafoglio sono stati pari a 168,5 miliardi di euro, inferiori al valore registrato nell'anno precedente (187,9 miliardi di ECU). La principale determinante dei deflussi dall'area dell'euro sono stati quelli netti per investimenti diretti, passati dai 102.6 miliardi di ECU del 1998 ai 147,2 miliardi di euro del 1999; in particolare, i residenti dell'area dell'euro hanno investito di più all'estero (212,5 miliardi di euro nel 1999, rispetto ai 183 miliardi di ECU del 1998). Allo stesso tempo, gli investimenti esteri diretti nell'area dell'euro si sono mantenuti su livelli modesti (65,2 miliardi di euro, rispetto agli 80,4 miliardi di ECU del 1998).

All'incremento dei deflussi netti per investimenti diretti si contrappone il calo di 64 miliardi di euro di quelli per investimenti di portafoglio rispetto al 1998, scesi a 21,3 miliardi di euro nel 1999. Ciò è da porre in relazione all'inversione di segno del saldo relativo agli strumenti di debito, passato da un deflusso netto pari a 84,8 miliardi di ECU nel 1998 a un afflusso netto di 34,8 miliardi di euro nel 1999. Hanno contribuito all'inversione sia i minori investimenti all'estero da parte dei residenti, sia la maggiore domanda di strumenti di debito dell'area dell'euro da parte degli investitori esteri. D'altro lato, i deflussi netti per titoli azionari sono aumentati a 56,1 miliardi di euro (rispetto a 0,4 miliardi di ECU nel 1998), soprattutto a causa di maggiori investimenti in titoli azionari esteri da parte dei residenti nell'area dell'euro (saliti a 150 miliardi di euro, rispetto ai 98,7 miliardi di ECU del 1998).

01

200

Capitolo II

Le operazioni dell'Eurosistema come banca centrale

1 L'attuazione della politica monetaria

1.1 La gestione della liquidità

L'assetto operativo della politica monetaria dell'Eurosistema contiene un'ampia gamma di strumenti la cui scelta è stata dettata dalla necessità di rispettare i principi dell'orientamento al mercato, dell'efficienza operativa (intesa come la capacità di conseguire in maniera efficiente gli obiettivi dell'Eurosistema), pari trattamento, semplicità, trasparenza ed efficienza in termini di costo. Inoltre, mentre in tale ambito le decisioni sono prese dagli organi direttivi della BCE, la loro attuazione è decentrata e demandata alle 11 BCN dell'Eurosistema. La gamma degli strumenti disponibili è tale che gli organi direttivi della BCE sono in grado di farne uso nella combinazione più appropriata, a seconda le circostanze. Complessivamente, durante il primo anno di attuazione della politica monetaria unica l'assetto operativo dell'Eurosistema ha funzionato in modo regolare.

Uno degli elementi di tale assetto è il regime di riserva obbligatoria, che impone agli enti creditizi di detenere saldi attivi presso le BCN dell'Eurosistema per un ammontare pari al 2 per cento dell'aggregato soggetto a riserva (che consiste di un'ampia gamma di passività a breve termine). Il fatto che tale obbligo vada rispettato soltanto in media durante ciascun "periodo di mantenimento" della durata di un mese ha un effetto stabilizzatore sulla domanda di riserve da parte degli enti creditizi e, quindi, anche sul comportamento dei tassi di interesse a breve termine del mercato monetario. Tale fattore ha consentito all'Eurosistema di gestire in maniera efficiente la politica monetaria, utilizzando solo un numero limitato degli strumenti disponibili durante il primo anno di attuazione della politica monetaria unica.

Nel gestire la liquidità la BCE concentra la propria attenzione sul mercato interbancario delle riserve, dove per queste ultime devono intendersi i depositi in conto corrente che gli enti creditizi dell'area dell'euro detengono presso le BCN dell'Eurosistema. L'offerta di tali riserve è determinata dall'effetto netto della liquidità fornita attraverso operazioni di politica monetaria e della liquidità iniettata o assorbita dai "fattori autonomi" (ossia le voci del bilancio dell'Eurosistema – quali circolante, depositi delle Amministrazioni pubbliche e attività nette sull'estero – il cui ammontare non dipende dalle operazioni di politica monetaria della banca centrale). La domanda di riserve è determinata sia dalla necessità degli enti creditizi di ottemperare all'obbligo di riserva, sia da una limitata domanda aggiuntiva di riserve "in eccesso". Il prezzo di mercato delle riserve è il tasso interbancario a breve termine; la scadenza *overnight* incide in maniera preponderante sui volumi ed è, spesso, un punto di riferimento dal momento che rappresenta la scadenza più breve e, quindi, il punto iniziale della curva dei rendimenti. Il tasso di riferimento più diffusamente utilizzato per i depositi *overnight* in euro, l'EONIA (*euro overnight index averag*e), è un tasso *overnight* effettivo calcolato come media ponderata delle operazioni di credito *overnight* non garantite effettuate sul mercato interbancario da un gruppo selezionato di 57 banche partecipanti.

Nella gestione della propria liquidità, gli enti creditizi dell'area dell'euro sono guidati dall'obiettivo di minimizzare il costo della detenzione della riserva obbligatoria durante il periodo di mantenimento. In ciascun dato giorno, tale costo può essere misurato dalla differenza tra il tasso interbancario *overnight* e il tasso d'interesse corrisposto, in quel giorno, sulla riserva obbligatoria (pari al tasso praticato nelle operazioni di rifinanziamento principali (ORP)). Pertanto, gli enti creditizi tenteranno di accumulare riserve in eccesso ogni qual volta il valore di questo scarto è inferiore a quelli che ci si attende possano realizzarsi nel corso dello stesso periodo di mantenimento, e viceversa. Tale comportamento tende a stabilizzare i tassi di mercato in quanto, affinché il mercato sia in equilibrio, il livello del tasso *overnight* tenderà ad allinearsi sui livelli futuri attesi durante il periodo di mantenimento. Di conseguenza, i tassi

interbancari saranno determinati dalle condizioni di liquidità passate, correnti e che ci si aspetta di osservare in futuro durante il periodo di mantenimento. Inoltre, il tasso interbancario *overnight* è influenzato dalle attese degli operatori circa le future variazioni del tasso sulle ORP praticato dalla BCE. Quest'ultima, pertanto, influisce sul tasso interbancario *overnight* non solo attraverso le decisioni effettivamente assunte, ma anche attraverso le aspettative che genera con riferimento al tasso d'interesse praticato e alla politica di aggiudicazione da essa seguita nelle operazioni di mercato aperto.

La quantità di riserve a disposizione degli enti creditizi è condizionata non solo dalle operazioni di politica monetaria, ma anche dalle variazioni delle altre voci del bilancio dell'Eurosistema, in particolare dai fattori autonomi. Gli effetti dei fattori autonomi sulla liquidità sono, talvolta, notevoli: le loro variazioni giornaliere, dell'ordine di 10 miliardi di euro, sono relativamente frequenti. Nel caso dell'Eurosistema, il fattore autonomo caratterizzato da maggiore volatilità è costituito dai depositi detenuti dalle Amministrazioni pubbliche presso le BCN. La volatilità delle variazioni giornaliere di tali depositi (misurata dalla sua deviazione standard) ha fatto segnare un valore di oltre 5 miliardi di euro, rispetto a 1 miliardo circa per il circolante. Nel 1999 la riserva obbligatoria complessiva degli enti creditizi nell'area dell'euro ha oscillato tra i 98,2 miliardi di euro registrati durante il primo periodo di mantenimento e i 105 miliardi di euro raggiunti nel periodo di mantenimento terminato il 23 dicembre. Le riserve effettivamente detenute dalle banche nel corso dell'anno hanno oscillato tra i 63,0 e i 126,4 miliardi di euro senza creare pressioni significative sui tassi di mercato vigenti, segno che i margini forniti dal sistema per l'assorbimento degli shock di liquidità non si sono mai esauriti.

1.2 Le operazioni di rifinanziamento principali

Le ORP sono le più importanti operazioni di mercato aperto effettuate dall'Eurosistema, e svolgono un ruolo centrale nel controllare le condizioni di liquidità e nel segnalare l'orientamento della politica monetaria. Esse forniscono la maggior parte del rifinanziamento necessario al settore finanziario. Sono operazioni temporanee, a carattere regolare, di gestione della liquidità, condotte mediante aste standard con una frequenza settimanale e una scadenza di due settimane. Nel 1999 l'Eurosistema ha portato a termine complessivamente 52 ORP. I volumi aggiudicati hanno oscillato tra 39 e 102 miliardi di euro, con una media di 69 miliardi.

L'assetto operativo dell'Eurosistema prevede la possibilità di condurre aste a tasso fisso o a tasso variabile. Nelle sue ORP la BCE ha finora fatto ricorso soltanto ad aste a tasso fisso. Queste vengono condotte in maniera tale da consentire alla BCE di segnalare in maniera chiara l'orientamento della politica monetaria e di aggiudicare la quantità di liquidità che considera necessaria, dati i flussi attesi dei fattori autonomi. Nelle ORP condotte mediante aste a tasso fisso il tasso di interesse dell'operazione è preannunciato. Le controparti presentano le loro richieste al tasso preannunciato e, successivamente, la BCE le valuta rispetto alla propria stima del fabbisogno di liquidità del settore bancario, che è per lo più determinata dalla riserva obbligatoria e dalle previsioni relative ai fattori autonomi. Qualora gli importi richiesti siano maggiori del fabbisogno di liquidità previsto, come di solito accade, la BCE fissa di regola una percentuale di riparto inferiore al 100 per cento.

L'importo medio delle richieste presentate per le ORP eseguite nel 1999 è stato di 954 miliardi di euro, mentre l'importo medio aggiudicato è risultato pari a 69 miliardi di euro, con una "percentuale di riparto" (vale a dire il rapporto tra gli importi effettivamente aggiudicati dalla BCE nelle singole aste e gli importi complessivi richiesti) pari in media al 10,8 per

cento. Il valore minimo tra gli importi totali richiesti, pari a 67,4 miliardi di euro, è stato registrato nell'operazione condotta il 6 aprile 1999, in un contesto caratterizzato da forti attese di ribasso del tasso d'interesse sulle ORP nel corso dello stesso periodo di mantenimento. In quella circostanza la BCE ha soddisfatto tutte le richieste, portando così la percentuale di riparto al 100 per cento. Le richieste più elevate, pari a 2.344 miliardi di euro, sono state registrate il 2 novembre 1999, in un contesto caratterizzato, al contrario, da forti attese di rialzo del tasso sulle ORP nello stesso periodo di mantenimento. Gli importi effettivamente aggiudicati in quel caso sono stati pari a 66 miliardi di euro, con una percentuale di riparto del 2,82 per cento, la più bassa mai registrata. Mentre l'importo medio delle richieste è andato aumentando nei primi tre trimestri dell'anno (gli importi medi complessivamente richiesti sono stati, rispettivamente, pari a 674, 763 e 1.274 miliardi di euro), nell'ultimo trimestre esso si è ridotto leggermente, facendo segnare un valore medio complessivo di 1.104 miliardi di euro.

Tale andamento può essere spiegato dalle attese prevalenti tra gli enti creditizi circa il costo relativo dell'indebitamento sul mercato interbancario rispetto al tasso d'interesse applicato sulle ORP. Per evitare che le richieste delle banche aumentino o si riducano in maniera eccessiva, è necessario raggiungere una situazione di equilibrio tra il costo atteso del rifinanziamento presso la banca centrale e il costo atteso dell'indebitamento sul mercato interbancario (compreso un premio che sconta la maggiore incertezza della raccolta sul mercato). In linea di principio, fissando la quantità delle riserve, la banca centrale controlla il tasso *overnight* medio; in generale (vale a dire in mancanza di forti attese sulle variazioni del tasso d'interesse) essa possiede, quindi, i mezzi per garantire il conseguimento di questo equilibrio per qualsiasi tasso d'asta all'interno del corridoio stabilito per le operazioni attivabili su iniziativa delle controparti.

La BCE ha teso a orientare le sue scelte in materia di aggiudicazione verso l'obiettivo di garantire un tasso interbancario *overnight* vicino, in media, al tasso d'asta. Grazie a questa politica, nel corso del 1999 il tasso EONIA è stato mediamente superiore di 2 1/2 punti base al tasso sulle ORP. Inoltre, la volatilità del tasso EONIA si è mantenuta a livelli modesti per l'intero anno, pur risultando più elevata alla fine di ciascun periodo di mantenimento delle riserve.

1.3 Le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine

Oltre alle ORP, l'Eurosistema effettua anche operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT), che sono operazioni temporanee di rifinanziamento a carattere regolare condotte mediante aste standard con frequenza mensile e una scadenza di tre mesi. Esse rappresentano solo una quota limitata dell'ammontare complessivo del rifinanziamento e non sono, di regola, condotte con l'intento di determinare le condizioni di liquidità, di inviare segnali al mercato o di controllare i tassi d'interesse di mercato. Per garantire che l'Eurosistema non influenzi il tasso d'interesse, le ORLT sono di solito condotte sotto forma di aste a tasso variabile in cui viene preannunciato il volume di finanziamento offerto. Questo è quanto è avvenuto, ad esempio, in tutte le 14 ORLT portate a termine nel 1999. Le indicazioni sul volume dei finanziamenti a più lungo termine sono state fornite mediante conferenza stampa e sono state successivamente confermate negli annunci d'asta il giorno prima che venisse presa la decisione sugli importi da aggiudicare. Mentre le prime 11 ORLT del 1999 hanno riguardato un importo di 15 miliardi di euro, l'ammontare complessivo del finanziamento nelle ultime tre è stato di 25 miliardi di euro, contribuendo in tal modo ad assicurare una corretta transizione all'anno 2000. Mediamente, nell'anno, attraverso questa tipologia di operazioni è stata fornita liquidità per 49 miliardi di euro, mentre le offerte d'asta sono state presentate da 316 controparti.

Le prime tre ORLT dell'anno hanno avuto un carattere di straordinarietà in quanto sono

state eseguite simultaneamente il 14 gennaio; due di esse hanno avuto una scadenza più breve (rispettivamente di 42 e 70 giorni) al fine di far coincidere fin dall'inizio le tre scadenze con l'avvio delle nuove operazioni. Mentre le prime quattro ORLT sono state eseguite mediante procedura d'asta a tasso unico ("aste di tipo olandese"), da marzo in poi tutte le ORLT sono state eseguite in base a una procedura d'asta a tasso multiplo ("asta di tipo americano") seguendo un orientamento verso le più diffuse prassi di mercato.

Per tutte le operazioni portate a termine tra marzo e settembre, i tassi medi ponderati delle ORLT eseguite mediante aste a tasso multiplo sono si sono attestati 1 punto base al di sopra del tasso marginale, segno di una dispersione contenuta e stabile delle aspettative. La situazione è stata diversa nella ORLT regolata il 28 ottobre, quando il tasso marginale si è collocato 23 punti base al di sotto del tasso medio ponderato riflettendo attese eterogenee, ma crescenti, di un rialzo del tasso sulle ORP nonché la presenza di preferenze eterogenee indotte dal fatto che la scadenza dell'operazione cadeva dopo la transizione all'anno 2000. Nelle operazioni condotte il 24 novembre e il 22 dicembre la situazione si è parzialmente normalizzata, con una riduzione del differenziale tra i tassi marginali e quelli ponderati rispettivamente di 9 e 3 punti base.

1.4 Le altre operazioni di mercato aperto

Oltre alle due operazioni temporanee a carattere regolare, l'assetto operativo dell'Eurosistema consente operazioni di *fine tuning* e operazioni di tipo *strutturale*, a seconda delle esigenze. Anche tali operazioni possono avere carattere temporaneo, ma l'Eurosistema dispone di un'ampia gamma di altri strumenti per eseguire queste operazioni, che non hanno frequenza regolare, quali le operazioni definitive, le operazioni di *swap* in valuta, l'emissione di certificati di debito e la raccolta di depositi a tempo determinato. Gli strumenti e le procedure applicate all'esecuzione di operazioni di *fine tuning* possono essere adattati ai tipi di operazione e ai particolari obiettivi che si perseguono.

Nel 1999 l'Eurosistema non ha eseguito alcuna operazione di *fine tuning* o di tipo strutturale, ma ha fatto affidamento – per la gestione della liquidità – esclusivamente sulle operazioni di rifinanziamento principali e a più lungo termine e sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti, beneficiando del meccanismo di mobilizzazione implicito nel regime di riserva obbligatoria. All'inizio del 2000, la presenza di condizioni di mercato di carattere eccezionale ha indotto l'Eurosistema ad attuare un'operazione di *fine tuning* volta a drenare liquidità. L'operazione, volta ad assorbire l'eccesso di liquidità accumulatosi sul finire del 1999 in conseguenza delle circostanze connesse al passaggio all'anno 2000, è stata realizzata mediante un'asta veloce a tasso variabile, con la quale sono stati raccolti depositi a una settimana per un ammontare di 14,2 miliardi di euro.

1.5 Le operazioni attivabili su iniziativa delle controparti

Le operazioni attivabili su iniziativa delle controparti sono finalizzate a offrire e ad assorbire liquidità, su iniziativa degli enti creditizi, inviando in tal modo segnali riguardo all'orientamento generale della politica monetaria e fissando un limite superiore e inferiore ai tassi d'interesse del mercato *overnight*. Le operazioni di rifinanziamento marginale possono essere utilizzate dalle controparti per ottenere liquidità *overnight* dall'Eurosistema a fronte di attività idonee. Il tasso d'interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale costituisce il limite massimo per il tasso d'interesse del mercato *overnight*.

Le operazioni di deposito presso la banca centrale possono invece essere utilizzate dalle controparti per depositare un eccesso di fondi *overnight* presso l'Eurosistema. Il tasso di interesse su tali operazioni costituisce il limite minimo per il tasso d'interesse del mercato *overnight*. Pertanto le due categorie di

operazioni, nel loro insieme, stabiliscono un corridoio per il tasso d'interesse *overnight*. L'ampiezza di questo corridoio è variata, nel 1999, tra 50 punti base (valore applicato tra il 4 e il 21 gennaio, con l'obiettivo di facilitare l'adattamento degli enti creditizi al nuovo assetto) e 250 punti base tra il 22 gennaio e l'8 aprile. Dal 9 aprile alla fine dell'anno l'ampiezza del corridoio è stata mantenuta pari a 200 punti base.

Nel corso dell'anno il ricorso giornaliero alle operazioni di rifinanziamento marginale e di deposito presso la banca centrale è stato mediamente pari, rispettivamente, a 1 e 0,8 miliardi di euro. Tuttavia, un ricorso particolarmente intenso alle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti si è verificato nel gennaio 1999, con una media di 6,0 miliardi di euro per le operazioni di rifinanziamento marginale e 2,0 miliardi per quelle di deposito presso la banca centrale. Tale andamento è dovuto in parte al fatto che il costo del ricorso a tali operazioni è stato tenuti a livelli molto bassi fino al 21 gennaio, ma indica anche che il mercato interbancario non si era ancora del tutto adattato alla nuova situazione.

Mentre non si è in genere registrato nello stesso giorno, con la sola eccezione dell'inizio dell'anno, un ricorso ampio e simultaneo a entrambe le categorie di operazioni attivabili su iniziativa delle controparti – che potrebbe essere interpretato come un indice dell'imperfezione del mercato interbancario – il forte ricorso a una sola operazione è solitamente segno di squilibri di liquidità a livello aggregato. Tali squilibri si verificano di regola alla fine dei periodi di mantenimento, quando il meccanismo di mobilizzazione della riserva obbligatoria, per definizione, non può più operare. Il ricorso medio alle operazioni di rifinanziamento marginale e di deposito presso la banca centrale nell'ultimo giorno degli 11 periodi di mantenimento del 1999 è stato pari, rispettivamente, a 3,6 e 6,8 miliardi di euro. Tuttavia, alla fine di ogni dato periodo di mantenimento in cui è stato fatto ampio ricorso a una delle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti, l'altra operazione è risultata scarsamente utilizzata, segno che il mercato interbancario è riuscito con successo ad allocare i fondi persino negli ultimi giorni dei periodi di mantenimento. Inoltre, anche il forte ricorso alle operazioni su iniziativa delle controparti alla fine dei singoli periodi di mantenimento e la marcata volatilità dei tassi interbancari *overnight* non hanno normalmente influenzato i tassi del mercato monetario in maniera duratura e non hanno, quindi, creato incertezze circa l'orientamento della politica monetaria.

1.6 Il regime di riserva obbligatoria

Nel corso del 1999 sono state assolte con successo le due principali funzioni del regime di riserva obbligatoria, vale a dire la stabilizzazione dei tassi di interesse del mercato monetario e l'ampliamento del fabbisogno strutturale di liquidità del settore bancario. L'effetto regolatore già citato, che il regime di riserva obbligatoria esercita sul tasso EONIA, è in primo luogo associato al ruolo di stabilizzatore svolto dal meccanismo di mobilizzazione insito nel regime di riserva obbligatoria. Per quanto attiene alla seconda funzione, invece, il livello della riserva obbligatoria ha di regola rappresentato oltre il 50 per cento del fabbisogno totale di rifinanziamento del settore bancario (ossia l'ammontare aggregato in essere delle operazioni di mercato aperto con carattere di regolarità). Inoltre, la remunerazione della riserva obbligatoria al tasso delle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema ha garantito che il sistema non imponesse un costo significativo alle banche.

Dato il corretto funzionamento del regime di riserva obbligatoria, nel 1999 le sue principali caratteristiche (vale a dire il meccanismo di mobilizzazione della riserva, la remunerazione e la durata del periodo di mantenimento) sono rimaste immutate. Analogamente, nessuna modifica è stata apportata all'aliquota di riserva, alla base della riserva (vale a dire, l'insieme delle passività soggette ad obbligo di riserva) e alla franchigia (100.000 euro) che può essere detratta dalla riserva obbligatoria.

L'unico elemento modificato nel 1999 è stata la deduzione forfettaria dalla base della riserva, che ogni singolo istituto di credito può applicare alle passività verso altri istituti di credito dell'area dell'euro soggetti all'obbligo di riserva imposto dalla BCE. Nel caso di passività sotto forma di obbligazioni con una durata prestabilita fino a due anni e di titoli di mercato monetario, agli enti creditizi è stato consentito, durante il 1999, di applicare una deduzione forfettaria del 10 per cento nel caso in cui non riuscivano a fornire evidenza di quel tipo di passività verso altri istituti di credito dell'area dell'euro. Dopo aver esaminato l'evidenza statistica disponibile per il 1999, il 2 dicembre la BCE ha deciso di modificare la deduzione forfettaria dalla base della riserva portandola al 30 per cento a decorrere dal gennaio 2000. Gli enti creditizi si sono immediatamente adattati ai nuovi schemi e metodi di segnalazione per il calcolo della riserva obbligatoria. Di conseguenza, nel corso del 1999 i casi di non osservanza dell'obbligo di riserva sono stati piuttosto limitati. Dopo un periodo di grazia di tre mesi, inteso a consentire alle istituzioni creditizie di adattarsi alla nuova politica monetaria unica, la BCE ha applicato un regime di sanzioni da irrogare per le violazioni degli obblighi di riserva.

1.7 Le garanzie stanziabili e il loro utilizzo per le operazioni di finanziamento dell'Eurosistema

Tutte le operazioni di finanziamento dell'Eurosistema – credito infragiornaliero e operazioni di politica monetaria – devono essere basate su garanzie idonee fornite dalle controparti. Al fine di tenere conto delle differenze esistenti nella struttura finanziaria degli Stati membri, la gamma degli strumenti inclusi nell'elenco delle attività stanziabili per le operazioni di finanziamento dell'Eurosistema è ampia e differenziata; tali attività sono distinte in due categorie, quelle di "primo livello" e quelle di "secondo livello". Questa distinzione è stata introdotta esclusivamente per fini interni dell'Eurosistema e non influisce in alcun modo sulla qualità delle attività e sulla loro stanziabilità per i diversi tipi di operazioni di politica monetaria, salvo per il fatto che le attività di secondo livello non sono normalmente utilizzate dall'Eurosistema nelle operazioni a titolo definitivo.

Le attività di primo livello sono strumenti di debito negoziabili che soddisfano i criteri di idoneità stabiliti dalla BCE, che si applicano in modo uniforme a tutta l'area dell'euro. Le attività di secondo livello consistono di altre attività che rivestono un'importanza particolare per i mercati finanziari e bancari nazionali e per le quali i criteri di idoneità sono stabiliti dalle BCN, salvo approvazione della BCE.

Verso metà dicembre 1999, l'ammontare complessivo delle attività negoziabili idonee e disponibili per l'utilizzo nelle operazioni di finanziamento dell'Eurosistema era di quasi 5.700 miliardi di euro (in crescita rispetto ai 5.300 miliardi registrati nel precedente mese di gennaio). La maggior parte di queste (96 per cento) era formata da attività di primo livello. Classificate in base all'istituzione emittente, il 62,7 per cento delle attività negoziabili di primo livello era rappresentato da titoli pubblici, il 32,8 da titoli emessi da enti creditizi e il 4,2 da titoli emessi da imprese. Se si considera, invece, la scadenza, il 93 per cento delle attività era rappresentato da obbligazioni a medio e lungo termine, mentre il 6,5 per cento era costituito da titoli a breve termine. I titoli di capitale e le altre attività negoziabili di secondo livello rappresentavano percentuali trascurabili (rispettivamente lo 0,3 e lo 0,2 per cento).

Le controparti dell'Eurosistema possono fare un uso transfrontaliero delle attività stanziabili, ossia ottenere fondi dalla BCN dello Stato membro in cui risiedono, trasferendo attività localizzate in un altro Stato membro (cfr. Capitolo V).

Nel corso del 1999, su richiesta di varie BCN, la BCE ha condotto una valutazione di nuove categorie di attività che non esistevano nel 1998 o che nel corso del 1999 hanno subito mutamenti tali da renderle rispondenti ai criteri di idoneità da essa stabiliti. In seguito a

questa valutazione, si è proceduto ad aggiungere tali categorie di attività all'elenco delle garanzie stanziabili per le operazioni di finanziamento dell'Eurosistema.

1.8 La partecipazione delle controparti dell'Eurosistema alle operazioni di politica monetaria

L'assetto operativo della politica monetaria dell'Eurosistema è strutturato in modo tale da garantire la partecipazione di un'ampia gamma di controparti. Le istituzioni soggette all'obbligo di riserva stabilito dall'Eurosistema sono considerate controparti idonee a effettuare operazioni di mercato aperto (OMA) mediante aste standard e ad accedere alle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti[1]. Alla fine di dicembre del 1999 gli enti creditizi soggetti all'obbligo di riserva erano circa 7.900. Di questi, circa 4.100 avevano direttamente o indirettamente accesso a un conto sui sistemi di regolamento lordo in tempo reale, che costituisce un requisito operativo per partecipare alle operazioni di politica monetaria. Circa 3.800 avevano accesso alle operazioni di deposito presso la banca centrale e 3.200 potevano accedere alle operazioni di rifinanziamento marginale. Per poter partecipare alle OMA le controparti possono, inoltre, necessitare di un accesso ai sistemi nazionali di asta, come è avvenuto nel caso delle circa 2.500 controparti che nel 1999 erano potenzialmente in grado di partecipare alle OMA. Circa 200 istituzioni sono state selezionate dall'Eurosistema per la partecipazione a eventuali operazioni di *fine tuning* condotte attraverso aste veloci o procedure bilaterali.

Il numero di controparti realmente partecipanti alle ORP ha oscillato tra le 1.068 di gennaio e le 302 di aprile 1999, mentre quello dei partecipanti alle ORLT è variato tra i 466 di gennaio e i 198 di settembre. Nella seconda metà dell'anno si è avuta una flessione tendenziale nel numero di controparti partecipanti alle operazioni dell'Eurosistema rispetto ai primi sei mesi. Nello stesso tempo, nel corso dell'anno la percentuale di istituzioni di piccole dimensioni partecipanti alle ORP si è ridotta rispetto al numero delle istituzioni più grandi, il che sembra indicare minori incentivi a partecipare alle ORP per le istituzioni di dimensioni più contenute. Tali andamenti possono essere attribuiti a due fattori: al processo di concentrazione in atto nel settore bancario e alla percezione, da parte delle controparti, che i differenziali tra i tassi applicati dalla BCE nelle sue operazioni e i tassi EONIA erano piuttosto ristretti.

1.9 L'andamento del mercato monetario

Dopo l'introduzione dell'euro e del nuovo assetto operativo della politica monetaria, il mercato monetario ha attraversato un processo di profonda integrazione che ha interessato tutta l'area dell'euro. Tuttavia, questa integrazione non ha coinvolto in maniera omogenea tutti i diversi segmenti del mercato: il mercato dei depositi non garantiti, in cui le banche scambiano liquidità a breve termine senza la copertura di garanzie, e quello degli strumenti derivati si sono integrati più rapidamente, mentre per il mercato dei pronti contro termine – in cui i partecipanti scambiano liquidità a breve termine contro garanzie – e quelli dei titoli a breve termine (buoni del Tesoro, carta commerciale e certificati di deposito) vi è ancora molto spazio per una maggiore integrazione. Sin dall'avvio della Terza fase della UEM vi è stato nel mercato monetario dell'area dell'euro un forte aumento delle operazioni transfrontaliere, che rappresentano oggi oltre il 50 per cento dell'attività complessiva in tutti i segmenti del mercato monetario. Tale andamento è stato favorito dal regolare funzionamento del sistema TARGET per il trasferimento di fondi di importo rilevante all'interno dell'area dell'euro e negli altri paesi della UE. TARGET si è rivelato un elemento chiave per garantire

1 *In base all'articolo 19.1 dello Statuto del SEBC, la BCE impone generalmente agli enti creditizi con sede negli Stati membri partecipanti un obbligo di riserva. Il concetto di "ente creditizio" è definito nell'articolo 1 della Prima direttiva di coordinamento bancario (77/780/EEC), come "un organismo la cui attività consiste nell'accettare dal pubblico depositi o altri fondi rimborsabili e nel concedere crediti per proprio conto".*

un'efficiente ridistribuzione della liquidità in tutta l'area dell'euro.

All'interno del mercato monetario, i segmenti dei depositi non garantiti e delle operazioni di *swap* sono stati quelli che hanno subito i mutamenti più radicali, compreso il notevole aumento delle operazioni transfrontaliere che può essere considerato sia il risultato sia la causa di tali mutamenti. Questo spiega anche l'omogeneità e l'elevato livello di liquidità di tali segmenti. L'omogeneità è evidente, in particolare, per la scadenza *overnight*, come evidenziato dalle differenze assai ridotte esistenti tra i tassi *overnight* osservati nei singoli paesi dell'area dell'euro.

Tra gli altri mutamenti strutturali osservati nel mercato monetario dell'area dell'euro a partire dall'introduzione della moneta unica vi sono l'aumento della liquidità nei mercati secondari, la maggiore concentrazione delle attività di gestione della liquidità in euro rispetto alla situazione prevalente nei mercati monetari in precedenza frammentati, la maggiore competitività e, infine, il maggior numero di controparti effettivamente a disposizione di ciascuna banca. Per una descrizione dei mutamenti strutturali avvenuti nei mercati monetari dell'area dell'euro si veda l'articolo *L'area dell'euro un anno dopo l'introduzione della moneta unica: caratteristiche principali e mutamenti della struttura finanziaria*, pubblicato nel Bollettino mensile della BCE del mese di gennaio 2000.

2 L'investimento delle attività in valuta e dei fondi propri

2.1 Le riserve in valuta e oro dell'Eurosistema

All'Eurosistema è demandata la responsabilità di detenere e gestire le riserve in valuta degli Stati membri; sia la BCE che le BCN, pertanto, detengono tali riserve. Sebbene le BCN gestiscano le proprie riserve in valuta in maniera indipendente, le loro operazioni nel mercato dei cambi sono sottoposte, al di sopra di un certo limite, all'approvazione della BCE al fine di assicurarne la coerenza con la politica monetaria unica dell'Eurosistema.

Il trasferimento delle riserve in valuta dalle BCN alla BCE è avvenuto all'inizio del 1999 per l'ammontare massimo previsto di 50 miliardi di euro, ridotto per tenere conto delle quote del capitale della BCE di pertinenza degli Stati membri che non partecipano all'Unione monetaria sin dal suo esordio. Questo ammontare ridotto è pari a 39,46 miliardi di euro, ovvero circa l'80 per cento dei 50 miliardi di euro. Le riserve in valuta rappresentano, pertanto, una quota molto elevata dell'attivo dello stato patrimoniale della BCE. L'articolo 123 del Trattato prevede la possibilità che la BCE richieda alle BCN ulteriori conferimenti di riserve, entro i limiti e alle condizioni stabilite dalla legislazione secondaria della Comunità europea; a questo proposito la BCE ha presentato una raccomandazione per un regolamento del Consiglio della UE.

La composizione per valuta delle riserve della BCE è stata stabilita in base alle esigenze operative prevedibili e può essere modificata se e quando ritenuto necessario. Il 15 per cento dell'ammontare conferito è stato trasferito sotto forma di riserve auree, mentre il restante 85 per cento è costituito da riserve in dollari statunitensi e, in misura minore, in yen giapponesi. Per evitare qualsiasi interferenza con la politica monetaria unica dell'Eurosistema la BCE non gestisce attivamente, per fini d'investimento, la composizione per valuta delle proprie riserve.

2.2 La gestione delle riserve in valuta nell'Eurosistema

La gestione delle riserve in valuta della BCE deve assicurare che, in qualunque momento, la BCE disponga di un ammontare adeguato di risorse liquide per interventi sul mercato dei cambi. Qualora si effettuassero interventi, verrebbe fatto uso delle riserve in valuta conferite alla BCE. Liquidità e sicurezza sono, quindi, i requisiti fondamentali per l'investimento delle riserve della BCE. Sotto tali vincoli, la BCE gestisce le proprie riserve con l'obiettivo di massimizzarne il valore. Inoltre, la gestione delle riserve in valuta consente all'Eurosistema di migliorare la propria conoscenza delle tecniche di mercato e di meglio comprendere e prevedere il comportamento degli operatori del mercato.

Le riserve in valuta della BCE sono gestite in maniera decentrata dalle BCN dell'area dell'euro. I principali indirizzi per l'investimento delle riserve e i *benchmarks* strategici sono stabiliti dal Consiglio direttivo, mentre al Comitato esecutivo competono le decisioni relative alla strategia di investimento. Oltre alla composizione per valuta, la BCE definisce quattro parametri fondamentali per l'investimento delle sue riserve valutarie nei mercati obbligazionari statunitensi e giapponesi. In primo luogo, un *benchmark* d'investimento a due livelli (ossia un *benchmark* "strategico" e uno "tattico") per ciascuna valuta; in secondo luogo, le deviazioni consentite rispetto a tali obiettivi, in termini di rischio di tasso di interesse; terzo, un elenco di strumenti e operazioni idonee; infine, limiti per l'esposizione al rischio di credito. Per massimizzare il rendimento sui portafogli che esse gestiscono per conto della BCE, all'interno di uno schema operativo di controllo in tempo reale istituito dalla BCE, le BCN sfruttano il margine discrezionale consentito loro dalle fasce di deviazione e dai limiti al rischio. Nel condurre l'attività d'investimento della BCE, le BCN agiscono per conto della BCE con un esplicito rapporto di agenzia, in modo tale che le controparti della BCE nei mercati finanziari internazionali possano distinguere le operazioni effettuate dalle BCN per conto della BCE da quelle da esse effettuate per la gestione delle proprie riserve.

Le controparti che partecipano alle operazioni in attività di riserva in valuta della BCE sono selezionate previa consultazione con le BCN, sulla base del merito di credito e dell'efficienza operativa. Il principio generale su cui si fonda la definizione degli strumenti da utilizzare è definito, in primo luogo, dai requisiti della sicurezza e della liquidità. Sotto tali vincoli, l'Eurosistema cerca di utilizzare pratiche e tecniche avanzate di gestione del portafoglio e dei rischi.

2.3 La gestione dei fondi propri della BCE

La Banca centrale europea è stata dotata di un capitale iniziale di circa 4.000 milioni di euro. Lo scopo principale di tale dotazione è quello di creare un fondo di riserva che dovrebbe procurare alla BCE un reddito sufficiente, garantendole al contempo un livello adeguato di sicurezza. In conformità con l'articolo 123 del Trattato, un aumento del capitale della BCE è possibile entro i limiti e alle condizioni stabilite dalla legislazione secondaria della Comunità europea; a questo proposito la BCE ha presentato una raccomandazione per un regolamento del Consiglio della UE.

Poiché tutti i fondi propri della BCE sono attualmente investiti in attività denominate in euro, è molto importante impedire che vi siano interferenze con le decisioni di politica monetaria da essa adottate. Pertanto, per scongiurare l'uso improprio – o anche solo il sospetto di uso improprio – di informazioni privilegiate da parte della BCE nella gestione dei suoi fondi propri e per proteggerne la reputazione, è stato messo a punto un assetto particolare basato sul concetto della muraglia cinese, vale a dire una rigorosa divisione funzionale e fisica tra la struttura che gestisce i fondi propri e le altre strutture della BCE.

La strategia di base per l'investimento dei fondi propri è coerente con la metodologia applicata alla gestione delle riserve in valuta

della BCE (cfr. la precedente sezione 2.1), tenendo conto del fatto che la maggior parte dei fondi propri della BCE è investita in strumenti denominati in euro a un tasso d'interesse a lungo termine. Inoltre, per non trasmettere alcun segnale di politica monetaria la BCE segue una strategia d'investimento relativamente passiva, specialmente nel comparto del mercato monetario. In seguito all'acquisizione da parte della BCE dello status di azionista della BRI, il 7 dicembre 1999, il capitale della BCE è stato utilizzato in parte anche per finanziare l'acquisto delle azioni della BRI.

L'elenco delle controparti idonee per l'investimento dei fondi propri della BCE e la relativa documentazione legale, pur se redatti in maniera distinta rispetto a quelli disposti per la gestione delle attività di riserva in valuta della BCE, devono soddisfare gli stessi criteri di merito di credito ed efficienza operativa.

3 L'operatività dei sistemi di pagamento e di regolamento

3.1 Il sistema TARGET

Avvio dell'operatività di TARGET

Il sistema TARGET (*Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system*, cioè sistema trans-europeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale) è stato realizzato per il perseguimento di due obiettivi principali: primo, facilitare l'integrazione del mercato monetario in euro, al fine di consentire la regolare conduzione della politica monetaria unica; secondo, migliorare la sicurezza e l'efficienza dei pagamenti transfrontalieri in euro nella UE. TARGET ha cominciato a operare lunedì 4 gennaio 1999, insieme ad altri sistemi di pagamento in euro d'importo rilevante. Poiché le banche avevano bisogno di tempo per adattarsi al nuovo sistema di pagamenti e alle nuove pratiche di gestione della tesoreria, il SEBC ha fornito, tra l'11 e il 29 gennaio 1999, una "finestra di operatività prolungata" posticipando l'orario di chiusura di TARGET di un'ora, dalle 18 alle 19. Per evitare che si potesse abusare di questa agevolazione, a ciascun pagamento eseguito durante l'ora di proroga dell'operatività del sistema è stata applicata una tariffa speciale di 15 euro. Poiché le banche hanno adottato, in misura crescente, metodi più efficienti di gestione della propria liquidità, non è stato necessario continuare a prorogare l'orario di operatività di TARGET. Ciò nonostante, per consentire ai partecipanti al sistema di gestire agevolmente le posizioni di fine giornata, a decorrere dal 5 febbraio 1999 il termine ultimo per richiedere l'accesso alle operazioni di rifinanziamento marginale dell'Eurosistema deve coincidere con la scadenza stabilita per le operazioni di deposito presso la banca centrale, vale a dire 30 minuti dopo l'effettivo orario di chiusura di TARGET.

Evoluzione di TARGET nel 1999

L'accesso a TARGET è consentito a circa 34.000 istituzioni (per lo più enti creditizi, comprese le loro filiali e società controllate) localizzate in tutta la UE. Nel 1999 il numero medio giornaliero dei pagamenti trattati nell'intero sistema, vale a dire l'insieme dei pagamenti transfrontalieri e domestici, è stato pari a 163.157, per un valore di 925 miliardi di euro. L'operatività transfrontaliera su TARGET è cresciuta costantemente nell'arco del periodo in esame. Rispetto al mese di gennaio 1999 le cifre di dicembre mostrano un incremento del 58 per cento in termini di volume e del 6 per cento in termini di valore. La quota dei pagamenti transfrontalieri sul totale dei pagamenti gestiti da TARGET nel 1999 è stata del 18 per cento in termini di volume (con una media giornaliera di 28.777 pagamenti) e del 39 per cento in termini di valore (con una media giornaliera di 360 miliardi di euro). I giorni in cui si è registrato il livello massimo di operatività sono stati, fino ad ora, il 22 febbraio 2000 per quanto attiene ai

volumi, con circa 52.000 pagamenti transfrontalieri trattati dal sistema, e il 31 gennaio 2000 in termini di valore, con pagamenti per un ammontare complessivo di 522 miliardi di euro.

Nel corso del 1999 l'importo medio delle singole transazioni gestite attraverso TARGET e gli altri sistemi di pagamento in euro d'importo rilevante si è ridotto. Tale riduzione è da attribuire soprattutto al progressivo trasferimento in tali circuiti dei pagamenti commerciali dalla rete di banche corrispondenti. Nel dicembre 1999 il 34 per cento dei pagamenti transfrontalieri trattati attraverso TARGET era rappresentato da pagamenti disposti dalla clientela, contro solo il 15 per cento registrato nel precedente mese di gennaio. L'uso di TARGET e di altri sistemi di pagamento d'importo rilevante per il trattamento di pagamenti disposti dalla clientela – in sostituzione delle relazioni di corrispondenza tra banche – consente alle imprese clienti di migliorare la gestione della propria liquidità.

In una sezione *ad hoc* sul proprio sito Internet, la BCE fornisce e aggiorna regolarmente i dati statistici relativi a TARGET e ai diversi sistemi nazionali di regolamento lordo in tempo reale che ne fanno parte o sono ad esso collegati.

Assetto operativo

In termini tecnici TARGET si è rivelato in grado di trattare un numero elevato di pagamenti d'importo rilevante con tempi di trasmissione contenuti. La necessità di fornire garanzie che coprano pienamente il credito infragiornaliero non ha costituito un problema, così come la differenza tariffaria tra TARGET e i sistemi alternativi non ha scoraggiato le banche dall'utilizzare TARGET in maniera diffusa. Anche le banche maggiori, che possono disporre di alternative più economiche per il trattamento dei propri pagamenti, fanno uso di TARGET per pagamenti d'importo rilevante per i quali tale sistema offre dei vantaggi in termini di gestione dei rischi e della liquidità. Inoltre, molte banche di piccole e medie dimensioni, che non hanno accesso ad altri sistemi, hanno trovato in TARGET un'alternativa efficiente alla rete delle banche corrispondenti.

Data l'importanza che TARGET riveste per il mercato monetario dell'area dell'euro e data la sua interdipendenza con diversi sistemi di pagamento e regolamento d'importo rilevante in euro, è necessario assicurare un livello estremamente elevato di disponibilità tecnica. A tale proposito va comunque segnalato che il funzionamento di alcune componenti del sistema non è stato sempre pienamente soddisfacente: in tali casi si è perseguito attivamente il miglioramento della disponibilità del sistema, cui è stata attribuita la massima priorità.

Per quanto attiene alle giornate di operatività di TARGET nel 1999, il sistema è rimasto chiuso i giorni di Capodanno e di Natale ed eccezionalmente, per assicurare un sicuro e regolare passaggio all'anno 2000, il 31 dicembre. I volumi operativi sono stati, tuttavia, piuttosto bassi negli altri giorni che, per tradizione, sono considerati festivi nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro. Pertanto, anche in seguito a una richiesta avanzata dalla comunità bancaria europea, la BCE ha deciso nel luglio 1999 che i giorni di chiusura, in aggiunta ai sabati e alle domeniche, saranno sei nell'anno 2000: Capodanno, il venerdì e il lunedì di Pasqua, il 1° maggio (giornata del lavoro), Natale e il 26 dicembre. Questi giorni sono, di fatto, giorni in cui non si effettuano operazioni sul mercato monetario e sui mercati finanziari in euro, né operazioni in cambi che coinvolgano l'euro. Tuttavia, in quei paesi dell'area dell'euro in cui uno di questi giorni non coincida con una festività pubblica, il sistema RTGS nazionale rimarrà aperto con un'operatività ridotta e limitata ai soli pagamenti domestici.

Il dialogo con gli utenti di TARGET

Nel corso del 1999 la BCE ha riferito regolarmente sull'andamento di TARGET sia nella sezione TARGET del proprio sito Internet sia

nell'edizione trimestrale del Bollettino mensile. In una versione aggiornata della *Information guide for credit institutions using Target* le BCN hanno pubblicato, nel secondo trimestre del 1999, informazioni più dettagliate su TARGET, rivolte in maniera specifica agli utenti del sistema.

Per continuare ad attrarre operatività TARGET deve soddisfare le esigenze presenti e future del mercato. Sotto questo aspetto, un continuo scambio di idee e un atteggiamento di collaborazione con gli utenti svolgono un ruolo essenziale. Per questo, nel corso del 1999 la BCE ha condotto un'inchiesta tra gli utilizzatori di TARGET riguardo ai servizi di pagamento transfrontaliero offerti dal sistema. I principali risultati emersi da questa indagine sono stati presentati in un rapporto intitolato *Cross-border payments in TARGET: A users' survey*, pubblicato dalla BCE nel novembre 1999. Il materiale su cui esso si basa è stato ottenuto mediante un questionario indirizzato alle diverse associazioni bancarie europee e ai gruppi nazionali di utenti TARGET. Ulteriori informazioni utili sono state raccolte attraverso un incontro con gli operatori di mercato svoltosi presso la BCE nel settembre 1999 e avente per tema TARGET e i sistemi per i pagamenti d'importo rilevante. Il rapporto ha evidenziato, tra l'altro, che un folto gruppo di istituti di credito è soddisfatto dell'attuale livello di servizi offerti da TARGET. Tuttavia, soprattutto le grandi banche preferirebbero un maggiore grado di armonizzazione dei servizi forniti dai diversi sistemi di RTGS che partecipano a TARGET. Le richieste avanzate vanno da aspetti inerenti all'armonizzazione dei formati utilizzati per i messaggi alla previsione di un servizio uniforme in tutto il sistema TARGET. L'Eurosistema terrà conto delle opinioni espresse dai suoi utenti e continuerà a sollecitare attivamente sia suggerimenti sia informazioni di ritorno dai gruppi di utenti di TARGET a livello nazionale e, più in generale, dalla comunità bancaria e finanziaria.

3.2 Il Modello di banche centrali corrispondenti

Il Modello di banche centrali corrispondenti (CCBM) è stato introdotto per facilitare l'utilizzo transfrontaliero delle garanzie nelle operazioni di politica monetaria e nelle operazioni di credito infragiornaliero del SEBC. Nell'ambito del CCBM le banche centrali nazionali operano tra loro come corrispondenti consentendo, pertanto, alle controparti di utilizzare tutte le attività stanziabili di cui dispongono per ottenere credito dalla propria banca centrale nazionale.

L'attività svolta con il CCBM nel primo anno di operatività ha evidenziato con successo il conseguimento dei fini per i quali è stato creato. La consistenza delle attività stanziabili su base transfrontaliera è aumentata costantemente, risultando pari, alla fine del 1999, a 162,7 miliardi di euro. Circa il 17 per cento dell'ammontare totale delle garanzie fornite dalle controparti dell'Eurosistema è detenuto attraverso il CCBM. L'uso di tale canale è stato asimmetrico tra i diversi paesi, in quanto gran parte dell'attività si è concentrata in un numero ristretto di banche centrali nazionali. I paesi le cui banche centrali (operando come banche centrali corrispondenti) sono state le principali fornitrici di garanzie sono l'Italia – con circa la metà di tutte le garanzie transfrontaliere utilizzate – seguita dal Belgio e dalla Germania. Per contro, i paesi che sono risultati i principali utilizzatori delle garanzie (attraverso le rispettive banche centrali operanti come erogatrici del credito) sono la Germania – che utilizza circa un quarto delle garanzie transfrontaliere complessive, i Paesi Bassi e la Francia. Data la relativa scarsità di attività stanziabili domestiche in Irlanda e Lussemburgo, le garanzie transfrontaliere detenute attraverso il CCBM ammontano al 90 per cento di tutte le garanzie detenute dalle controparti in Lussemburgo e al 55 per cento di quelle detenute in Irlanda. L'analisi condotta mostra, inoltre, che durante il primo anno di operatività le controparti non hanno utilizzato attivamente le attività stanziabili una volta che queste erano depositate come garanzia attraverso il CCBM. In media, le attività

sono rimaste in deposito a titolo di garanzia per un periodo di almeno quattro mesi prima che la controparte ne abbia chiesto la restituzione. L'uso transfrontaliero di attività di secondo livello non è significativo. Poiché queste attività rivestono un'importanza particolare solo a livello nazionale, non sorprende che siano scarsamente presenti nei portafogli delle controparti estere. Fino ad oggi, il CCBM è stato il principale canale utilizzato per la consegna transfrontaliera delle garanzie in operazioni creditizie. Il ricorso a canali alternativi, ad esempio i collegamenti tra i depositari centralizzati, il cui impiego è stato consentito dal mese di maggio 1999, rappresentava circa il 4 per cento delle garanzie complessive detenute alla fine del 1999.

Dal 1° ottobre 1999 sono state aumentate le tariffe per i trasferimenti transfrontalieri effettuati attraverso il CCBM. L'obiettivo principale di tale decisione è quello di coprire i costi che le BCN hanno sostenuto per mettere a punto il modello e che continuano a sostenere per gestirlo. Dopo aver acquisito una maggiore esperienza nell'uso del CCBM è stato avviato uno studio per calcolare i costi effettivamente sostenuti. Di conseguenza, la tariffa di 5 euro per ogni transazione eseguita tramite il CCBM è stata sostituita da una tariffa articolata, formata da una quota per singola transazione, pari a 30 euro, e una quota cumulativa per i servizi di custodia e amministrazione, pari allo 0,0069 per cento annuo. Quest'ultima si basa sul valore delle garanzie detenute nel CCBM. Come in precedenza, le nuove tariffe servono a coprire i costi sostenuti dalla banca centrale corrispondente che custodisce la garanzia per conto della banca centrale erogatrice del credito. Quest'ultima può continuare ad applicare tariffe addizionali per coprire i costi da essa sostenuti nella gestione del CCBM.

4 Gestione dei rischi

I principali rischi, quantificabili e non quantificabili, derivanti dalle operazioni di politica monetaria e da quelle relative ai sistemi di pagamento, nonché dalle operazioni nelle riserve in valuta e in oro della BCE e da quelle di gestione dei suoi fondi propri, sono: il rischio di credito, il rischio di mercato, il rischio di liquidità e il rischio operativo. Un quadro di riferimento per l'identificazione, il monitoraggio e la gestione dei rischi che derivano da queste categorie di operazioni è stato messo a punto in conformità con le migliori pratiche del mercato.

Il rischio di credito

Il rischio di credito insorge quando esiste la possibilità di subire una perdita dovuta al fallimento di una controparte in un rapporto contrattuale, o dell'istituzione che emette un titolo detenuto dall'Eurosistema. Quest'ultimo è esposto a rischi di credito nelle operazioni di politica monetaria e in quelle connesse ai sistemi di pagamento (principalmente attraverso TARGET, per l'offerta di liquidità infragiornaliera); la BCE, invece, incorre in questa tipologia di rischio quando effettua operazioni sul mercato dei cambi e di gestione dei fondi propri.

Il rischio di credito associato alle operazioni di politica monetaria e a quelle connesse ai sistemi di pagamento è limitato dall'utilizzo di attività che le controparti depositano come garanzia presso l'Eurosistema per partecipare alle operazioni di mercato aperto e per ottenere liquidità infragiornaliera. Solo attività di ottima qualità sono stanziabili per questi tipi di operazioni. Il controllo del rischio di credito è esercitato utilizzando, in tutto l'Eurosistema, criteri coerenti e prudenti di idoneità delle attività. Il rischio di credito associato alle riserve in valuta e alla gestione dei fondi propri viene limitato scegliendo controparti ed emittenti con un elevato merito di credito. Vengono, inoltre, stabiliti limiti al rischio di credito da applicare ai singoli paesi, emittenti

e controparti, al fine di contenere l'esposizione nei loro confronti.

Il rischio di mercato

Il rischio di mercato insorge quando esiste la possibilità di sostenere una perdita a causa di oscillazioni dei tassi d'interesse (rischio di tasso d'interesse) e dei tassi di cambio (rischio di cambio). Gli elementi chiave del sistema di gestione del rischio di mercato associato alle operazioni in valuta della BCE e quelle di gestione dei fondi propri sono i *benchmarks* strategici dei tassi d'interesse, i *benchmarks* della composizione in valuta, una lista di strumenti idonei e un sistema di segnalazioni rivolto principalmente al monitoraggio delle esposizioni al rischio di mercato e della *performance* dei portafogli.

Il rischio di tasso d'interesse connesso alla gestione delle riserve in valuta e dei fondi propri è controllato principalmente con riferimento alla durata modificata. La durata modificata dei fondi propri e delle riserve in valuta è limitata da bande di deviazione intorno alla durata modificata dei *benchmarks* strategici. Analogamente, il rischio di cambio dei portafogli delle riserve in valuta è limitato da bande di deviazione intorno al *benchmark* della composizione in valuta. Per integrare l'analisi dell'esposizione al rischio si effettuano anche misurazioni del capitale a rischio. I risultati conseguiti nella gestione dei portafogli dei fondi propri e delle riserve in valuta sono monitorati e segnalati in maniera costante.

Per quanto riguarda le operazioni di politica monetaria e quelle connesse ai sistemi di pagamento, il rischio di mercato relativo alle attività sottostanti stanziate come garanzia viene gestito nell'ambito dell'Eurosistema mediante l'applicazione di adeguate misure di controllo del rischio (come scarti di garanzia e margini).

Il rischio di liquidità

Il rischio di liquidità è il rischio di non essere in grado senza difficoltà di chiudere o compensare una data posizione al precedente prezzo di mercato o ad un prezzo molto simile, per effetto di una scarsa profondità del mercato o di disturbi nel suo funzionamento. Nelle operazioni di politica monetaria e in quelle connesse ai sistemi di pagamento il rischio di liquidità relativo alle attività sottostanti può essere contenuto mediante l'applicazione di misure di controllo del rischio. Nelle operazioni in valuta e in quelle relative alla gestione dei fondi propri, tale rischio può essere limitato mediante una scelta appropriata degli strumenti stanziabili e della composizione per scadenza dei portafogli.

Il rischio operativo

Il rischio operativo è quello di incorrere in perdite per effetto di problemi nel funzionamento dei sistemi, errori umani, violazioni delle procedure di controllo interno, frode, calamità o altri eventi imprevisti che possano colpire le sue attività. Per ridurre il rischio operativo sono stati istituiti adeguati controlli interni su tutti i flussi di attività. L'Eurosistema dispone, inoltre, di sistemi di emergenza per il supporto delle proprie attività.

Attuali sviluppi

L'attenzione è rivolta a un continuo miglioramento della gestione dei rischi. Gli attuali sviluppi in questo settore comprendono l'analisi dei sistemi e delle metodologie di gestione dei rischi e la discussione delle pratiche di gestione dei rischi a livello dell'Eurosistema.

Capitolo III

L'evoluzione economica negli altri paesi dell'Unione europea

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

Danimarca

In Danimarca si stima che il prodotto interno lordo (PIL) sia aumentato in termini reali dell'1,5 per cento nel 1999, un ritmo di crescita di molto inferiore sia a quello della media dell'area dell'euro, sia agli elevati tassi di crescita, pari al 3 per cento circa o superiori, raggiunti tra la metà del 1993 e il 1998. Nel corso del 1999, l'impatto delle politiche pubbliche intraprese nel 1998, finalizzate alla riduzione della domanda interna e all'incremento del risparmio (il pacchetto Whitsun), combinato con l'effetto dei più elevati tassi di interesse a lungo termine, ha contribuito a un marcato rallentamento della domanda interna. Le condizioni internazionali sono tuttavia migliorate e hanno sostenuto le esportazioni nette, generando un nuovo avanzo del conto corrente. Nel complesso, rispetto alla maggior parte dei paesi dell'area dell'euro, la Danimarca ha continuato a godere di una posizione relativamente avanzata nel ciclo economico e di un *output gap* positivo. Nel corso del 1999 le condizioni nel mercato del lavoro sono divenute ancora più tese; in dicembre il tasso di disoccupazione era pari al 4,1 per cento, il livello più basso negli ultimi venti anni, per effetto del mancato aumento dell'offerta di lavoro, rimasta costante nonostante le recenti iniziative di stimolo. Inoltre, gli incrementi nei salari reali registrati nel 1999 hanno superato la crescita della produttività, come nei due anni precedenti.

A seguito di una crescita salariale del 4 per cento circa e del venir meno della compensazione determinata dal calo del prezzo del petrolio, nel 1999 le pressioni inflazionistiche sono ulteriormente aumentate. Pertanto, il differenziale tra il tasso di crescita dell'Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e quello dell'area dell'euro si è ampliato, risultando pari a 1,4 punti percentuali nel dicembre 1999, quando l'inflazione armonizzata ha raggiunto il 3,1 per cento rispetto all'1,3 nella media del 1998. Gli incrementi salariali sono risultati relativamente moderati nell'industria, ma sono aumentati nel più protetto settore dei servizi. Comunque, il netto incremento dei costi salariali complessivi nel 1999 è stato soprattutto dovuto al conflitto nel mercato del lavoro verificatosi nella primavera del 1998, che ha distorto i dati relativi al 1998, rendendo il monte salari più basso della norma.

Dopo il risanamento dei conti pubblici avvenuto tra il 1993 e il 1997 (quando il saldo di bilancio è passato da un disavanzo pari al 2,9 per cento del PIL a un avanzo pari allo 0,1 per cento del PIL), negli anni recenti il saldo di bilancio del settore pubblico ha continuato a migliorare. Il pacchetto Whitsun di austerità fiscale, che mira a diminuire gradualmente le deduzioni fiscali relative al pagamento degli oneri finanziari e a incrementare l'imposizione indiretta nel periodo 1999-2002, è stato introdotto nel giugno 1998 con la finalità di contenere, dal lato della domanda, le pressioni inflazionistiche. L'avanzo del settore pubblico ha raggiunto il 3 per cento del PIL nel 1999, quasi 2 punti percentuali al di sopra del livello registrato nell'anno precedente, mentre anche il rapporto debito/PIL ha continuato a migliorare. Nel 1999 esso è calato di 3 punti percentuali, raggiungendo il 52,6 per cento.

La strategia di politica monetaria della Danmarks Nationalbank si basa sulla stabilizzazione del tasso di cambio della corona danese nei confronti dell'euro. La Danimarca

Tavola 6

Indicatori macroeconomici sulla Danimarca

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	1999 1° trim.	1999 2° trim.	1999 3° trim.	1999 4° trim.
PIL in termini reali	0,8	5,8	3,7	2,8	3,1	2,7	1,5	0,5	1,8	1,0	.
Contributi alla crescita del PIL in termini reali: [1]											
Domanda interna (incluse le scorte)	0,6	6,6	5,0	2,4	4,2	4,4	.	0,4	-0,9	0,6	.
Esportazioni nette	0,4	-0,8	-1,4	0,4	-1,1	-1,6	.	0,3	2,5	0,4	.
IAPC	0,9	1,8	2,0	2,1	1,9	1,3	2,1	1,4	1,8	2,3	2,8
Redditi per addetto	2,3	3,5	3,5	2,9	3,8	3,0	.	4,5	6,3	3,7	.
CLUP, per l'intera economia	0,0	-2,5	0,5	1,4	2,8	2,4	.	6,3	4,3	3,6	.
Prezzi delle importazioni	-0,7	1,5	2,4	0,2	2,1	-0,7	-0,3	-2,7	-1,9	0,4	3,1
Saldo della bilancia dei pagamenti (in perc. del PIL)	.	.	.	.	0,1	-0,1	.	0,2	0,1	0,2	.
Occupazione totale	-1,5	-0,4	0,7	1,4	2,1	2,1	1,0	2,3	-0,0	1,0	.
Tasso di disoccupazione (in perc. delle forze di lavoro)	10,1	8,2	7,2	6,8	5,6	5,1	4,5	4,8	4,5	4,4	4,2
Posizione di bilancio (in perc. del PIL) [2] [3]	-2,9	-2,4	-2,3	-1,0	0,1	1,2	3,0	-	-	-	-
Debito lordo consolidato (in perc. del PIL) [2]	78,0	73,5	69,3	65,0	61,3	55,6	52,6	-	-	-	-
Tasso di interesse a tre mesi (in perc. su base annua) [4]	11,0	6,2	6,1	3,9	3,7	4,1	3,3	3,5	3,0	3,1	3,6
Tasso di interesse a dieci anni (in perc. su base annua) [4]	7,3	7,8	8,3	7,2	6,3	4,9	4,9	4,2	4,5	5,3	5,6
Tasso di cambio nei confronti dell'ECU o dell'euro [4] [5]	7,59	7,54	7,33	7,36	7,48	7,50	7,44	7,44	7,43	7,44	7,44

Fonti: Eurostat, Commissione europea, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.
Nota: i dati di contabilità nazionale sono basati su SEC 95. I dati relativi ai periodi precedenti al 1995 sono stime basate su definizioni nazionali e non sono del tutto confrontabili con quelli relativi allo IAPC dal 1995.

1) *Punti percentuali.*
2) *Secondo la definizione di Maastricht.*
3) *Avanzo (+) o disavanzo (-) delle Amministrazioni pubbliche.*
4) *Media nel periodo considerato.*
5) *Espresso in unità di valuta nazionale per ECU fino alla fine del 1998, in unità di valuta nazionale per euro successivamente.*

partecipa allo SME II dal 1° gennaio 1999 con una banda di oscillazione stretta del ± 2,25 per cento attorno alla parità centrale con l'euro. La corona danese si è mantenuta stabile nel 1999 attorno a un valore leggermente apprezzato rispetto alla parità centrale stabilita nello SME II, pari a 7,46038 corone per euro. Nella prima metà del 1999, la Danmarks Nationalbank ha ridotto i suoi tassi di riferimento due volte, riducendo il tasso sui prestiti di 50 punti base il 9 aprile – a seguito di una analoga decisione dell'Eurosistema – e di 5 punti base il 17 giugno 1999. Seguendo gli aumenti dei tassi di interesse dell'Eurosistema, la banca centrale ha successivamente aumentato il tasso sui prestiti di 45 punti base il 4 novembre 1999, di 30 punti base il 3 febbraio 2000 e di 25 punti base, fino al 3,85 per cento, il 16 marzo 2000. Considerando l'intero anno, i tassi di interesse a tre mesi sono aumentati di 0,2 punti percentuali e il differenziale nei confronti dei tassi equivalenti nell'area dell'euro si è mantenuto sostanzialmente invariato, pari a circa 20 punti base. Alla fine di febbraio 2000, i tassi di interesse a breve erano pari al 4,1 per cento, con un differenziale di 50 punti base rispetto ai tassi dell'area dell'euro.

I tassi di interesse a lungo termine, misurati dai rendimenti sui titoli di Stato a dieci anni, hanno seguito l'incremento verificatosi a livello internazionale nel 1999, aumentando di circa 1,3 punti percentuali. Nel febbraio 2000

il differenziale rispetto ai tassi medi dell'area dell'euro ammontava a circa 30 punti base, mantenendosi pertanto sostanzialmente invariato rispetto all'inizio del 1999.

Grecia

Nel 1999, la Grecia ha continuato a registrare una crescita economica sostenuta. Il tasso di crescita del PIL (3,7 per cento nel 1998) è diminuito solo leggermente, al 3,5 per cento, principalmente per il negativo contributo alla crescita delle esportazioni nette. L'espansione continua a essere soprattutto indotta dagli investimenti pubblici e privati. La crescita degli investimenti fissi lordi in termini reali è stata dell'8,1 per cento nel 1998 e dell'8,3 per cento nel 1999. Invertendo il precedente rallentamento, i consumi privati sono cresciuti dal 2,1 per cento del 1998 al 2,6 per cento del 1999. Il tasso di disoccupazione è calato leggermente, raggiungendo un livello medio annuo pari al 10,5 per cento nel 1999. La crescita dell'occupazione è diminuita dal 3,4 per cento del 1998 all'1,2 per cento del 1999[1]. Si stima che il disavanzo commerciale del 1999 (parzialmente distorto dalla presenza di esportazioni non registrate) sia stato sostanzialmente pari a quello registrato nell'anno precedente, vale a dire al 13 per cento circa del PIL.

Nel 1999, il tasso armonizzato di inflazione ha continuato a calare. Nel settembre 1999, la variazione percentuale sui dodici mesi dello IAPC ha raggiunto il suo valore più basso (1,5 per cento), 2 punti percentuali in meno rispetto a quello registrato nel gennaio 1999, pari al 3,5 per cento. Negli ultimi tre mesi del 1999, tuttavia, l'inflazione armonizzata è aumentata, soprattutto a causa dell'incremento del prezzo dei prodotti energetici, raggiungendo il 2,4 per cento nel dicembre 1999, 0,7 punti percentuali al di sopra della media dell'area dell'euro.

I principali fattori che hanno contribuito alla complessiva riduzione dell'inflazione sono stati la politica monetaria orientata alla stabilità attuata dalla Banca di Grecia e un considerevole declino del tasso di crescita del costo unitario del lavoro (passato dal 5,5 per cento nel 1998 al 2,5 per cento nel 1999). La minor crescita del costo unitario del lavoro è stata, a sua volta, determinata da un robusto incremento della produttività e da una continua moderazione salariale, a seguito dell'accordo biennale stipulato tra le parti sociali nel maggio 1998. La *underlying inflation*, misurata dallo IAPC depurato delle oscillazioni dei prezzi dei generi alimentari e di quelli dei prodotti energetici, ha mostrato una tendenza decrescente per la maggior parte del 1999, calando dal 4,4 per cento, registrato in gennaio, all'1,7 per cento in dicembre. Altri fattori esplicativi del calo dell'inflazione sono i tagli alle imposte indirette introdotti nel 1998 e nel 1999 e, in minor grado, gli accordi informali raggiunti dal governo greco con i rappresentanti del settore industriale, per incoraggiare il contenimento dei prezzi nel settore privato. Si stima che l'effetto congiunto di questi tagli all'imposizione e degli accordi menzionati sia pari a circa un punto percentuale.

Dopo la notevole riduzione del disavanzo del settore pubblico (passato dal 13,8 per cento del PIL nel 1993 al 2,5 per cento nel 1998) nel 1999 in Grecia è continuato il risanamento dei conti pubblici; il disavanzo è ulteriormente calato, portandosi all'1,6 per cento del PIL. Questa riduzione è attribuibile al notevole incremento delle entrate fiscali, dal 50,8 per cento del PIL nel 1998 al 51,7 per cento nel 1999. Il rapporto tra la spesa totale e il PIL, d'altro canto, è diminuito solo in misura marginale, dal 53,3 per cento del 1998 al 53,2 per cento del 1999, soprattutto a causa del decremento della spesa per interessi. Anche l'avanzo primario è cresciuto, passando dal 6,4 per cento al 7,1 per cento del PIL. Il debito pubblico in rapporto al PIL è sceso di un punto percentuale, al 104,4 per cento nel 1999, con un decremento leggermente inferiore rispetto al 1997 e al 1998, quando il rapporto era calato di circa tre punti percentuali

1 *L'elevata crescita dell'occupazione registrata nel 1998 è dovuta alla concessione di un permesso di lavoro a oltre 200.000 immigrati prima irregolari.*

ogni anno. Ciò significa che il rapporto debito/PIL ha registrato un andamento meno favorevole rispetto a quanto desumibile dall'evoluzione del rapporto disavanzo/PIL e dalla crescita economica in termini nominali, a causa del peggioramento delle poste di raccordo tra debito e disavanzo, tra le quali aumenti di capitale delle imprese pubbliche ed effetti di valutazione del debito estero in valuta. Il programma di convergenza aggiornato presentato nel dicembre 1999 ha fissato obiettivi di bilancio più ambiziosi rispetto al programma precedente, che aveva beneficiato di risultati migliori del previsto ottenuti negli anni precedenti. Si prevede un ulteriore calo del disavanzo, fino all'1,2 per cento del PIL nel 2000 e allo 0,2 per cento del PIL nel 2001. Per il debito in rapporto al PIL si prevede solo un leggero calo nel 2000, mentre si prevede un decremento maggiore nel 2001; esso sarebbe pari a circa 4 punti percentuali e il rapporto raggiungerebbe il 99,5 per cento del PIL.

L'obiettivo primario della politica monetaria della Banca di Grecia ha continuato a essere il mantenimento della stabilità dei prezzi, definita come incremento annuo dell'Indice dei prezzi al consumo (IPC) al di sotto del 2 per cento. La dracma greca è entrata nello SME il 16 marzo 1998 e partecipa allo SME II dal 1° gennaio 1999, mantenendosi entro una banda di oscillazione di ±15 per cento attorno alla sua parità centrale di 353,109 dracme per euro. Durante il 1999, la dracma è stata scambiata a un livello superiore dell'8,4 per cento, in media, rispetto alla parità centrale, come

Tavola 7

Indicatori macroeconomici sulla Grecia

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	1999 1° trim.	1999 2° trim.	1999 3° trim.	1999 4° trim.
PIL in termini reali	-1,6	2,0	2,1	2,4	3,4	3,7	3,5	.	.	.	.
Contributi alla crescita del PIL in termini reali: [1]											
Domanda interna (incluse le scorte)	-1,0	1,3	4,2	3,5	4,4	3,4	3,9	.	.	.	.
Esportazioni nette	-0,6	0,7	-2,1	-1,1	-1,1	0,3	-0,4	.	.	.	.
IAPC	.	.	.	7,9	5,4	4,5	2,3	3,4	2,2	1,7	2,2
Redditi per addetto	9,8	10,8	12,9	8,8	12,4	5,8	4,8	-	-	-	-
CLUP per l'intera economia	12,6	10,7	11,6	5,9	8,4	5,5	2,5	-	-	-	-
Prezzi delle importazioni	7,7	5,8	6,8	5,0	2,2	5,1	0,6	-	-	-	-
Saldo della bilancia dei pagamenti (in perc. del PIL)	-0,8	-0,1	-2,4	-3,6	-4,0	-3,0	-2,7	-	-	-	-
Occupazione totale	0,9	1,9	0,9	-0,4	-0,3	3,4	1,2	-	-	-	-
Tasso di disoccupazione (in perc. delle forze di lavoro)	8,6	8,9	9,1	9,8	9,7	10,9	10,5	-	-	-	-
Posizione di bilancio (in perc. del PIL) [2] [3]	-13,8	-10,0	-10,2	-7,4	-3,9	-2,5	-1,6	-	-	-	-
Debito lordo consolidato (in perc. del PIL) [2]	116,9	109,3	108,7	111,3	108,5	105,4	104,4	-	-	-	-
Tasso di interesse a tre mesi (in perc. su base annua) [4]	19,1	26,7	16,4	13,8	12,9	13,9	10,3	10,8	10,0	10,1	10,4
Tasso di interesse a dieci anni (in perc. su base annua) [4]	23,4	20,9	17,3	14,6	10,2	8,5	6,3	6,1	5,9	6,6	6,7
Tasso di cambio nei confronti dell'ECU o dell'euro [4] [5]	268	288	303	306	309	331	326	323	325	326	329

Fonti: Eurostat, Commissione europea, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.
Nota: i dati di contabilità nazionale sono basati su SEC 95.
1) Punti percentuali.
2) Secondo la definizione di Maastricht.
3) Avanzo (+) o disavanzo (-) delle Amministrazioni pubbliche.
4) Media nel periodo considerato.
5) Espresso in unità di valuta nazionale per ECU fino alla fine del 1998, in unità di valuta nazionale per euro successivamente.

richiesto dall'obiettivo di stabilità dei prezzi. Il 17 gennaio 2000, la parità centrale è stata rivalutata del 3,5 per cento, raggiungendo un livello di 340,750 dracme per euro.

Nell'ambito della sua strategia di politica monetaria, la Banca di Grecia fissa fasce di oscillazione di riferimento per l'espansione dell'aggregato monetario ampio e del credito interno. Attualmente per entrambi gli aggregati la fascia di riferimento è per un tasso di crescita sui dodici mesi tra il 7 e il 9 per cento. Nel 1999, l'aggregato monetario ampio non ha raggiunto la fascia di riferimento, registrando una crescita su base annua del 5,6 per cento, mentre l'espansione del credito interno si è stabilizzata nella seconda metà del 1999, in parte come conseguenza dei requisiti temporanei di riserva imposti dalla Banca di Grecia sulla crescita del credito al di sopra dell'obiettivo. Tuttavia nel 1999 la crescita del credito interno si è mantenuta al di sopra della fascia di riferimento, al 12,3 per cento.

La Banca di Grecia ha ridotto il tasso fisso d'asta per i depositi a 14 giorni al 12 per cento il 13 gennaio 1999 e, successivamente, all'11,5 e al 10,75 per cento, rispettivamente il 20 ottobre e il 15 dicembre 1999. Il 26 gennaio e l'8 marzo 2000, la Banca di Grecia ha ridotto rispettivamente di 100 e 50 punti base il tasso sui depositi a 14 giorni, al 9,25 per cento. Nella prima parte del 1999 i tassi di interesse a breve termine hanno continuato a scendere, dal 13,9 per cento della media del 1998 a circa il 10 per cento nel secondo trimestre del 1999. Nel resto dell'anno si sono mantenuti sostanzialmente invariati, fatta eccezione per un aumento temporaneo nel novembre 1999. Nei primi due mesi del 2000 il tasso di interesse a tre mesi (l'ATHIBOR) è sceso ulteriormente, raggiungendo l'8,7 per cento alla fine di febbraio. Ciò si è tradotto in un differenziale di 510 punti base rispetto ai tassi analoghi dell'area dell'euro, mentre all'inizio del 1999 il differenziale era di 850 punti base.

Nei primi mesi del 1999 è continuata anche la tendenza flettente dei tassi di interesse a lungo termine, con i tassi a dieci anni passati dal 6,3 per cento di gennaio al 5,8 per cento in maggio. Successivamente i tassi di interesse a lungo termine sono gradualmente cresciuti fino al 7,0 per cento in ottobre, ma sono di nuovo calati al 6,4 per cento alla fine di febbraio 2000. Il differenziale rispetto ai rendimenti medi dell'area dell'euro si è ridotto dai 250 punti base di gennaio 1999 ai circa 80 punti base di febbraio 2000.

Svezia

Il PIL svedese è cresciuto in termini reali del 3,8 per cento nel 1999, con una accelerazione rispetto al 3,0 per cento registrato nel 1998. Il fattore principale alla base dell'accelerazione è riconducibile, come nell'anno precedente, alla robusta crescita della domanda interna, conseguente all'incremento sostenuto del reddito reale disponibile (dovuto principalmente all'inflazione molto bassa) e dell'occupazione, ai prezzi crescenti delle attività e a tassi di interesse storicamente bassi. I consumi privati e la formazione del capitale hanno mostrato gli incrementi maggiori, mentre il contributo alla crescita derivante dalla variazione delle scorte è stato negativo e pari a 0,5 punti percentuali. Inoltre, le esportazioni sono state influenzate meno del previsto dal rallentamento dell'economia mondiale alla fine del 1998 e all'inizio del 1999, mentre la crescita delle importazioni ha subito un considerevole rallentamento. Il contributo alla crescita derivante dal commercio con l'estero è ritornato pertanto nuovamente positivo, dopo essere stato negativo nel 1998. Il tasso di disoccupazione è in significativa diminuzione dall'autunno del 1997 e l'occupazione ha manifestato un'ulteriore accelerazione nel 1999, soprattutto nel settore dei servizi privati. La disoccupazione è stata pari al 6,5 per cento della forza lavoro alla fine del 1999, contro una media dell'8,3 per cento registrata nel corso del 1998. L'avanzo commerciale ha raggiunto quasi lo stesso livello del 1998, vale a dire il 6,9 per cento del PIL, mentre l'avanzo del conto corrente è calato leggermente, al 2,8 per cento del PIL.

Nel 1999 l'inflazione al consumo ha iniziato a salire da livelli molto bassi, risentendo soprattutto dei maggiori prezzi del petrolio. La *underlying inflation*, misurata dall'indice UND1X (l'indice dei prezzi al consumo, IPC, al netto della spesa per interessi e degli effetti diretti delle variazioni delle imposte indirette e dei sussidi), è cresciuta da un livello inferiore all'1 per cento registrato nel 1998 all'1,9 per cento registrato nel dicembre 1999. L'inflazione armonizzata, nel dicembre 1999, era pari all'1,2 per cento, 0,5 punti percentuali al di sotto della media dell'area dell'euro. Per la maggior parte dell'anno, la Svezia è stata uno dei tre Stati membri della UE con i migliori risultati in termini di stabilità dei prezzi. Tuttavia, i salari reali continuano a crescere più rapidamente della crescita della produttività e rappresentano ancora il principale fattore di rischio per la stabilità dei prezzi e dell'occupazione nel medio termine.

Dopo il notevole risanamento dei conti pubblici conseguito tra il 1993 e il 1998, quando il saldo di bilancio del settore pubblico è passato da un disavanzo dell'11,9 per cento del PIL a un avanzo dell'1,9 per cento del PIL, nel 1999 l'avanzo di bilancio è rimasto invariato all'1,9 per cento del PIL. Nel 1999, il debito è calato, in rapporto al PIL, di 6,9 punti percentuali, fino al 65,5 per cento. Il programma di convergenza svedese aggiornato, introdotto nel novembre 1999, indica gli obiettivi di avanzo di bilancio per il 2001 e per il 2002 al 2 per cento del PIL. Il debito scenderebbe, in rapporto al PIL, di 6,7 punti percentuali,

Tavola 8

Indicatori macroeconomici sulla Svezia

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	1999 1° trim.	1999 2° trim.	1999 3° trim.	1999 4° trim.
PIL in termini reali	-1,8	4,1	3,7	1,1	2,0	3,0	3,8	3,9	3,7	3,8	3,8
Contributi alla crescita del PIL in termini reali: [1]											
Domanda interna (incluse le scorte)	-5,1	2,9	1,9	0,7	0,8	3,5	3,3	3,8	2,1	3,6	3,7
Esportazioni nette	3,3	1,2	1,9	0,4	1,3	-0,5	0,5	0,1	1,6	0,2	0,1
IAPC	.	.	.	0,8	1,8	1,0	0,6	0,2	0,3	0,7	1,0
Redditi per addetto		4,7	3,0	6,7	3,1	3,4	3,3	3,2	3,2	.	.
CLUP per l'intera economia	.	-0,1	0,5	5,1	0,4	1,5	2,4	1,7	3,8	.	.
Prezzi delle importazioni	13,3	4,7	6,5	-3,5	1,9	-1,0	2,5	-1,0	2,5	3,6	4,9
Saldo della bilancia dei pagamenti (in perc. del PIL)	-1,7	0,7	2,9	2,6	3,3	3,6	2,0	2,5	1,1	3,3	.
Occupazione totale	-5,5	-0,9	1,6	-0,6	-1,1	1,4	2,2	2,7	3,0	1,8	1,5
Tasso di disoccupazione (in perc. delle forze di lavoro)	9,1	9,4	8,8	9,6	9,9	8,3	7,0	7,5	7,0	6,9	6,6
Posizione di bilancio (in perc. del PIL) [2] [3]	-11,9	-10,9	-6,8	-3,4	-2,0	1,9	1,9	-	-	-	-
Debito lordo (in perc. del PIL) [2]	75,8	79,0	77,6	76,0	75,0	72,4	65,5	-	-	-	-
Tasso di interesse a tre mesi (in perc. su base annua) [4]	8,8	7,7	8,8	6,0	4,4	4,4	3,3	3,3	3,1	3,2	3,7
Tasso di interesse a dieci anni (in perc. su base annua) [4]	8,6	9,7	10,2	8,0	6,6	5,0	5,0	4,2	4,5	5,5	5,7
Tasso di cambio nei confronti dell'ECU o dell'euro [4] [5]	9,11	9,16	9,33	8,52	8,66	8,91	8,81	8,98	8,90	8,71	8,65

Fonti: Eurostat, Commissione europea, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.
Nota: i dati di contabilità nazionale sono basati su SEC 95.
1) Punti percentuali.
2) Secondo la definizione di Maastricht.
3) Avanzo (+) o disavanzo (-) delle Amministrazioni pubbliche.
4) Media nel periodo considerato.
5) Espresso in unità di valuta nazionale per ECU fino alla fine del 1998, in unità di valuta nazionale per euro successivamente.

raggiungendo un livello pari al 58,8 per cento nel 2000 e, ulteriormente, fino al 54,1 per cento del PIL nel 2001.

Il 1° gennaio 1999 è stata introdotta una nuova normativa volta a rafforzare l'indipendenza della Sveriges Riksbank. L'obiettivo primario della politica monetaria in Svezia è il raggiungimento della stabilità dei prezzi. La Sveriges Riksbank opera in regime di tassi di cambio flessibili e conduce la politica monetaria con un obiettivo esplicito in termini di tasso di inflazione dal 1993. La politica monetaria ha l'obiettivo di mantenere l'inflazione al consumo (riferita all'IPC) al 2 per cento, con un margine di tolleranza di ±1 punto percentuale. All'inizio del 1999 sono state chiarite le modalità di formulazione della politica monetaria in Svezia. La Sveriges Riksbank ha esplicitamente affermato che le deviazioni dall'obiettivo di inflazione potranno essere accettate qualora, per esempio, l'inflazione sia influenzata da fattori temporanei. Ciò è accaduto nel 1999. In pratica, la politica monetaria si è basata su una valutazione della *underlying inflation*, misurata dall'UND1X, che ha fatto registrare un livello medio dell'1,5 per cento nel 1999.

All'inizio del 1999, a seguito delle due riduzioni del tasso pronti contro termine da parte della Sveriges Riksbank – per un totale di 50 punti base – al 2,9 per cento in marzo, i tassi di interesse a breve temine sono diminuiti. Il tasso pronti contro termine è stato aumentato di 35 punti base l'11 novembre 1999 e di 50 punti base, al 3,75 per cento, il 4 febbraio 2000, in quanto le previsioni a uno-due anni indicavano un'inflazione leggermente più elevata dell'obiettivo. I tassi di interesse a breve temine sono cresciuti ulteriormente verso la fine dell'anno. Il differenziale tra i tassi a breve svedesi e quelli dell'area dell'euro si è leggermente ridotto nel corso del 1999 e si è stabilizzato a 50 punti base alla fine di febbraio 2000. Nel 1999 e nei primi due mesi del 2000, la corona svedese si è apprezzata di circa il 10 per cento rispetto all'euro, dopo avere subito un deprezzamento approssimativamente della stessa entità nella seconda metà del 1998. L'apprezzamento della corona è stato causato principalmente dal miglioramento delle prospettive di crescita dell'economia svedese.

Nel corso del 1999, i tassi di interesse di lungo termine sono cresciuti di 1,6 punti percentuali registrando un ulteriore aumento, fino al 5,8 per cento alla fine di febbraio 2000. Nel corso del 1999, il differenziale rispetto all'area dell'euro sulle scadenze a dieci anni si è leggermente ampliato, riflettendo, tra l'altro, le migliori previsioni economiche per la Svezia rispetto all'area dell'euro. Alla fine di febbraio 2000 il differenziale si è ridotto a 30 punti base.

Regno Unito

Nel Regno Unito il PIL è cresciuto in termini reali del 2 per cento nel 1999, rispetto al 2,2 per cento del 1998. Dopo aver rallentato nell'ultima parte del 1998, l'attività economica ha accelerato nel corso del 1999. La crescita è stata sostenuta dalla domanda interna, in particolare dalla spesa per consumi, che ha risentito dei significativi incrementi nei salari reali, di minori pagamenti per interessi sui mutui e di crescenti prezzi degli attività (in particolare delle abitazioni). Tuttavia, la crescita del volume delle esportazioni, benché in aumento durante l'anno, si è mantenuta significativamente al di sotto dell'incremento del volume delle importazioni, a causa della forza della sterlina, della ridotta crescita di alcuni mercati di esportazione e della rapida ascesa della domanda interna; nell'anno si è generato ancora un contributo negativo delle esportazioni nette alla crescita del PIL. Nonostante una crescita del prodotto leggermente inferiore, nel 1999, si è registrato un ulteriore calo della disoccupazione. Il tasso medio annuo di disoccupazione è sceso al 6,2 per cento, rispetto al 6,3 registrato nel 1998.

L'inflazione ha continuato a mantenersi contenuta e il tasso di incremento dei prezzi, misurato dall'indice dei prezzi al dettaglio al netto degli interessi sui mutui (RPIX), è stato pari al 2,3 per cento nel 1999, rispetto al 2,7 per cento del 1998. Nel 1999 l'inflazione armonizzata è stata pari, nella media dell'anno,

Tavola 9

Indicatori macroeconomici sul Regno Unito

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	1999 1° trim.	1999 2° trim.	1999 3° trim.	1999 4° trim.
PIL in termini reali	2,3	4,4	2,8	2,6	3,5	2,2	2,0	1,4	1,6	2,1	2,9
Contributi alla crescita del PIL in termini reali: [1]											
Domanda interna (incluse le scorte)	1,9	3,3	1,8	3,0	3,7	4,1	3,5	4,0	3,2	2,8	4,0
Esportazioni nette	0,1	0,9	1,0	-0,5	-0,3	-2,1	-1,6	-2,7	-1,7	-0,9	-1,3
IAPC	2,5	2,0	2,6	2,5	1,8	1,6	1,4	1,6	1,4	1,2	1,2
Redditi per addetto	3,6	3,4	2,0	3,2	4,6	5,4	.	4,9	4,6	4,8	.
CLUP per l'intera economia	0,1	-0,5	1,4	1,7	2,9	3,8	.	4,2	4,0	3,4	.
Prezzi delle importazioni	8,6	3,1	6,1	0,3	-6,7	-6,3	-2,6	-3,8	-3,2	-2,3	-1,1
Saldo della bilancia dei pagamenti (in perc. del PIL)	-0,2	-0,0	-0,0	0,0	0,1	-0,0	.	-0,2	-0,1	-0,1	.
Occupazione totale	-1,2	0,8	1,1	1,0	1,8	1,0	1,2	1,2	1,3	1,2	1,1
Tasso di disoccupazione (in perc. delle forze di lavoro)	10,5	9,8	8,8	8,3	7,3	6,3	6,2	6,3	6,0	5,9	5,9
Posizione di bilancio (in perc. del PIL) [2] [3]	-8,0	-6,8	-5,8	-4,4	-2,0	0,3	1,2	-	-	-	-
Debito lordo consolidato (in perc. del PIL) [2]	45,5	48,7	52,1	52,6	50,8	48,4	46,0	-	-	-	-
Tasso di interesse a tre mesi (in perc. su base annua) [4]	5,9	5,5	6,7	6,0	6,8	7,3	5,4	5,5	5,2	5,2	5,9
Tasso di interesse a dieci anni (in perc. su base annua) [4]	7,5	8,2	8,3	7,9	7,1	5,6	5,0	4,4	4,8	5,4	5,5
Tasso di cambio nei confronti dell'ECU o dell'euro [4] [5]	0,78	0,78	0,83	0,81	0,69	0,68	0,66	0,69	0,66	0,65	0,64

Fonti: Eurostat, Commissione europea, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.
Nota: i dati di contabilità nazionale sono basati su SEC 95. I dati relativi ai periodi precedenti al 1995 sono stime basate su definizioni nazionali e non sono del tutto confrontabili con quelli relativi allo IAPC dal 1995.

1) *Punti percentuali.*
2) *Secondo la definizione di Maastricht.*
3) *Avanzo (+) o disavanzo (-) delle Amministrazioni pubbliche.*
4) *Media nel periodo considerato.*
5) *Espresso in unità di valuta nazionale per ECU fino alla fine del 1998, in unità di valuta nazionale per euro successivamente.*

all'1,4 per cento, 0,3 punti percentuali al di sopra della media dell'area dell'euro, rispetto all'1,6 per cento registrato nel 1998. Tuttavia, alla fine del 1999 e all'inizio del 2000, l'inflazione armonizzata si è collocata nettamente al di sotto della media dell'area dell'euro. Numerosi fattori possono avere contribuito a contenere l'aumento dei prezzi. Tra questi si possono annoverare l'apprezzamento della sterlina, la maggiore concorrenza nel settore al dettaglio e qualche ulteriore pressione al ribasso dei prezzi dei servizi pubblici ad opera degli enti che li regolamentano. Mentre l'inflazione complessiva si è mantenuta sotto controllo, i prezzi delle abitazioni sono saliti più rapidamente, stimolati da tassi di interesse sui mutui a livelli storicamente bassi e dal miglioramento della situazione economica attuale e prevista.

Nel 1999 il rapporto tra il saldo di bilancio del settore pubblico e il PIL ha mostrato un avanzo dell'1,2 per cento, rispetto allo 0,3 per cento del 1998. La spesa pubblica è diminuita al 39,9 per cento del PIL, rispetto al 40,3 per cento registrato nel 1998, mentre le entrate sono leggermente aumentate fino al 40,6 per cento del PIL, rispetto al 40,5 per cento dell'anno precedente. Il rapporto debito/PIL è calato al 46 per cento nel 1999, rispetto al 48,4 per cento del 1998.

Durante il 1999, il governo del Regno Unito ha continuato a stabilire per la Bank of

England un obiettivo di politica monetaria consistente nel perseguimento di un tasso di inflazione del 2,5 per cento in termini del RPIX. Il tasso di interesse sui pronti contro termine della Banca centrale era pari al 6,25 per cento all'inizio del 1999 ed è stato progressivamente ridotto fino al 5 per cento nel mese di giugno, riflettendo la debolezza dell'economia nella prima parte dell'anno e il suo probabile impatto sull'inflazione futura. Tuttavia, dall'8 settembre 1999 al 10 febbraio 2000 i tassi di interesse ufficiali sono stati aumentati in quattro occasioni (di 25 punti base ogni volta), fino al 6 per cento. Queste manovre hanno riflesso timori di rischi al rialzo per l'inflazione futura, a causa della forza della domanda mondiale, del consumo interno (compresi gli effetti del mercato delle abitazioni), nonché delle continue pressioni sul mercato del lavoro. I tassi di interesse di mercato a breve termine sono calati di circa un punto percentuale fino al 5,1 per cento nei primi otto mesi del 1999, prima di crescere nuovamente fino al 6,2 alla fine di febbraio 2000, quando il differenziale nei confronti dell'area dell'euro era pari a 260 punti base.

Nel 1999, la sterlina ha registrato un significativo apprezzamento nei confronti dell'euro. Questo apprezzamento potrebbe essere stato in parte causato dalla divergenza ciclica tra il Regno Unito e le economie dei paesi dell'area dell'euro negli ultimi anni. Inoltre, la sterlina è stata probabilmente sostenuta dalla forza del dollaro americano, dato lo storico legame esistente tra le due valute, e dal vigore dell'economia degli Stati Uniti.

I tassi di interesse a lungo termine sono cresciuti di circa un punto percentuale nel corso del 1999 ed erano pari al 5,4 per cento alla fine di febbraio 2000. Il differenziale tra i tassi di interesse a dieci anni e i rendimenti analoghi dell'area dell'euro si è annullato alla fine di febbraio 2000, rispetto ai 50 punti registrati all'inizio del 1999.

100

Capitolo IV

L'Eurosistema e la cooperazione europea e internazionale

1 Il contesto europeo

1.1 Rapporti bilaterali

Nel corso del 1999 la BCE ha instaurato stretti rapporti con le banche centrali dei paesi confinanti non facenti parte della UE. L'Eurosistema è fortemente interessato all'evoluzione economica di tali paesi, in particolare a uno sviluppo economico sostenibile e a politiche orientate alla stabilità, soprattutto in considerazione del ruolo sempre più importante svolto dall'euro come valuta di riferimento per le politiche monetarie e del cambio. Risulta pertanto di cruciale importanza portare avanti un dialogo e una cooperazione costanti con le autorità monetarie di tali paesi.

L'Eurosistema ha concentrato l'attenzione su tre gruppi di Stati all'interno dell'Europa:

- in primo luogo, *i paesi candidati* che si preparano ad aderire all'Unione europea (Bulgaria, Cipro, Estonia, Lettonia, Lituania, Malta, Polonia, Repubblica Ceca, Repubblica Slovacca, Romania, Slovenia e Ungheria). Sebbene alla Turchia sia stato riconosciuto lo status di paese candidato in occasione del Consiglio europeo di Helsinki del 10 e 11 dicembre 1999, non sono state ancora realizzate le condizioni previste per l'avvio dei negoziati.

- in secondo luogo, *i paesi che formano l'Associazione europea di libero scambio* (Islanda, Liechtenstein, Norvegia e Svizzera) e che mostrano già un elevato grado di integrazione economica e istituzionale con la UE (come sancito dall'Accordo sullo Spazio economico europeo e da altri accordi).

- in terzo luogo, *le regioni e i territori dei Balcani occidentali*, in particolare il Kossovo e la Repubblica del Montenegro, dove, dopo la guerra del Kossovo del 1999, ci si è attivati, su iniziativa della comunità internazionale, per riportare la pace e la stabilità e ricostruire l'economia.

I paesi candidati

L'Eurosistema è fortemente interessato alla prospettiva dell'adesione di nuovi Stati membri della UE, così come alla loro successiva partecipazione al nuovo meccanismo di cambio (SME II) e, infine, all'adozione dell'euro dopo il rigoroso adempimento delle condizioni richieste. In questo contesto, l'instaurazione di un dialogo permanente fra l'Eurosistema e le banche centrali dei paesi candidati è ritenuto essenziale, in vista della loro futura integrazione nel SEBC e, infine, nello stesso Eurosistema.

I paesi candidati ufficialmente riconosciuti godono già di una condizione particolare e intrattengono stretti rapporti con la UE. Nel corso del 1999 la UE e sei paesi candidati (Cipro, Estonia, Polonia, Repubblica Ceca, Slovenia e Ungheria) hanno avviato i negoziati sul "capitolo UEM", cioè sull'applicazione delle disposizioni del Trattato che istituisce la Comunità europea e della legislazione comunitaria derivata attinente all'Unione economica e monetaria. La UE ha chiarito l'intenzione di non concedere ai paesi candidati alcuna "clausola di esenzione" e questi ultimi, dal canto loro, non hanno richiesto accordi transitori specifici. La tornata di negoziati preliminari sul capitolo UEM è stata quindi conclusa. Nel mese di febbraio del 2000 sono stati aperti i negoziati con un ulteriore gruppo di sei paesi candidati (Bulgaria, Lettonia, Lituania, Malta, Romania e Repubblica Slovacca). I tempi esatti dell'adesione alla UE devono essere ancora fissati, sebbene il Consiglio europeo di Helsinki di dicembre abbia concordato che "l'Unione dovrebbe essere in grado di accogliere nuovi Stati membri a partire dalla fine del 2002, non appena essi avranno dimostrato la loro capacità di assumere gli obblighi inerenti all'adesione e dopo che il processo di negoziato sarà stato concluso con successo".

Sebbene l'Eurosistema non sia direttamente coinvolto nei negoziati, una forma di partecipazione al più ampio processo di adesione

risulta necessaria, in particolare con riferimento a questioni che rientrano in ambiti di competenza esclusiva o condivisa dell'Eurosistema, ovvero la politica monetaria, la gestione delle riserve valutarie, la politica del cambio, i sistemi di pagamento, la raccolta di determinati dati statistici e la stabilità finanziaria.

In riferimento alle questioni di particolare interesse per l'Eurosistema, il processo di adesione può essere suddiviso in quattro diverse fasi, ciascuna delle quali dovrebbe essere considerata separatamente.

In primo luogo, *prima dell'adesione alla UE*, i paesi candidati sono liberi di condurre in maniera indipendente le proprie politiche monetarie e del cambio. L'Eurosistema tiene sotto stretta osservazione queste politiche e gli sviluppi in atto nei paesi candidati, tanto più nella prospettiva del loro ingresso nella UE. I paesi candidati dovranno garantire, prima dell'adesione, il recepimento e l'efficace applicazione dell'*acquis communautaire* relativo alla UEM (di recente denominato anche *acquis de l'Union*) nei rispettivi ordinamenti nazionali.

Nella fase di pre-adesione, i paesi candidati saranno tenuti a soddisfare i criteri di adesione fissati in occasione del Consiglio europeo di Copenaghen del 1993. Questi prevedono, fra l'altro, che il paese candidato "abbia un'economia di mercato funzionante e possieda gli strumenti per affrontare le pressioni della concorrenza e le forze di mercato che agiscono all'interno della UE" e "sia in grado di assumere gli obblighi connessi alla partecipazione alla UE, compresa l'adesione agli obiettivi dell'Unione (…) economica e monetaria".

Per ottemperare ai summenzionati "criteri di Copenaghen" i paesi candidati devono intraprendere numerose riforme strutturali e completare la transizione dalla precedente forma di economia pianificata a un'economia di mercato ben funzionante, promuovendo un processo di *convergenza reale*, necessario per il miglioramento del tenore di vita e l'ulteriore integrazione delle loro economie nella UE. Sebbene il rispetto dei criteri di Maastricht sulla *convergenza nominale* non sia obbligatorio per l'accesso, "l'adesione agli obiettivi" della UE implica altresì la volontà di impegnarsi al fine di progredire sulla via della convergenza nominale, e di sviluppare politiche monetarie e fiscali orientate alla stabilità. In conclusione, la convergenza reale e la convergenza nominale sono due componenti della stessa strategia per il conseguimento di una crescita economica sostenibile e non inflazionistica e, in quanto tali, andrebbero perseguite in parallelo.

In secondo luogo, all'atto *dell'adesione alla UE* i nuovi Stati membri entreranno a far parte dell'Unione economica e monetaria, ma con la qualifica speciale di "Stati membri con deroga". In concreto ciò significa che, ai sensi del Trattato che istituisce la Comunità europea, essi devono considerare la loro politica del cambio ed economica come un problema di interesse comune (rispettivamente articoli 124 e 99). Tuttavia, essi non introdurranno immediatamente l'euro, e la responsabilità della politica monetaria nei rispettivi territori rimarrà di competenza delle banche centrali. In termini istituzionali, le banche centrali dei nuovi paesi dell'UE entreranno a far parte del SEBC. Come accade al momento per le banche centrali di Danimarca, Grecia, Svezia e Regno Unito, esse saranno rappresentate nell'ambito del Consiglio generale della BCE ma non in seno al Consiglio direttivo, istanza decisionale suprema della BCE. Le banche centrali dovranno tra l'altro contribuire al sistema statistico del SEBC e garantire, dopo l'adesione all'area dell'euro, il consolidamento dei loro conti (le altre funzioni del Consiglio generale della BCE sono elencate nel Capitolo XI, sezione 2.3).

In terzo luogo, *dopo il loro ingresso nella UE* (anche se non necessariamente all'atto dell'adesione) è previsto che i nuovi Stati membri entrino a far parte dello SME II, che aggancia all'euro le valute dei membri non aderenti (al momento la corona danese e la dracma greca). Per quanto riguarda le condizioni per l'ingresso nello SME II, dovrebbe essere possibile tenere conto delle condizioni eco-

nomiche specifiche di ciascun paese, in virtù delle caratteristiche di flessibilità proprie dello SME II.

Infine, i nuovi Stati membri saranno in grado di partecipare a pieno titolo all'area dell'euro. L'ammissione sarà soggetta a un esame, caso per caso, dello stato della convergenza, che sarà effettuato almeno una volta ogni due anni o su richiesta dei paesi stessi. Una volta soddisfatte le necessarie condizioni sancite dal Trattato di Maastricht, essi adotteranno l'euro.

Il cammino verso l'introduzione dell'euro non sarà necessariamente uniforme in tutti i paesi candidati. A fronte di diversi punti di partenza e diversi gradi di transizione economica, dovrebbe essere possibile adottare molteplici approcci senza pregiudicare la parità di trattamento. I criteri della convergenza nominale dovrebbero essere applicati in maniera tale da fornire ai paesi in questione punti di riferimento chiari, necessari per rendere le loro economie compatibili con gli standard e l'obiettivo finale dell'UEM.

L'Eurosistema è pronto a svolgere una funzione consultiva a favore di tali paesi, per assisterli nel perseguimento di riforme strutturali idonee e di politiche orientate alla stabilità, in linea con i criteri di adesione e di convergenza. L'Eurosistema è inoltre disposto a fornire ai paesi candidati assistenza tecnica nel proprio ambito di competenza. In effetti, diverse banche centrali nazionali (BCN) dell'area dell'euro già forniscono, e continueranno a fornire, alle banche centrali dei paesi candidati supporto tecnico in un'ampia gamma di settori. Si può prevedere un aumento delle richieste di assistenza tecnica da parte dei paesi candidati sulla scia dei lavori preparatori per l'integrazione nel SEBC e, successivamente, nell'Eurosistema. Quest'ultimo sta pertanto sviluppando procedure idonee al fine di soddisfare in maniera coordinata la crescente domanda in tal senso, assicurando nel contempo che tutti i paesi candidati ricevano il supporto necessario. In questo contesto, si farà pieno ricorso alle risorse e alle competenze disponibili nell'ambito dell'Eurosistema, adottando, allo stesso tempo, approcci e strategie coerenti.

Il seminario di Helsinki sul processo di adesione

Per instaurare un dialogo con le autorità monetarie dei paesi candidati, dal 10 al 12 novembre si è tenuto a Helsinki un seminario ad alto livello sul processo di adesione, che ha riunito esponenti dell'Eurosistema con governatori e vice governatori delle banche centrali di Bulgaria, Cipro, Estonia, Lettonia, Lituania, Malta, Polonia, Repubblica Ceca, Repubblica Slovacca, Romania, Slovenia e Ungheria. Il seminario è stato organizzato congiuntamente dalla BCE e dalla Suomen Pankki, la banca centrale finlandese.

L'obiettivo del seminario era svolgere una valutazione complessiva dei problemi delle banche centrali connessi al processo di adesione, individuare le principali problematiche e intensificare la cooperazione fra l'Eurosistema e le banche centrali dei paesi candidati.

Il dibattito, fruttuoso e di ampio respiro, ha affrontato un ricco ventaglio di tematiche, dal recepimento dell'*acquis communautaire* attinente alla UEM, alle strategie del cambio dei paesi candidati, ai requisiti per il regolare funzionamento dei sistemi bancari e dei mercati finanziari.

Incontri analoghi si terranno nei prossimi anni; il prossimo si svolgerà a Vienna nel 2000.

I seminari con le banche centrali dei paesi candidati presso la BCE

In seguito al seminario di Helsinki sono stati organizzati una serie di incontri multilaterali specializzati presso la BCE. Essi si inseriscono nel quadro di una politica strutturata di contatti multilaterali, sia a livello politico (vale a dire di governatori e vicegovernatori) sia a livello di esperti, concernenti tutte le aree di affari di competenza della BCE.

Questi incontri multilaterali sono stati affiancati da visite bilaterali alla BCE da parte di delegazioni delle banche centrali dei paesi candidati, che hanno permesso di effettuare scambi di vedute più approfonditi a livello di dirigenza e personale, in particolare nella prospettiva dell'integrazione di queste banche centrali nel SEBC. La BCE intende intensificare la cooperazione sia multilaterale che bilaterale con le banche centrali dei paesi candidati.

I rapporti con le banche centrali dei paesi dell'EFTA

Nel 1999 la BCE ha proseguito la tradizione di intrattenere i contatti con le banche centrali di Islanda, Norvegia e Svizzera, che implica incontri regolari a livello di governatori due volte l'anno. Nel corso di questi incontri viene esaminato un ampio ventaglio di problematiche di interesse comune.

La BCE ha inoltre concluso un accordo di swap con la Norges Bank, entrato in vigore il 1° gennaio 1999 per un periodo di 12 mesi. Il nuovo accordo ha sostituito analoghi accordi di *swap* bilaterali esistenti fra la Norges Bank e le BCN dell'area dell'euro. Su richiesta della Norges Bank, nel mese di dicembre del 1999 il Consiglio direttivo ha deciso di rinnovare l'accordo di *swap* per l'anno 2000 per un ammontare di 1.500 milioni di euro.

Gli andamenti monetari nei Balcani occidentali

Nel quadro degli sforzi di stabilizzazione compiuti dalla Missione amministrativa temporanea delle Nazioni Unite in Kossovo *(United Nations Interim Administration Mission in Kossovo* – UNMIK) dopo la guerra, quest'ultima ha designato il marco tedesco come "valuta da impiegare per i pagamenti a favore delle amministrazioni pubbliche" e ha sancito la libertà di denominare i contratti e le altre operazioni effettuate su base volontaria in "qualsiasi valuta estera ampiamente accettata sul territorio del Kossovo". Nella pratica, il marco veniva già usato in Kossovo come principale strumento nelle operazioni in contanti e come riserva di valore prima dell'entrata in vigore della nuova legislazione.

Il 2 novembre il governo della Repubblica del Montenegro ha annunciato che "accanto al dinaro iugoslavo viene introdotto il marco tedesco come mezzo di pagamento nel Montenegro". Nel caso del Montenegro, come in quello del Kossovo, le banconote denominate in marchi svolgono tradizionalmente un ruolo importante come riserva di valore e strumento per effettuare i pagamenti.

Qualsiasi menzione del marco nella legislazione sia del Kossovo che del Montenegro va evidentemente letta come un riferimento all'euro. Le rispettive autorità hanno adottato una decisione unilaterale, senza alcun coinvolgimento dell'Eurosistema, né in termini di obblighi legali né in termini di vincoli politici.

1.2 Il coordinamento delle politiche economiche nazionali nell'Unione europea

Attraverso la sua partecipazione a una serie di gruppi di lavoro della UE (quali il Comitato economico e finanziario e il Comitato di politica economica) la BCE è stata coinvolta nel dibattito sullo sviluppo di un sistema di coordinamento coerente.

La rilevanza e la giustificazione del coordinamento delle politiche economiche nella UEM

L'Unione economica e monetaria (UEM), che ai sensi del Trattato istituisce una politica monetaria unica per l'area dell'euro, ha dato vita a tal fine al SEBC. La seconda componente della UEM, ovvero l'Unione economica, non ha dato tuttavia origine a una politica economica unica. Il Trattato richiede di fatto agli Stati membri di "considerare le loro politiche economiche una questione di interesse comune" (articolo 99). Al fine di rendere operativo questo principio, esso prescrive orientamenti politici comuni (gli *indirizzi di massima*

per le politiche economiche) e l'esercizio della sorveglianza multilaterale. In vista dell'introduzione dell'euro, gli Stati membri hanno tentato di completare il quadro del Trattato, sviluppando nuove procedure di coordinamento (quali il Patto di stabilità e crescita) e perfezionando quelle già esistenti.

Sebbene la creazione del mercato unico della Comunità europea avesse già prodotto un'integrazione economica di una profondità senza precedenti fra gli Stati membri della UE, con l'introduzione dell'euro l'evoluzione economica degli Stati membri dell'area dell'euro diventa una questione di interesse più diretto e immediato per i governi nazionali. Le decisioni adottate in materia di politica economica da un paese possono infatti avere ripercussioni sugli altri Stati membri, in particolare attraverso il mercato finanziario comune dell'area dell'euro e il mutamento delle percezioni degli operatori del mercato. Una disciplina fiscale poco rigorosa in un paese, ad esempio, potrebbe generare pressioni al rialzo sui tassi di interesse a lungo termine, che a loro volta altererebbero le condizioni economiche dell'intera area dell'euro.

A prima vista, l'argomentazione a favore del più stretto coordinamento delle politiche economiche appare evidente. Nella misura in cui la responsabilità della gestione di politiche economiche interconnesse è affidata a diversi attori, il coordinamento potrebbe aiutare a ridurre le ripercussioni negative, a generare un effetto di imitazione, ad agevolare lo scambio delle pratiche migliori e a produrre quindi effetti di utilità collettiva. Tuttavia, per poter raccogliere i frutti del coordinamento delle politiche economiche, è essenziale che esso assuma forme adeguate e sostenga, anziché contrastare, le forze "coordinanti" dei mercati. Nel quadro dell'attuale impostazione della UEM, le procedure di coordinamento vanno da approcci più rigorosi dotati di una base giuridica (ad esempio il Patto di stabilità e crescita) ad altri più discrezionali o meno formali incentrati sul dialogo politico (ad esempio il "Processo di Cardiff" per il controllo della riforma strutturale).

Il ruolo dell'Eurosistema nel quadro della politica economica della UE

Il ruolo svolto dall'Eurosistema dipende in primo luogo dalle disposizioni del Trattato che ne disciplinano lo statuto e le attività, in particolare la sua indipendenza e l'obiettivo primario del mantenimento della stabilità dei prezzi. Di conseguenza, l'Eurosistema non può vincolarsi ad alcuna forma di intesa per l'applicazione di un *"policy mix"* predeterminato, poiché ciò potrebbe comportare un vincolo a perseguire politiche monetarie non necessariamente compatibili con l'obiettivo primario della stabilità dei prezzi.

La netta separazione delle responsabilità politiche tra autorità monetarie e governi è radicata nella convinzione, avallata da un'esperienza concreta di decenni e da un ragguardevole *corpus* di ricerche economiche, che, fissando come obiettivo primario della politica monetaria il mantenimento della stabilità dei prezzi, si agevola in misura significativa il suo credibile e duraturo conseguimento. In tal modo, la politica monetaria offrirà il massimo contributo possibile agli obiettivi economici di più ampia portata dell'Unione europea e dei suoi cittadini.

Poiché il coordinamento delle politiche economiche è prevalentemente connesso alla cooperazione fra gli Stati membri stessi, il contributo della BCE al processo di coordinamento globale consiste nel portare avanti un dialogo con gli organismi europei competenti, nella fattispecie il Consiglio dei ministri e il gruppo Euro-11, per uno scambio di vedute e di informazioni. Tale dialogo si svolge nel rispetto delle prerogative e dell'indipendenza dei responsabili delle politiche economiche.

Gli strumenti e gli ambiti istituzionali per il coordinamento politico

Il coordinamento delle politiche economiche della UE si svolge nell'ambito di un ciclo politico annuale, imperniato sugli *indirizzi di massima per le politiche economiche*. Gli indirizzi, approvati ogni anno dal Consiglio europeo,

sono volti ad orientare la gestione generale della politica economica e a rivolgere raccomandazioni a ciascuno Stato membro. Gli *indirizzi di massima per le politiche economiche* costituiscono il cardine di tutti i processi di coordinamento esistenti, essendo riuniti nell'ambito di un'unica struttura globale e fatti confluire in un calendario comune. Processi di coordinamento specializzati si applicano alla politica di bilancio (nel quadro del Patto di stabilità e crescita), alla politica per l'occupazione ("Processo di Lussemburgo") e alle politiche per le riforme strutturali ("Processo di Cardiff"); ciascuno è contraddistinto da una serie di norme e gruppi di lavoro per il coordinamento. Il Patto europeo per l'occupazione ha inoltre istituito il Dialogo macroeconomico, illustrato in maniera più dettagliata nella seguente sezione 1.3.

In linea con le conclusioni del Consiglio europeo di Lussemburgo del 1997, la principale sede per il coordinamento delle politiche economiche è il *Consiglio dei ministri dell'economia e delle finanze (Ecofin)*, incaricato in particolare di adottare le raccomandazioni relative agli *indirizzi di massima per le politiche economiche* e di formulare pareri sui programmi di stabilità e di convergenza. In conformità al Trattato (articolo 113), il Presidente della BCE deve essere invitato alle sessioni del Consiglio UE ogni qual volta vengano discusse questioni connesse agli obiettivi e ai compiti del SEBC. I membri del Comitato esecutivo della BCE prendono parte a determinate riunioni del Consiglio per partecipare a scambi di opinioni su questioni economiche generali in senso più ampio. Inoltre le sessioni informali del Consiglio Ecofin e gli incontri informali del gruppo Euro-11, a cui la BCE può essere, e in effetti è stata, regolarmente invitata, permettono un franco scambio di vedute e quindi costituiscono la sede per un dialogo aperto tra i ministri e la BCE.

1.3 Il Dialogo macroeconomico

In occasione della riunione di Colonia svoltasi il 3 e 4 giugno 1999, il Consiglio europeo ha varato l'iniziativa di un Patto europeo per l'occupazione inteso al conseguimento di una riduzione sostenibile della disoccupazione. Per la precisione, il Patto europeo per l'occupazione è strutturato su tre "pilastri", tutti concepiti come processi a lungo termine da svilupparsi nel corso del tempo e alla luce delle mutate circostanze. I tre pilastri sono costituiti da due iniziative già esistenti, il Processo di Lussemburgo e il Processo di Cardiff (cfr. sopra), e da un nuovo terzo pilastro, il "Processo di Colonia", che associa gli Stati membri, la Commissione europea, le autorità monetarie e le parti sociali a livello della UE in un formale "Dialogo macroeconomico".

La BCE ha partecipato alle prime riunioni del Dialogo macroeconomico a livello sia tecnico che politico (rispettivamente il 29 ottobre e l'8 novembre 1999) e continuerà a prendervi parte anche in avvenire.

Portata e finalità

Nel contesto dei lavori preparatori all'elaborazione del Patto europeo per l'occupazione, è stato concordato che l'instaurazione del Dialogo macroeconomico non avrebbe dovuto comportare la creazione di nuove istituzioni né di procedure eccessivamente complesse. È stata tuttavia riconosciuta l'utilità di costituire un gruppo di lavoro nel cui ambito i vari attori politici possano essere tenuti al corrente degli sviluppi in atto nei rispettivi campi. Un regolare scambio di vedute fra i principali reponsabili delle politiche economiche è stato inoltre considerato uno strumento essenziale per favorire una maggiore comprensione reciproca riguardo alla creazione di condizioni adeguate per una crescita più elevata non inflazionistica e una conseguente riduzione sostenibile della disoccupazione.

La risoluzione del Consiglio europeo sul Patto europeo per l'occupazione afferma con chiarezza che gli *indirizzi di massima per le politiche economiche* devono rimanere "il principale strumento di coordinamento delle politiche economiche della Comunità". Inoltre, nella stessa risoluzione, gli indirizzi

opportuni per le diverse politiche macroeconomiche vengono descritti nel seguente modo: "La *politica fiscale* deve rispettare gli obiettivi del Patto di stabilità e crescita, che implica bilanci portati stabilmente vicino al pareggio o a un avanzo a medio termine. I *salari* devono seguire un percorso sostenibile, con una dinamica salariale coerente con la stabilità dei prezzi e la creazione di posti di lavoro. L'obiettivo prioritario della *politica monetaria* è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Per conseguirlo, è essenziale che la politica monetaria sia sostenuta da politiche di bilancio e da una dinamica salariale rispondenti alla descrizione di cui sopra".

Principi della partecipazione della BCE

Sin dall'inizio la BCE ha espresso la volontà di partecipare al dialogo sulla politica macroeconomica per uno scambio di informazioni e di vedute con le parti responsabili della gestione delle politiche fiscali e strutturali e delle contrattazioni salariali. È stato tuttavia necessario garantire che ciò non fosse incompatibile con l'indipendenza della BCE, ai sensi dell'articolo 108 (ex articolo 107) del Trattato, che vieta alla BCE di accettare istruzioni da qualsiasi altra istituzione o qualsiasi altro organismo nell'assolvimento dei propri compiti e nel perseguimento dei propri obiettivi. Di conseguenza, la necessità di rispettare l'indipendenza della BCE, così come quella di tutti i partecipanti, è stata riconosciuta dal Consiglio europeo nella sua risoluzione sul Patto europeo per l'occupazione.

Il ruolo della BCE nel dialogo

La BCE ha identificato diversi modi in cui potrebbe apportare un contributo ottimale al Dialogo macroeconomico. In primo luogo, essa può fornire una valutazione globale delle prospettive economiche e, alla luce di ciò, esporre la logica alla base delle sue decisioni di politica monetaria. In secondo luogo, il Dialogo macroeconomico offre alla BCE l'opportunità di rendere noto il proprio punto di vista in merito alle principali sfide che si prospettano nel campo della politica economica e alla giusta direzione verso cui indirizzare le politiche macroeconomiche e strutturali per il conseguimento dell'obiettivo finale della crescita sostenuta e di alti livelli di occupazione in un contesto caratterizzato dalla stabilità dei prezzi.

2 Le problematiche internazionali

L'introduzione dell'euro comporta il trasferimento delle funzioni fondamentali di banca centrale dal livello nazionale a quello comunitario. Infatti, con l'eccezione della politica del cambio, di cui condividono la responsabilità il Consiglio Ecofin e l'Eurosistema, e gli indirizzi di vigilanza bancaria, a cui l'Eurosistema contribuisce, la politica monetaria e i compiti delle banche centrali ad essa connessi (ad esempio la gestione delle riserve ufficiali) sono di esclusiva competenza dell'Eurosistema. Per le questioni attinenti i compiti di sua esclusiva competenza, la rappresentanza internazionale spetta unicamente all'Eurosistema, d'abitudine per il tramite della BCE, mentre la partecipazione delle BCN dell'area dell'euro varia a seconda della loro appartenenza o meno alle istituzioni o ai gruppi di lavoro interessati.

Accordi adeguati in materia di rappresentanza internazionale dell'area dell'euro da parte dell'Eurosistema devono tenere conto di due aspetti specifici: il primo riguarda il fatto che l'appartenenza a diversi gruppi di lavoro (ad esempio il G7 o il G10) varia fra gli Stati membri dell'area dell'euro, il che si riflette anche a livello di banche centrali; il secondo dipende dal fatto che istituzioni intergovernative quali il Fondo monetario internazionale (FMI) o l'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) sono organizzate sulla base della partecipazione dei singoli paesi.

A fronte di tale situazione, nel 1998 e all'inizio del 1999 sono stati applicati accordi intesi a stabilire relazioni operative tra la BCE e istituzioni e gruppi di lavoro internazionali pertinenti. Tali accordi si sono concretizzati per la prima volta nel 1999. Alcuni sono stati elaborati nel contesto di un quadro istituzionale della cooperazione multilaterale in trasformazione (cfr. sezione 2.1). La BCE ha inoltre iniziato a sviluppare rapporti bilaterali con banche centrali di paesi non appartenenti all'Unione europea (cfr. sezione 2.2). In questo contesto, nel 1999 la BCE si è concentrata in particolare su due aspetti: il rafforzamento dell'architettura del sistema monetario e finanziario internazionale (cfr. sezione 2.3) e il ruolo internazionale dell'euro (cfr. sezione 2.4).

2.1 Le attività della BCE nel settore della cooperazione multilaterale

Il Fondo monetario internazionale (FMI)

La BCE partecipa alle attività del FMI in qualità di osservatore, a livello sia del Comitato monetario e finanziario internazionale (CMFI, ex Comitato interinale) sia del Consiglio di amministrazione del FMI.

Il 30 settembre 1999 il Consiglio dei governatori del FMI ha deciso di trasformare il Comitato interinale del FMI nel CMFI. A differenza del precedente, al nuovo Comitato è stato conferito un carattere permanente, che si riflette nell'organizzazione delle riunioni preparatorie a livello di sostituti. A parte questi cambiamenti, la creazione del CMFI sostanzialmente non incide sull'attuale assetto istituzionale del FMI, nel cui ambito il Consiglio dei governatori continua a rappresentare l'istanza decisionale suprema, che delega al Consiglio di amministrazione la gestione corrente. Analogamente al precedente Comitato interinale, il CMFI svolge una funzione consultiva e riferisce al Consiglio dei governatori sulla sorveglianza in materia di gestione e di adeguamento del sistema monetario e finanziario internazionale. Diversi osservatori, fra cui il Presidente della BCE, partecipano alle riunioni del CMFI.

Per rappresentare la BCE in seno al Consiglio di amministrazione del FMI, l'8 febbraio 1999 il Presidente della BCE ha nominato un rappresentante permanente della BCE a Washington in veste di osservatore.

Nel quadro del suo mandato (cfr. riquadro 6) l'osservatore della BCE ha fra l'altro rappresentato l'Eurosistema alla riunione del Consiglio di amministrazione del FMI del 26 marzo

1999, in occasione della quale è stato discusso il primo rapporto informativo sul tema delle *Politiche monetarie e del cambio dell'area dell'euro*. Il FMI ha quindi pubblicato una *Nota di informazione al pubblico* (*Public Information Notice* – PIN) in data 23 aprile, mettendo a disposizione dei cittadini la valutazione delle politiche economiche dell'area dell'euro effettuata dai membri del Consiglio di amministrazione del FMI. Per il prossimo ciclo di consultazioni del 2000, l'area dell'euro parteciperà al progetto pilota relativo alla pubblicazione volontaria dei rapporti informativi del FMI sulle politiche monetaria e del cambio. Tale progetto rappresenta un elemento importante nel quadro degli sforzi che il FMI sta compiendo al fine di migliorare la trasparenza, con il pieno sostegno dell'Eurosistema.

I ministri finanziari e i governatori delle banche centrali del G7 e i gruppi connessi (FSF, G20)

Il Presidente della BCE, unitamente alla Presidenza della UE, ha rappresentato l'area dell'euro ai tre incontri dei ministri finanziari e governatori delle banche centrali del G7 che si sono svolti nel 1999.

Il Presidente della BCE ha rappresentato l'Eurosistema per quanto riguarda l'esame delle questioni del tasso di cambio e i problemi della sorveglianza multilaterale. I governatori delle banche centrali dei paesi dell'area dell'euro appartenenti al G7 (Germania, Francia e Italia) hanno preso parte alle sessioni del G7 incentrate sulla valutazione dei progressi compiuti per il rafforzamento dell'architettura

Riquadro 6

La funzione e le attività della rappresentanza permanente della BCE a Washington

Il 21 dicembre 1998 il Consiglio di amministrazione del Fondo monetario internazionale (FMI) ha deciso di conferire alla BCE lo status di osservatore. In seguito a tale decisione, l'osservatore della BCE è invitato a rappresentare l'Eurosistema a tutte le riunioni del Consiglio di amministrazione del FMI nel cui ambito si discutono questioni attinenti alle politiche monetaria e del cambio comuni dell'area dell'euro, fra cui rientrano:

– riunioni attinenti all'azione di sorveglianza condotta con le autorità dell'area dell'euro, ovvero la sorveglianza prevista all'articolo IV sulle politiche monetaria e del cambio comuni dell'area dell'euro e sulle politiche dei singoli Stati membri dell'area;

– il ruolo dell'euro nel sistema monetario internazionale;

– l'azione di sorveglianza multilaterale del FMI *(World Economic Outlook, International Capital Markets, World Economic and Market Developments)*.

Inoltre, a seconda dei casi, l'osservatore della BCE viene invitato a partecipare a riunioni concernenti questioni che la BCE e il FMI ritengono di interesse reciproco per lo svolgimento dei rispettivi mandati. In questo contesto, la BCE ha istituito una rappresentanza permanente a Washington.

Le attività del rappresentante della BCE connesse al suo status di osservatore presso il FMI includono la partecipazione alle riunioni del Consiglio di amministrazione del FMI su argomenti che rientrano nell'ambito delle categorie menzionate in precedenza; egli funge inoltre da contatto primario tra il FMI e la BCE su altre questioni di interesse comune. Il rappresentante accompagna anche le delegazioni del FMI durante le loro missioni alla BCE nel quadro della sorveglianza, svolta dal FMI ai sensi dell'articolo IV, sulle politiche monetaria e del cambio nell'area dell'euro. Inoltre, in quanto membro della delegazione della BCE, alle riunioni annuali del FMI e alle riunioni del Comitato monetario e finanziario internazionale che si tengono in primavera, il rappresentante assiste il Presidente della BCE, che vi prende parte in veste di osservatore.

La rappresentanza della BCE a Washington intrattiene i contatti con le autorità statunitensi, in particolare con il Federal Reserve System, raccoglie informazioni sugli sviluppi in corso negli Stati Uniti e fornisce informazioni agli interessati su argomenti relativi all'area dell'euro. Nel quadro di tali funzioni, il rappresentante mantiene i contatti con la comunità finanziaria, il mondo accademico e gli istituti di ricerca degli Stati Uniti.

finanziaria internazionale. Sulla base del dibattito svolto, i ministri finanziari del G7 hanno presentato una relazione al Vertice economico di Colonia (18 giugno 1999) sul "Rafforzamento dell'architettura finanziaria internazionale".

Foro per la stabilità finanziaria (Financial Stability Forum – *FSF)*

In occasione dell'incontro svoltosi a Bonn nel febbraio 1999, i ministri finanziari e i Governatori delle banche centrali del G7 hanno recepito la raccomandazione della Relazione Tietmeyer relativa alla costituzione del foro per la stabilità finanziaria (*Financial Stability Forum* – FSF). I suoi obiettivi sono valutare le debolezze del sistema finanziario internazionale, identificare e supervisionare le iniziative necessarie per arginarle e migliorare il coordinamento e lo scambio di informazioni fra le varie autorità responsabili della stabilità finanziaria. Il FSF è costituito dalle autorità nazionali responsabili della stabilità finanziaria nei paesi del G7 (ovvero i ministri finanziari, le banche centrali e gli organi di vigilanza). Fra i membri del FSF figurano diverse istituzioni e gruppi internazionali operanti nel settore della stabilità finanziaria in quanto organismi responsabili della definizione degli standard oppure in quanto coinvolti nella sorveglianza e nel monitoraggio dei sistemi finanziari (ad esempio la BRI, il FMI, la Banca mondiale e l'OCSE). La BCE partecipa al FSF in qualità di osservatore.

In occasione dell'incontro del 15 settembre, la partecipazione al FSF è stata allargata a quattro paesi non appartenenti al G7, ma che costituiscono centri finanziari di primo piano (i Paesi Bassi, Singapore, l'Australia e Hong Kong).

Il FSF si è riunito due volte nel 1999. Successivamente all'incontro di aprile, sono stati costituiti tre gruppi di lavoro incaricati di analizzare questioni attinenti alla stabilità sistemica: "Istituzioni ad elevata leva finanziaria", "Movimenti di capitale a breve termine" e "Centri finanziari *offshore*". I tre gruppi hanno redatto rapporti intermedi per i membri del FSF, presentati all'incontro del settembre 1999 (cfr. sezione 2.3 per informazioni più dettagliate). In tale occasione il FSF ha anche deciso di costituire la *task force* sull' "Attuazione degli standard" e il gruppo di studio sugli "Schemi di assicurazione dei depositi bancari".

Il G20

All'incontro di settembre il G7 ha annunciato la nascita del cosiddetto G20, un nuovo gruppo di lavoro creato in vista dell'ampliamento del dialogo informale fra economie rilevanti a livello sistemico in merito a questioni fondamentali di politica economica e finanziari. Al nuovo gruppo di lavoro partecipano sia la Presidenza dell'UE sia il Presidente della BCE, oltre ai ministri e governatori del G7 e dei seguenti paesi: Arabia Saudita, Argentina, Australia, Brasile, Cina, Corea del Sud, India, Indonesia, Messico, Russia, Repubblica Sudafricana e Turchia. Per stabilire un efficace collegamento con il FMI e la Banca mondiale, il Presidente della Banca mondiale, il Direttore generale del FMI e i Presidenti del CMFI e del Comitato di sviluppo sono stati invitati a partecipare in qualità di membri *ex officio* del gruppo.

Il primo incontro del G20, svoltosi a Berlino il 15 e 16 dicembre 1999, è stato presieduto da Paul Martin, Ministro delle Finanze canadese. I ministri e governatori del G20 hanno discusso il ruolo e gli obiettivi del nuovo gruppo e hanno concordato che il G20 rappresenta una struttura utile per il dibattito informale, mentre le istituzioni di Bretton Woods, in particolare il FMI, dovrebbero rimanere organi decisionali in merito a questioni monetarie e finanziarie a livello internazionale. Essi hanno inoltre identificato i principali problemi da affrontare a livello sia nazionale che internazionale al fine di ridurre le debolezze in ambito macroeconomico e finanziario. In questo contesto, è stata messa in risalto la necessità di adottare accordi di cambio coerenti con le politiche macroeconomiche e strutturali nazionali. Del pari, si è ritenuto che una migliore gestione complessiva

delle attività e passività verso l'estero del settore pubblico e privato avrebbe contribuito attivamente alla riduzione della sensibilità agli shock. Il G20 si è inoltre impegnato a svolgere un ruolo guida nell'applicazione dei codici e degli standard (cfr. sezione 2.3). Il prossimo incontro dei ministri e governatori del G20 si svolgerà in Canada nell'autunno del 2000.

I ministri e i governatori del G10

Il Presidente della BCE ha partecipato ai due incontri dei ministri finanziari e dei governatori delle banche centrali dei paesi del G10 (Belgio, Canada, Francia, Germania, Giappone, Italia, Paesi Bassi, Regno Unito, Stati Uniti, Svezia e Svizzera), che sono stati incentrati sulla prevenzione e sulla gestione delle crisi finanziarie internazionali nonché sul coinvolgimento del settore privato in questo contesto (cfr. sezione 2.3). In occasione dell'incontro del 26 settembre 1999, i ministri e governatori del G10 hanno deciso di effettuare un approfondimento sul processo di consolidamento del settore finanziario attualmente in corso.

I governatori del G10 e i gruppi di lavoro connessi alla Banca dei regolamenti internazionali (BRI)

La BRI svolge un ruolo importante nell'agevolare la cooperazione nell'ambito della comunità delle banche centrali, con particolare attenzione agli incontri dei governatori del G10, a cui partecipano il Presidente della BCE e i governatori di cinque BCN dell'area dell'euro (Belgio, Francia, Germania, Italia e Paesi Bassi). I governatori del G10 effettuano un monitoraggio regolare (sette volte l'anno) degli andamenti monetari e economici e delle principali tendenze dei mercati internazionali dei capitali. I governatori del G10 orientano inoltre i Comitati costituiti sotto la loro egida nell'affrontare questioni attinenti alla comunità delle banche centrali. I rappresentanti della BCE partecipano al Comitato di Basilea sulla vigilanza bancaria (*Basel Committee on Banking Supervision* – BCBS), al Comitato sul sistema finanziario globale (*Committee on the Global Financial System* – CGFS), al Comitato sui sistemi di pagamento e di regolamento (*Committee on Payment and Settlement Systems* – CPSS), al Comitato sull'oro e le valute (*Committee on Gold and Foreign Exchange*), alle riunioni formali degli esperti di statistica, degli economisti, dei revisori interni e degli esperti di archivi di dati delle banche centrali e di tutti i gruppi costituiti da tali Comitati.

Il 9 dicembre 1999 la BCE ha acquistato una partecipazione nella Banca dei regolamenti internazionali sottoscrivendo 3.000 azioni della terza tranche del capitale della BRI, insieme alle banche centrali di Argentina, Indonesia, Malesia e Tailandia.

L'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE)

Applicando alla Convenzione dell'OCSE, come base giuridica, il Protocollo n. 1, nel febbraio 1999 il Segretario generale dell'OCSE ha confermato che la BCE sarebbe stata ammessa a partecipare alle attività dei comitati e dei relativi gruppi di lavoro dell'OCSE in qualità di membro distinto della delegazione della Comunità europea, a fianco della Commissione europea. La BCE ha preso parte alle riunioni dei seguenti comitati e gruppi di lavoro: Comitato per la politica economica e gruppi di lavoro connessi (Gruppi di lavoro 1 e 3, sulle "Prospettive a breve termine"), Riunione degli esperti monetari, Comitato d'esame delle situazioni economiche e dei problemi di sviluppo (*Economic and Development Review Committee* – EDRC) e Comitato mercati finanziari (*Financial Markets Committee* – FMC). Nel contesto delle valutazioni periodiche dei singoli paesi effettuate nell'ambito dell'EDRC, l'OCSE sta adeguando il proprio processo di valutazione dell'area dell'euro coerentemente con il nuovo assetto istituzionale. I paesi appartenenti all'area dell'euro si sono detti sostanzialmente favorevoli a integrare l'analisi dei singoli Stati membri dell'area con una valutazione periodica delle politiche e degli sviluppi in atto nell'area nel suo complesso, nell'ambito del Comitato d'esame

delle situazioni economiche e dei problemi di sviluppo. Poiché gli accordi pratici dovevano essere ancora elaborati, nel 1999 si è tenuto un seminario informale per l'esame delle politiche monetaria e del cambio nell'area dell'euro.

2.2 Lo sviluppo dei rapporti bilaterali tra la BCE e i paesi non appartenenti all'Unione europea

Durante il suo primo anno di attività la BCE ha instaurato ampi contatti bilaterali e relazioni operative con le banche centrali e altre istituzioni di paesi non appartenenti all'Unione europea.

Nel corso del 1999 i membri del Comitato esecutivo hanno visitato, tra l'altro, numerosi paesi asiatici. In tali occasioni sono state esaminate questioni di interesse comune e le implicazioni legate all'introduzione dell'euro per il continente asiatico.

Delegazioni ufficiali provenienti da paesi non appartenenti all'UE sono state ricevute dal Comitato esecutivo presso la sede della BCE a Francoforte. In questo contesto, il 15 e 16 gennaio 1999 la BCE ha ospitato l'incontro dei ministri finanziari dei paesi asiatici ed europei (Asia-Europe Ministers of Finance – ASEM). Anche diversi rappresentanti di alto livello dei paesi dell'America latina hanno visitato la BCE nel corso dell'anno.

2.3 L'architettura del sistema monetario e finanziario internazionale

Sulla base degli accordi relativi alla rappresentanza internazionale dell'Eurosistema, la BCE ha preso parte alle nuove iniziative e ai progressi compiuti sinora nel rafforzamento della "architettura del sistema monetario e finanziario internazionale". Dopo la crisi messicana del 1994-95 e in seguito alle crisi finanziarie che hanno colpito le economie dell'Asia orientale nel 1997-98, la comunità internazionale si è attivata al fine di promuovere una maggiore stabilità del mercato internazionale dei capitali. Nel 1999, a fronte di un significativo miglioramento delle prospettive economiche mondiali, sono stati compiuti ulteriori passi avanti nell'applicazione di misure già concordate e sono state decise nuove iniziative.

Trasparenza, codici e standard

I progressi più evidenti sono stati compiuti nel rafforzamento della trasparenza e della responsabilità (*accountability*) del settore pubblico e privato. Le iniziative intraprese in questo ambito sono intese al miglioramento della portata e della qualità dell'informazione a favore del processo decisionale pubblico e privato, la cui maggiore efficacia rafforzerebbe la stabilità finanziaria. Oltre a migliorare la raccolta dei dati e la divulgazione degli stessi da parte del settore sia pubblico che privato, la comunità internazionale ha promosso attivamente lo sviluppo e la divulgazione di codici e standard di buona amministrazione in vari ambiti.

Nel settore della trasparenza dei dati, diverse iniziative riguardano il processo decisionale di istituzioni internazionali. Su base volontaria, sono ormai disponibili informazioni sui programmi attuati dai paesi con il sostegno del FMI – lettere di intenti, programmi quadro di politica economica (*Policy Framework Papers* – PFPs) e, in futuro programmi strategici per la riduzione della povertà (*Poverty Reduction Strategy Papers* – PRSPs), che costituiscono i documenti di supporto alla base del *Poverty Reduction and Growth Facility* (PRGF), recentemente istituito – nonché sulla sorveglianza ai sensi dell'articolo IV (*Note di informazione al pubblico* sugli esiti del dibattito del Consiglio di amministrazione del FMI). Nell'aprile 1999 lo stesso Consiglio del FMI ha varato un progetto pilota finalizzato ad accrescere ulteriormente la trasparenza attraverso la pubblicazione volontaria dei rapporti informativi di cui all'articolo IV.

Al fine di diffondere dati completi, affidabili e coerenti sulla composizione delle riserve valutarie ufficiali, il FMI e le banche centrali

dei paesi del G10 hanno definito di concerto uno schema statistico per la pubblica divulgazione di dati sulle riserve internazionali e sulla liquidità in valuta estera, nel quadro dello *Special Data Dissemination System* (SDDS) del FMI. L'applicazione di tale schema sarà volontaria e la maggior parte dei paesi del G10 intendono avvalersi o già si avvalgono del nuovo schema.

Il miglioramento della trasparenza è importante anche per quanto riguarda il settore privato. Diversi gruppi di lavoro della BRI (cfr. la precedente sezione 2.1) hanno sviluppato una serie di iniziative in questo ambito. Al fine di migliorare la qualità delle statistiche consolidate della BRI sul sistema bancario internazionale, il CGFS ne ha deciso la più frequente pubblicazione, ovvero a intervalli trimestrali anziché semestrali, a partire dal mese di gennaio del 2000. Saranno inoltre pubblicati dati sulle esposizioni creditorie nei confronti delle controparti finali e non solo di quelle dirette. Sotto la direzione congiunta di diversi organismi (il BCBS, il CFGS, il FSF, l'associazione internazionale dei supervisori assicurativi (*International Association of Insurance Supervisors* – IAIS), il comitato internazionale sugli standard contabili (*International Accounting Standards Committee* – IASC) e l'organizzazione internazionale delle commissioni sui titoli (*International Organisation of Security Commissions* – IOSCO)), sono state varate diverse iniziative finalizzate al rafforzamento dei requisiti di divulgazione da parte di singole istituzioni del mercato finanziario.

Per quanto concerne lo sviluppo e la diffusione di standard e codici di buona amministrazione, una sfida fondamentale è rappresentata dalla loro applicazione da parte di un vasto numero di paesi in via di sviluppo ed economie di mercato emergenti. Si prevede che ulteriori progressi in questo ambito contribuiranno in misura significativa alla prevenzione delle crisi attraverso il miglioramento del quadro istituzionale per il processo decisionale nel settore pubblico, nonché delle informazioni fornite agli operatori del mercato per la valutazione dei rischi. La comunità finanziaria internazionale sta al momento studiando le modalità di controllo più efficaci dell'ottemperanza, da parte dei singoli paesi, ai codici e agli standard concordati a livello internazionale.

Nel contesto di un progetto pilota, il FMI, di concerto con le competenti autorità dei paesi interessati, ha iniziato a predisporre in via sperimentale una serie di *Rapporti sull'osservazione degli standard e dei codici* (ROSC). Questi documenti valutano l'osservanza da parte dei paesi membri di alcuni standard riconosciuti a livello internazionale, focalizzando l'attenzione soprattutto sulle aree di diretta competenza operativa del FMI.

Successivamente all'adozione da parte del FMI di un codice di buona amministrazione sulla trasparenza nel settore fiscale nel novembre del 1998 (poi modificato nell'aprile del 1999), in occasione dell'assemblea annuale del FMI del settembre del 1999 è stato adottato un codice di buona amministrazione sulla trasparenza delle politiche monetarie e finanziarie. L'Eurosistema è stato attivamente coinvolto nella predisposizione del codice, assieme alla BRI e a un gruppo rappresentativo di banche centrali e di altri esperti. Sono in corso ulteriori lavori per la preparazione della documentazione a supporto del codice. Il controllo della conformità al codice di buona amministrazione sulla trasparenza delle politiche monetarie e finanziarie sarà un elemento dei sopracitati ROSC. Ciò già si ravvisa in alcuni dei rapporti sperimentali redatti dal FMI fino ad ora, resi disponibili sul sito Internet del Fondo stesso. Esperti dell'Eurosistema hanno preso parte a queste attività di controllo.

Sono state infine intraprese diverse iniziative volte ad agevolare lo sviluppo e l'applicazione di standard relativi al funzionamento dei sistemi finanziari. Sotto l'egida del FSF è stata costituita la Task Force sulla "attuazione degli standard", incaricata di studiare come promuovere l'applicazione degli standard e dei codici internazionali riguardanti il rafforzamento dei sistemi finanziari. Nel settore specifico degli standard bancari, nel giugno del 1999 il Comitato di Basilea sulla vigilanza

bancaria ha pubblicato una proposta relativa a una nuova disciplina per l'adeguatezza patrimoniale, che si regge su tre pilastri: requisiti minimi di capitale (sviluppando ed espandendo l'accordo del 1998); controlli interni e vigilanza sull'adeguatezza patrimoniale delle istituzioni; uso efficace della disciplina di mercato. Il BCBS ha invitato tutte le parti interessate a comunicare eventuali osservazioni entro il mese di marzo del 2000 per poi avanzare proposte più definitive nel corso dello stesso anno.

Il rafforzamento della stabilità del settore finanziario

Diverse istituzioni e gruppi di lavoro, quali il FMI, la Banca mondiale e il BCBS, si sono adoperati al fine di migliorare la solidità dei sistemi finanziari e delle discipline regolamentari e di vigilanza.

Il FSF, che è stato istituito di recente, dovrebbe migliorare lo scambio di informazioni e la cooperazione internazionale tra gli organismi nazionali e internazionali competenti nel settore della vigilanza dei mercati finanziari, in particolare laddove è presente una dimensione intersettoriale. Inoltre, due dei gruppi di lavoro creati dal FSF dovrebbero formulare raccomandazioni al fine di ridurre il rischio associato ai segmenti del sistema finanziario scarsamente o affatto regolamentati, ovvero le istituzioni ad elevato coefficiente di indebitamento e i centri finanziari *offshore*.

Pur astenendosi dal condurre una valutazione dell'aderenza effettiva dei paesi ai suoi *Core Principles for Effective Banking Supervision* (adottati nel 1997), nel mese di ottobre del 1999 il BCBS ha pubblicato un documento volto a fornire la metodologia idonea a valutarne l'osservanza. Tale documento offrirà uno spunto alla sorveglianza del settore finanziario da parte del FMI e della Banca mondiale. Il Comitato di contatto per il settore finanziario (*Financial Sector Liaison Committee* – FSLC) ha deciso di coordinare un programma congiunto del FMI e della Banca mondiale per il monitoraggio e la valutazione del settore finanziario, inteso a verificare la solidità e le debolezze dei sistemi finanziari dei paesi membri. Il FMI e la Banca mondiale hanno istituito un programma per la valutazione del settore finanziario, nel cui ambito gruppi congiunti, con la partecipazione di esperti esterni provenienti dagli organi nazionali di vigilanza, valutano la vulnerabilità dei settori finanziari nazionali, inizialmente per un numero selezionato di paesi. Il FMI sta elaborando i *Financial Sector Stability Assessments* (FSSA), fondati su mandati simili e su base sperimentale, come documentazione di base per le consultazioni previste dall'articolo IV.

I regimi di cambio e la liberalizzazione delle operazioni in conto capitale

Un altro aspetto importante, attualmente al centro di analisi e discussioni, è rappresentato dalla valutazione sull'adeguatezza dei regimi di cambio, poiché il tentativo di mantenere regimi insostenibili è stato uno dei principali fattori alla base delle recenti crisi finanziarie. Come messo in evidenza nel recente dibattito svoltosi nell'ambito del FMI e di altri gruppi di lavoro, il regime di cambio ottimale varia da un paese all'altro e può anche mutare nel tempo per uno stesso paese, a seconda delle sue condizioni di sviluppo macroeconomico e finanziario. L'Eurosistema ritiene che la sorveglianza debba incentrarsi sulla coerenza del sistema di cambio scelto da un determinato paese con le sue politiche macroeconomiche e strutturali, nonché con i suoi principali legami commerciali e finanziari con l'estero.

Analogamente, occorre proseguire i lavori nel settore della liberalizzazione delle operazioni in conto capitale. Pur essendo opinione comune che la liberalizzazione sia potenzialmente in grado di apportare sostanziali benefici a un paese, la gestione e strutturazione del processo sono questioni delicate. Un quadro macroeconomico sano, caratterizzato tra l'altro da politiche monetarie e del cambio coerenti, e una forte infrastruttura finanziaria sono essenziali in questo contesto. Sono ancora all'esame i vantaggi e i rischi dei

controlli sui movimenti di capitali in entrata e in uscita, compresi i controlli di tipo fiscale sui flussi in entrata. In un settore collegato, il Gruppo di lavoro sui "flussi di capitale" del FSF sta al momento studiando una serie di raccomandazioni politiche per i paesi debitori e creditori che, nel tempo, potrebbero ridurre la volatilità dei flussi di capitali e i rischi per i sistemi finanziari di un eccessivo indebitamento esterno a breve termine. In questo contesto, la prudente gestione del debito estero pubblico e privato, e in termini più generali dei bilanci nazionali, svolge un ruolo importante.

La gestione delle crisi e il coinvolgimento del settore privato

Oltre a un sostanziale incremento delle proprie risorse finanziarie per far fronte alle crisi sistemiche degli ultimi anni – compreso il raddoppiamento delle risorse esigibili nel quadro del preesistente Accordo generale di prestito (*General Arrangement to Borrow* – GAB) e del Nuovo accordo di prestito (*New Arrangement to Borrow* – NAB) da 17 a 34 miliardi di DSP nel 1998 e l'aumento di 66 miliardi di DSP delle quote del FMI nel 1999 – il FMI ha anche sviluppato nuovi strumenti per affrontare le crisi finanziarie. Nel mese di aprile del 1999 il Consiglio di amministrazione del FMI ha approvato la *Contingent Credit Line facility* (CCL), uno strumento per l'erogazione di finanziamenti a breve termine a paesi dotati di politiche economiche sane ma la cui posizione sull'estero è minacciata dal contagio finanziario internazionale. A sostegno delle misure di aggiustamento adottate nel corso della rinegoziazione del debito, il Consiglio di amministrazione del FMI ha riaffermato la propria politica di prestito a favore di enti sovrani in arretrato con il rimborso dei prestiti pregressi (adottata nel 1989), decidendo caso per caso. Si è inoltre deciso che il FMI potrebbe estendere tale politica, in linea di principio, anche a favore di enti non sovrani.

È necessario compiere ulteriori progressi nell'ambito, complesso ma fondamentale, del coinvolgimento del settore privato nella prevenzione e nella risoluzione delle crisi. Le recenti crisi finanziarie hanno evidenziato le perturbazioni causate dalle variazioni del clima di fiducia dei mercati. Sono già stati adottati alcuni provvedimenti, che vanno da misure *ex ante* e a carattere volontario (quali l'istituzione di canali di comunicazione regolari tra i paesi debitori e i loro creditori privati e l'attivazione di linee di credito preventive a favore del settore privato) a schemi di carattere più vincolante (ad esempio il Club di Parigi ha chiesto che un paese cercasse di ottenere un trattamento comparabile dai propri obbligazionisti). Inoltre, sia il Comitato interinale del FMI sia i ministri e governatori del G10 hanno appoggiato il quadro elaborato nella relazione presentata dai ministri finanziari del G7 al Vertice economico di Colonia (18 giugno 1999).

2.4 Il ruolo internazionale dell'euro

L'introduzione dell'euro, avvenuta il 1° gennaio 1999, ha rappresentato un evento di grande rilievo, con importanti ripercussioni non solo all'interno ma anche all'esterno dell'area. L'euro si colloca al secondo posto fra le valute più ampiamente utilizzate a livello internazionale, in virtù sia dell'eredità delle valute nazionali che ha sostituito sia del peso economico dell'area dell'euro nell'economia mondiale. L'evolversi del suo ruolo come valuta internazionale dipenderà principalmente dal mercato. In particolare, avrà un'importanza fondamentale l'uso dell'euro da parte degli operatori privati come valuta di scambio in cui investire e ottenere finanziamenti, nonché come valuta veicolo e per il regolamento dei pagamenti. Le decisioni degli operatori del settore privato verranno influenzate in larga misura dal grado di integrazione, liquidità e diversificazione dei mercati finanziari in euro e dalle relazioni dell'area dell'euro con il resto del mondo. Inoltre, incideranno sul ruolo internazionale dell'euro le condizioni economiche all'interno dell'area, il che sottolinea l'importanza del contributo di tutte le politiche economiche al conseguimento di una valuta solida e stabile.

Dal momento che l'internazionalizzazione dell'euro non costituisce in sé un obiettivo di politica economica, non sarà né incoraggiata né ostacolata dall'Eurosistema. L'orientamento della politica monetaria dell'Eurosistema alla stabilità dei prezzi continuerà a rappresentare un fattore importante nel determinare la fiducia degli investitori nell'euro. D'altro canto, l'Eurosistema è consapevole delle potenziali implicazioni dell'internazionalizzazione dell'euro per la gestione della sua politica monetaria e farà in modo che tali effetti non pregiudichino la sua capacità di mantenere la stabilità dei prezzi.

La nascita dell'area dell'euro, – che ha caratteristiche analoghe a quelle delle altre due grandi zone economiche (Stati Uniti e Giappone) in termini di dimensioni e apertura commerciale – e il previsto incremento dell'uso internazionale dell'euro incidono anche sulla cooperazione internazionale.

In considerazione del suo peso economico a livello mondiale (oltre un quinto in termini di PIL), in generale ci si aspetta che l'area dell'euro svolga un ruolo importante nel processo di cooperazione internazionale. Un minor numero di attori a livello mondiale e relazioni più equilibrate fra loro dovrebbero, in linea di principio, agevolare la cooperazione internazionale, pur rafforzando nel contempo in ciascuno la consapevolezza della necessità di assumersi le rispettive responsabilità. Tale processo si avvale di scambi di vedute e di consultazioni regolari fra le grandi aree economiche.

Oltre ad adeguati accordi di rappresentanza (per i quali è interessata la BCE, cfr. la sezione 2.1), per sviluppare un processo di cooperazione internazionale più efficiente e ridurre il rischio di incoerenze politiche è necessario che l'area dell'euro assuma una posizione unica ove opportuno. Ciò aiuterebbe anche l'area dell'euro ad esercitare un'influenza internazionale commisurata al suo peso economico e limiterebbe ulteriormente il rischio per l'Eurosistema di subire pressioni a perseguire politiche inadeguate orientate al breve termine, che comprometterebbero la stabilità interna a più lungo termine e quindi la stabilità esterna.

Capitolo V

I sistemi di pagamento e di regolamento delle transazioni in titoli

1 La sorveglianza dei sistemi di pagamento d'importo rilevante

I sistemi di pagamento d'importo rilevante in euro

Dal 4 gennaio 1999 cinque sistemi di pagamento d'importo rilevante, tutti conformi ai requisiti di sicurezza stabiliti nel Rapporto del G10 del 1990 sugli schemi di compensazione interbancari (standard Lamfalussy), hanno dato inizio, insieme a TARGET, all'operatività in euro. Essi sono: l'Euro Clearing System (Euro1), gestito dalla Società di compensazione dell'Associazione bancaria per l'euro (EBA), l'Euro Access Frankfurt (EAF) in Germania, il Système Net Protégé (SNP) in Francia, il Servicio Español de Pagos Interbancarios (SEPI) in Spagna e il Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järjestelmä (POPS) in Finlandia. In aprile, il SNP è stato potenziato e trasformato in un nuovo sistema "ibrido", il Paris Net Settlement (PNS). Analogamente a quanto accade per l'EAF, il nuovo sistema associa caratteristiche dei sistemi di regolamento netto e lordo.

Nell'ambito della comune politica di sorveglianza dell'Eurosistema, alle BCN è demandata la responsabilità della sorveglianza sui sistemi insediati nei rispettivi paesi, mentre la BCE è responsabile della sorveglianza di Euro 1. All'interno di questo assetto la BCE ha, in particolare, tenuto sotto osservazione le procedure di regolamento giornaliero di Euro 1 e ha seguito da vicino lo sviluppo più generale dell'EBA caratterizzato, tra l'altro, da un aumento del numero delle banche aderenti al circuito di compensazione, che da 62 di gennaio 1999 si è portato a 72 in dicembre. Oltre alla sua attività di sorveglianza, la BCE ha svolto un duplice ruolo nei confronti di Euro 1: ha operato come fornitore di servizi di regolamento e come detentore di un fondo di riserva a garanzia di un tempestivo regolamento in caso di inadempienza di uno dei partecipanti.

Nello svolgimento delle funzioni di sorveglianza la BCE e le BCN hanno rilevato ed esaminato, con regolarità, i principali dati statistici relativi ai maggiori sistemi di pagamento in euro d'importo rilevante. Questi dati forniscono informazioni utili sul regolare funzionamento dei diversi sistemi e sulla loro evoluzione.

***Regolamento interconnesso continuo* (Continuous Linked Settlement – CLS)**

Nel 1997 un gruppo di banche con una forte operatività nel mercato dei cambi ha creato, a Londra, il *Continuous Linked Settlement Services Ltd* (CLSS) il cui obiettivo è quello di fornire servizi multi-valutari per il regolamento simultaneo di entrambe le parti delle transazioni in cambi; attraverso l'introduzione di un meccanismo di "pagamento contro pagamento", il sistema dovrebbe eliminare in gran parte il rischio di regolamento proprio delle transazioni in cambi. Il sistema sarà gestito dalla *Continuous Linked Settlement Bank* (CLSB) di New York, una società completamente controllata dalla CLSS. La CLSB dovrebbe diventare operativa nel 2001. Poiché l'euro dovrebbe essere una delle prime valute regolate dalla CLSB, l'Eurosistema è coinvolto nella sorveglianza del circuito. Nel corso del 1999 l'Eurosistema si è concentrato in maniera particolare sulla valutazione degli effetti che la CLSB produrrà sulla liquidità dei sistemi di pagamento d'importo rilevante in euro e, per stimolare il dibattito su tale questione, ha sponsorizzato una riunione con le banche dell'area dell'euro partecipanti al progetto.

2 La sorveglianza dei sistemi di pagamento al dettaglio

I servizi di pagamento transfrontalieri al dettaglio

L'efficienza dei servizi per la gestione dei pagamenti transfrontalieri al dettaglio è essenziale per assicurare il regolare funzionamento del Mercato unico e per consentire, ai cittadini come alle imprese, di sfruttare pienamente i vantaggi che esso offre. Tuttavia, il livello dei servizi nel campo dei pagamenti transfrontalieri al dettaglio è ancora insoddisfacente, sia per quanto riguarda la velocità di esecuzione delle transazioni, sia per quanto attiene alle tariffe applicate alla clientela. L'attuazione della direttiva sui bonifici transfrontalieri, emanata dal Parlamento europeo e dal Consiglio (n. 97/5/CE, del 27 gennaio 1997), dovrebbe portare all'adozione di prassi più efficienti da parte delle banche. Tuttavia, l'attuazione della direttiva potrebbe non essere sufficiente. In quanto strumento giuridico, essa non ha potuto affrontare a pieno i problemi di inadeguatezza delle infrastrutture e quelli connessi ai processi di standardizzazione, che rappresentano oggi un'importante fonte di costi. In questo contesto la BCE ha pubblicato nel settembre 1999 un rapporto (*Rendere più efficienti i pagamenti transfrontalieri al dettaglio – La posizione dell'Eurosistema*), che analizza la situazione attuale e definisce l'atteggiamento dell'Eurosistema.

Dopo aver discusso diverse alternative, l'Eurosistema ha ritenuto che un proprio coinvolgimento operativo non sarebbe, attualmente, giustificato. Quel che esso si propone, invece, è di svolgere un ruolo di catalizzatore del cambiamento, avviando un confronto sistematico con i rappresentanti del settore bancario e dei produttori dei servizi di pagamento; ciò al fine di favorire gli accordi, nell'area dell'euro, per migliorare i diversi segmenti dei circuiti in cui vengono eseguiti i bonifici transfrontalieri al dettaglio, in particolare per quanto attiene alla standardizzazione. Per stimolare la discussione e fornire un segnale chiaro ai mercati, l'Eurosistema ha definito una serie di obiettivi che l'industria dei pagamenti dovrebbe raggiungere entro la data in cui saranno introdotte le banconote e le monete in euro. Tali obiettivi hanno lo scopo sia di favorire la realizzazione degli investimenti necessari perché il livello di efficienza dei pagamenti transfrontalieri al dettaglio possa avvicinarsi a quello dei sistemi dei pagamenti domestici, sia di tentare di tracciare un bilancio tra le attese degli utenti e ciò che l'industria può realisticamente realizzare nel breve periodo.

A testimonianza del fatto che i mercati stanno effettivamente cominciando a considerare il problema vi è l'iniziativa, avviata dall'EBA, per i pagamenti di piccolo importo (*Low-Value Payments* – LVP) che mira a sviluppare un servizio per il trattamento dei pagamenti transfrontalieri al dettaglio in euro e che, nelle prime fasi, farebbe affidamento sulle capacità tecniche di Euro 1. Il sistema dovrebbe diventare operativo nella seconda metà del 2000.

La moneta elettronica

Sebbene la moneta elettronica sia ancora ai suoi esordi e abbia avuto uno sviluppo molto modesto fino a oggi, non si può escludere la possibilità di una sua crescita esponenziale. La moneta elettronica è destinata, pertanto, ad avere implicazioni significative sulla politica monetaria futura. Dovranno essere prese in considerazione anche numerose altre questioni di regolamentazione, quali il sicuro ed efficiente funzionamento dei sistemi di pagamento e la fiducia negli strumenti di pagamento, la tutela della clientela e degli esercenti, la stabilità dei mercati finanziari, la prevenzione dei comportamenti illeciti e la garanzia di condizioni di parità concorrenziale. È necessario, pertanto, stabilire regole chiare sui requisiti per l'emissione di moneta elettronica.

La Commissione europea e il Consiglio della UE stanno elaborando una direttiva sull'avvio, l'esercizio e la vigilanza prudenziale sull'attività degli enti che emettono moneta elettronica e stanno emendando la Direttiva 77/780/CEE

del 12 dicembre 1977, che ha per oggetto il coordinamento delle leggi, norme e disposizioni amministrative relative all'avvio e all'esercizio dell'attività degli enti creditizi. La BCE ha contribuito attivamente a tale elaborazione, in conformità con la posizione da essa definita nel *Rapporto sulla moneta elettronica* (agosto 1998) e, nel gennaio 1999, ha fornito il proprio parere formale sulle proposte di direttive. La BCE ha, tra l'altro, sottolineato il fatto di essere fortemente favorevole a classificare come enti creditizi tutte le istituzioni che emettono moneta elettronica e a imporre loro il rispetto del requisito della conversione alla pari della moneta elettronica. Sebbene le proposte di direttive rispondano a molte delle preoccupazioni dell'Eurosistema, tali importanti questioni, ancora in attesa di una soluzione, saranno ulteriormente discusse con il Parlamento europeo, al quale le proposte di direttive sono state sottoposte per una seconda lettura, in conformità con la procedura di condivisione del potere deliberante.

3 Altre attività relative ai sistemi di pagamento

Nel febbraio 1999 la BCE ha pubblicato un'appendice, contenente i dati relativi al 1997, alla guida dei sistemi di pagamento e di quelli di regolamento delle operazioni in titoli in funzione negli Stati membri dell'UE (il "Libro Blu"). Inoltre, per poter fornire informazioni esaurienti sugli analoghi sistemi dei paesi che hanno avanzato domanda di adesione all'UE, la BCE ha pubblicato nell'agosto 1999 il rapporto *Payment systems in countries that have applied for membership of the European Union*. Questa pubblicazione è stata preparata in collaborazione con le banche centrali di Bulgaria, Cipro, Estonia, Lettonia, Lituania, Polonia, Repubblica Ceca, Romania, Slovacchia, Slovenia e Ungheria, e rappresenta un passo importante nel processo di approfondimento della collaborazione con le banche centrali di questi paesi per quanto attiene ai sistemi di pagamento.

4 La politica riguardo ai sistemi di regolamento delle transazioni in titoli

La valutazione dei sistemi di regolamento delle transazioni in titoli nella UE e dei loro collegamenti

Dopo la pubblicazione del rapporto *Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB* e la prima valutazione dei sistemi di regolamento delle transazioni in titoli (SRT) della UE effettuata nel 1998, sono stati compiuti notevoli sforzi per migliorare il livello di conformità di tali sistemi ai requisiti fissati e, in molti casi, è stato possibile ridurre le condizioni preliminari necessarie per il loro utilizzo. La valutazione degli SRT è stata aggiornata nel maggio 1999: dai risultati emerge che esistono oggi nell'area dell'euro cinque SRT che possono essere utilizzati senza condizioni preliminari, contro uno soltanto operante all'inizio della Terza fase. Altri dieci SRT hanno migliorato notevolmente il loro livello di conformità. L'idoneità dei sistemi sarà sottoposta a revisioni periodiche, così da tenere conto dei nuovi sviluppi.

Alcuni SRT operanti nella UE hanno creato collegamenti tra loro per consentire il trasferimento transfrontaliero dei titoli. Prima che questi collegamenti possano essere utilizzati nell'ambito della politica monetaria unica dell'Eurosistema e delle operazioni di credito infragiornaliero del SEBC, dovrà essere valutata la loro rispondenza ai requisiti fissati per l'utilizzo degli SRT della UE. A completamento di queste valutazioni formulate nel 1999, il Consiglio direttivo ha convenuto che alcuni collegamenti tra gli SRT erano da considerarsi

idonei per il trasferimento transfrontaliero di garanzie connesse alle operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema e alle operazioni di credito infragiornaliero del SEBC. In maggio, dopo una prima serie di valutazioni, 26 collegamenti sono stati considerati rispondenti ai requisiti della BCE. Dopo una seconda serie di valutazioni condotte in ottobre, il Consiglio direttivo ha stabilito l'idoneità di altri 21 collegamenti. Pertanto, oltro al Modello di banche centrali corrispondenti (CCBM), creato dall'Eurosistema, sono ora disponibili in alcuni paesi alternative di mercato per il trasferimento transfrontaliero delle garanzie. Per il momento i collegamenti sono idonei all'utilizzo per la consegna dei titoli franco valuta (*Free-of-payment*, o FOP) dal momento che attualmente non esistono sistemi transfrontalieri di consegna contro pagamento (*Delivery versus Payment*, o DVP). Altri collegamenti sono stati valutati e approvati dal Consiglio direttivo nel febbraio 2000.

Il trasferimento transfrontaliero dei titoli

Il CCBM è stato creato come soluzione temporanea per consentire l'utilizzo transfrontaliero delle garanzie nelle operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema e nelle operazioni di credito infragiornaliero del SEBC, nell'attesa che il settore privato metta a punto soluzioni più articolate per l'utilizzo transfrontaliero dei titoli in generale. Questo è diventato, in misura crescente, un problema di rilievo per gli operatori privati che stanno tentando di mettere a punto non soltanto dei collegamenti, ma anche altre soluzioni di mercato che agevolino i trasferimenti tra i paesi della UE. Nell'area dell'euro gli operatori di mercato vedono con favore un'infrastruttura più integrata ed efficiente per il regolamento delle transazioni in titoli. Diversi progetti sono al momento in fase di attuazione, in un contesto di reciproca concorrenza. Pur conservando al riguardo una posizione di neutralità, l'Eurosistema tenterà di assicurare che tutte le alternative proposte offrano un grado di sicurezza compatibile con i requisiti stabiliti per la collateralizzazione delle operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema e delle operazioni di credito infragiornaliero del SEBC.

Gli ostacoli di natura infrastrutturale all'integrazione del mercato dei pronti contro termine nell'area dell'euro

L'Eurosistema ha un forte interesse a che i mercati finanziari nell'area dell'euro funzionino regolarmente, soprattutto per garantire la trasmissione degli impulsi di politica monetaria. In tale contesto, gli studi condotti dall'Eurosistema hanno mostrato che, contrariamente a quanto accade per i comparti del mercato monetario dove le transazioni non sono coperte da garanzia, il mercato monetario collateralizzato non è integrato in tutta l'area dell'euro. Una delle questioni analizzate riguarda le barriere infrastrutturali che impediscono l'integrazione, in particolare gli aspetti relativi al regolamento delle transazioni in titoli. Gli ostacoli potenziali che si frappongono a un'ulteriore integrazione in questo settore sono la mancanza di procedure per il regolamento transfrontaliero basate sul meccanismo della consegna contro pagamento, e la diversità degli assetti giuridici che riflettono le esigenze dei mercati nazionali. È chiaro che l'Eurosistema è chiamato a svolgere un ruolo di sensibilizzazione riguardo a questi problemi. Tuttavia, le iniziative volte a individuare possibili soluzioni devono provenire principalmente dal mercato.

50

Capitolo VI

La stabilità finanziaria e la vigilanza prudenziale

1 Il quadro istituzionale per la stabilità finanziaria

Il quadro istituzionale per la stabilità finanziaria nell'Unione europea e nell'area dell'euro si fonda sui principi della competenza nazionale e della cooperazione internazionale. Diverse strutture e prassi nazionali concorrono quindi al perseguimento degli obiettivi di stabilità finanziaria, nel quadro normativo armonizzato definito dal Trattato che istituisce la Comunità europea (il Trattato) e dalle Direttive CE.

Il Trattato offre gli strumenti necessari nella Terza fase dell'Unione economica e monetaria (UEM) per raccordare l'ambito di competenza della politica monetaria unica (l'area dell'euro) e quello delle politiche di vigilanza nazionali (istituzioni autorizzate a livello nazionale). Da un lato, l'articolo 105 (5) del Trattato contempla l'obbligo per l'Eurosistema di "contribuire alla buona conduzione delle politiche perseguite dalle autorità nazionali responsabili della vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e della stabilità del sistema finanziario". Dall'altro, l'articolo 105 (4) del Trattato e l'articolo 25.1 dello Statuto del SEBC assegnano alla BCE una funzione consultiva in materia regolamentare, riflettendo l'interesse dell'Eurosistema, quale banca centrale dell'area dell'euro, al mantenimento della stabilità del sistema finanziario.

Il Comitato per la vigilanza bancaria, composto da rappresentanti ad alto livello delle banche centrali e delle autorità di vigilanza, assiste l'Eurosistema nell'adempimento dei suoi compiti in materia di stabilità finanziaria e vigilanza prudenziale. Benché l'articolo 105(5) del Trattato si applichi solo agli Stati aderenti all'area dell'euro, la cooperazione in seno al Comitato coinvolge tutte le banche centrali e le autorità di vigilanza dei 15 Stati della UE. Allo stesso tempo, il Comitato può fungere anche da sede per le consultazioni fra le autorità di vigilanza della UE su questioni non connesse ai compiti di vigilanza dell'Eurosistema. Adempiendo a tale duplice mandato, esso contribuisce ad assicurare che, ove necessario, le BCN e le autorità di vigilanza collaborino oltre i confini nazionali. Gli attuali assetti organizzativi possono essere descritti con riferimento ai meccanismi di coordinamento: (i) all'interno dell'Eurosistema; (ii) fra le autorità di vigilanza e l'Eurosistema; (iii) fra autorità di vigilanza.

I meccanismi di coordinamento si rendono necessari soprattutto *all'interno dell'Eurosistema*. È questo il caso dell'offerta di liquidità in situazioni d'emergenza (*emergency liquidity assistance* – ELA) che consiste nel sostegno accordato dalle banche centrali in circostanze eccezionali e su base individuale a istituzioni e mercati con temporanei problemi di liquidità. Al riguardo, è necessario sottolineare anzitutto che l'importanza di tale meccanismo non deve essere sopravvalutata. Il sostegno offerto dalle banche centrali non può essere considerato come un mezzo primario per la tutela della stabilità finanziaria, poiché ciò porrebbe problemi di *moral hazard*. La prima linea di difesa contro comportamenti eccessivamente propensi al rischio e situazioni di difficoltà finanziaria è rappresentata da misure preventive finalizzate a rafforzare l'adozione di procedure di corretta gestione del rischio da parte delle istituzioni finanziarie, nonché dall'efficacia della normativa e della vigilanza prudenziale nel raggiungere tale obiettivo. Inoltre, da diversi decenni il ricorso all'ELA si verifica molto raramente nei paesi industriali, mentre altri elementi della *safety net* hanno guadagnato importanza nella gestione delle crisi. Comunque, se la situazione lo richiede, sono attivi i meccanismi necessari per affrontare una crisi finanziaria. Il primo principio guida prevede che la decisione relativa all'offerta di ELA a un'istituzione spetti alla BCN competente per giurisdizione, che se ne assume la responsabilità e i relativi oneri. Sono previsti meccanismi che assicurano un adeguato flusso di informazioni affinché ogni potenziale impatto sulla liquidità possa essere gestito in modo coerente con l'orientamento della politica monetaria unica. L'accordo sull'ELA è interno all'Eurosistema e pertanto non influenza gli accordi esistenti a livello nazionale fra banche centrali e autorità di vigilanza, né la cooperazione bilaterale e multilaterale fra autorità di vigilanza e fra queste

e l'Eurosistema. Tuttavia, il loro corretto funzionamento presuppone la capacità di porre in essere, in modo rapido ed efficiente, meccanismi di coordinamento volti a far fronte alle implicazioni *cross-border* delle crisi finanziarie e a prevenire il contagio.

Il Comitato per la vigilanza bancaria rappresenta la sede principale in cui si affrontano le questioni attinenti alla *cooperazione fra l'Eurosistema e le autorità di vigilanza della UE*. Nell'assistere l'Eurosistema in questioni di vigilanza prudenziale e stabilità finanziaria, il Comitato esamina i problemi di natura macroprudenziale, segue l'evoluzione dei sistemi bancari e finanziari e promuove un fluido scambio di informazioni fra l'Eurosistema e le autorità di vigilanza bancaria e finanziaria, in modo da promuovere il necessario coordinamento tra le funzioni di banca centrale e vigilanza bancaria. In particolare, il Comitato costituisce il canale tramite il quale la BCE e le BCN possono trasmettere alle autorità di vigilanza informazioni utili sulle istituzioni creditizie, risultanti dalle proprie attività nelle aree della politica monetaria e dei sistemi di pagamento e di regolamento titoli. Al tempo stesso, il Comitato consente la gestione del flusso di informazioni in direzione opposta, dalle autorità di vigilanza all'Eurosistema. In particolare, alla luce delle possibili implicazioni sistemiche, le autorità di vigilanza informano tempestivamente l'Eurosistema dell'insorgere di gravi difficoltà nel sistema bancario. In linea di principio, il Comitato per la vigilanza bancaria è in una posizione adeguata per affrontare tutte le problematiche connesse dal momento che, a livello comunitario, la Direttiva post-BCCI ha rimosso gli ostacoli giuridici alla trasmissione di informazioni riservate fra le autorità di vigilanza e le banche centrali, BCE ed Eurosistema compresi. Sulla base degli accordi esistenti a livello nazionale, il flusso di informazioni fra le autorità di vigilanza e l'Eurosistema passa, di regola, per il tramite delle rispettive BCN.

La *cooperazione fra autorità nazionali* nel settore della vigilanza prudenziale si fonda su *accordi bilaterali* e *multilaterali*. La cooperazione bilaterale fra le autorità del paese di origine e quelle del paese ospitante è stata rafforzata in modo significativo in tutti i settori dell'attività finanziaria. La rete di memorandum d'intesa stipulati nel settore bancario dello Spazio economico europeo (SEE) è indicativa dell'impegno profuso nel definire canali per lo scambio di informazioni e nell'agevolare la vigilanza sulle attività *cross-border*. Tali accordi interessano tipicamente le disposizioni pratiche relative alle procedure di stabilimento, agevolano le ispezioni cross-border delle filiali e potenziano lo scambio di informazioni sulle filiazioni. Anche la cooperazione multilaterale nel campo della vigilanza prudenziale nei diversi settori dell'attività finanziaria è solidamente fondata e opera per il tramite di diversi comitati. Nel settore bancario, oltre al Comitato per la vigilanza bancaria nell'esercizio della sua seconda funzione, opera dal 1972 anche il Gruppo di contatto, che funge da sede per la cooperazione multilaterale e lo scambio di informazioni a livello SEE su questioni riguardanti l'attuazione della normativa bancaria e delle prassi di vigilanza, compresa l'analisi di casi individuali. Nel settore mobiliare, il Forum delle Commissioni europee dei valori mobiliari (FESCO) è stato istituito nel 1997 per promuovere la cooperazione multilaterale a livello SEE fra tali commissioni. La Conferenza delle autorità di vigilanza sulle assicurazioni adempie funzioni analoghe nel settore assicurativo.

In sintesi, l'integrazione del sistema bancario e finanziario all'interno dell'Unione europea è stata conseguita facendo affidamento su un quadro istituzionale fondato sui principi della competenza nazionale e della cooperazione. La politica monetaria unica e la rapida integrazione dei mercati bancari e finanziari nell'area dell'euro hanno accresciuto l'importanza della cooperazione in seno all'Eurosistema, fra questo e le autorità di vigilanza e fra le autorità di vigilanza. Sono operativi gli accordi necessari per facilitare lo scambio di informazioni e per attuare iniziative comuni per far fronte alle minacce alla stabilità finanziaria.

2 L'evoluzione strutturale del settore bancario e finanziario della UE

L'analisi dell'evoluzione strutturale dell'area dell'euro e dei mercati finanziari e bancari della UE è rilevante sia per le esigenze dell'Eurosistema, nella sua qualità di banca centrale dell'area dell'euro, sia ai fini delle politiche nazionali di vigilanza. Fin dall'introduzione dell'euro, tale evoluzione è diventata più veloce, favorendo la riorganizzazione dell'industria dei servizi finanziari. Gli effetti potenziali dell'introduzione dell'euro sulle banche della UE sono stati esaminati in modo approfondito dal Comitato per la vigilanza bancaria[1].

Un impulso importante al cambiamento proviene dal progresso delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione[2]. Tale progresso contribuisce a ridurre i costi associati alla raccolta, conservazione, elaborazione e trasmissione dell'informazione, sostituendo i metodi a base cartacea e alto impiego di mano d'opera con processi automatizzati. Inoltre, tali tecnologie modificano le modalità con cui i clienti possono accedere ai servizi e ai prodotti bancari, offrendo canali automatizzati quali, per esempio, il telefono, il personal computer e il collegamento Internet (*remote banking*). Entrambi i fenomeni modificano la natura della concorrenza nel settore bancario e influiscono sull'estensione potenziale del mercato dei servizi bancari, anche allargando l'insieme dei possibili nuovi concorrenti. Le istituzioni finanziarie stanno in vario modo rispondendo a questi e ad altri cambiamenti strutturali del mercato, al tempo stesso rafforzandoli ulteriormente. In generale, le istituzioni di maggiori dimensioni si stanno riposizionando sul nuovo mercato aggiungendo l'offerta di nuove attività e/o espandendosi dal punto di vista geografico. Ciò appare necessario per poter continuare ad operare nel mercato delle attività all'ingrosso. Questo processo ha portato a un aumento delle fusioni e acquisizioni riguardanti grandi istituzioni finanziarie europee. Le fusioni e acquisizioni *cross-border* sono state poco numerose.

Le istituzioni di piccole dimensioni sono state influenzate da dinamiche di mercato diverse. I costi fissi associati agli investimenti nelle tecnologie dell'informazione e della comunicazione hanno accresciuto l'importanza delle economie di scala. Un numero significativo di piccole istituzioni europee è stato coinvolto in operazioni di fusione e acquisizione nazionali, mentre in alcuni paesi della UE le casse di risparmio e le banche di credito cooperativo hanno ulteriormente intensificato la collaborazione all'interno delle proprie categorie, sia mediante accordi di cooperazione specifici sia con l'istituzione di *joint-ventures* per l'offerta di servizi di gestione del risparmio e di compensazione titoli. L'effetto di ridimensionamento sulla capacità bancaria in Europa – misurata dal numero degli sportelli e dal numero dei dipendenti – è sinora stato trascurabile. Tuttavia, la razionalizzazione delle strutture organizzative e miglioramenti significativi dell'efficienza sono in generale osservati solo con un certo ritardo.

Le banche, sia di grandi che di piccole dimensioni stanno adottando strategie in risposta al processo di disintermediazione, per effetto del quale un numero crescente di servizi finanziari viene offerto tramite l'intermediazione diretta del mercato o da istituzioni finanziarie non bancarie. Al fine di compensare la disintermediazione dei prodotti bancari tradizionali, le banche si stanno espandendo nel settore della gestione del risparmio. Ciò appare evidente principalmente da un maggior coinvolgimento nei servizi di negoziazione di titoli e in quelli di deposito a custodia, nonché, ancor più frequentemente, nell'apertura di filiazioni per la gestione di fondi di investimento. Gli effetti sono evidenti nel conto economico delle banche, in cui si riscontra uno spostamento dal reddito da interessi al reddito da servizi. Le analisi condotte dal Comitato per la vigilanza bancaria[3] mostrano che nell'Unione europea la componente dei redditi da servizi è stata negli ultimi anni la più dinamica tra le varie fonti di reddito delle banche e che il suo peso relativo (misurato

1 Possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term, *BCE, febbraio 1999*.
2 The effects of technology on the EU banking systems, *BCE, luglio 1999*.

come percentuale del margine di intermediazione) è cresciuto in modo costante. Nonostante i costi crescenti associati allo sviluppo di attività non tradizionali, l'incremento dei proventi da servizi sembra essersi tradotto, negli ultimi anni, in un effetto positivo sulla redditività bancaria nella UE, compensando largamente la riduzione dei margini nel comparto dell'intermediazione bancaria tradizionale. La composizione del reddito da servizi nei sistemi bancari della UE è piuttosto eterogenea; le commissioni rappresentano la componente principale, pari a circa il 60 per cento del totale.

In sintesi, la riorganizzazione del settore bancario e finanziario si è svolta essenzialmente all'interno dei confini nazionali, mentre l'importanza delle attività cross-border resta ancora contenuta, soprattutto nel campo dell'offerta di servizi al dettaglio. Tuttavia, nell'area dell'euro e nella UE nel suo complesso sono in atto tendenze comuni. La nascita di un mercato monetario unico e la rapida integrazione dei mercati dei capitali dopo l'introduzione dell'euro evidenziano come gli intermediari e i mercati finanziari siano sempre più esposti al rischio di shock che hanno origine fuori dai confini nazionali.

3 L'analisi macroprudenziale

Il Comitato per la vigilanza bancaria ha iniziato ad analizzare la solidità del settore bancario e finanziario a livello di UE e di area dell'euro sulla base di un insieme di informazioni definito di comune accordo. Tale analisi è detta macroprudenziale. Altre organizzazioni internazionali stanno sviluppando questo campo di analisi, al fine di affinare gli strumenti per la comprensione delle gravi turbolenze finanziarie verificatesi di recente. Una componente cruciale di tale lavoro è stato lo sviluppo di fonti statistiche affidabili per la comprensione degli elementi di fragilità dei sistemi finanziari, tanto nei paesi sviluppati che in quelli in via di sviluppo.

L'analisi macroprudenziale si avvale di una serie di indicatori basati sui dati aggregati del sistema bancario, i quali sono raccolti dalle banche centrali e dalle autorità di vigilanza, nonché sui dati relativi al contesto macroeconomico e finanziario, pertinenti alla valutazione della solidità del settore bancario. Tali indicatori mirano a individuare aumenti significativi dell'esposizione al rischio all'interno del sistema bancario, potenziali turbative provenienti dall'esterno del sistema e canali di contagio attraverso i quali i problemi di un'istituzione possono propagarsi ad altre. Le tecniche utilizzate comprendono un'analisi sistematica e regolare sulla base di indicatori quantitativi e un contributo interpretativo basato su informazioni e analisi ottenute nel processo di controllo prudenziale. L'analisi macroprudenziale svolta in seno al Comitato per la vigilanza bancaria si incentra sul settore bancario a livello di UE/area dell'euro e si integra con altre attività svolte nell'Eurosistema nel campo della supervisione dei sistemi di pagamento e di regolamento titoli, della sorveglianza dei mercati monetari e dei capitali rilevanti per la conduzione della politica monetaria e del monitoraggio dei mercati finanziari internazionali. L'analisi prodotta in questi diversi contesti migliora ulteriormente gli strumenti con cui l'Eurosistema può contribuire alla tutela della stabilità finanziaria.

Nel 1999 sono state svolte indagini *ad hoc* sui seguenti argomenti: l'esposizione delle banche della UE verso le economie emergenti e in via di sviluppo e le possibili conseguenze di adeguamenti dei prezzi delle attività sulla stabilità del settore bancario. Riguardo al primo aspetto, è risultato che le banche della UE hanno continuato a rafforzare la propria posizione come il più importante gruppo di finanziatori internazionali verso le economie emergenti e in via di sviluppo. Tuttavia, la limitata esposizione verso i paesi a più alto profilo di rischio, la costituzione da parte delle banche di importanti accantonamenti a fronte

3 EU banks' income structure, *BCE, aprile 2000.*

dei rischi e il miglioramento della situazione economica generale di tali paesi fanno sì che la valutazione dei rischi per i sistemi bancari della UE sia diventata nel 1999 più positiva. Riguardo al secondo aspetto, il protrarsi degli incrementi dei prezzi delle azioni nella maggior parte dei paesi europei insieme ai rapidi aumenti registrati sui mercati immobiliari di alcuni Stati membri, segnalano la necessità di una maggiore attenzione da parte delle autorità di vigilanza. Alcune autorità nazionali hanno assunto specifiche iniziative per accrescere la consapevolezza dei rischi e assicurare che l'esposizione bancaria non raggiunga livelli eccessivi [4].

4 Sistemi di valutazione del rischio e centrali dei rischi

Insieme alla raccolta di informazioni sull'evoluzione dei mercati e sui rischi per la stabilità bancaria e finanziaria, la cooperazione e lo scambio di informazioni sulle prassi di vigilanza potenzia l'effetto delle misure preventive assunte a livello nazionale. Al riguardo, è frequente l'uso di sistemi di valutazione del rischio.

I sistemi di valutazione del rischio comprendono tutti i sistemi e le operazioni con carattere formalizzato e strutturato che vengono utilizzati dalle autorità di vigilanza per individuare in modo tempestivo gli enti creditizi caratterizzati da un'alta o crescente esposizione al rischio o da deboli meccanismi di controllo. Al di là del loro orientamento nazionale – dovuto al fatto che sono sistemi adattati alle caratteristiche e alle esigenze specifiche dei sistemi bancari nazionali – i diversi sistemi di valutazione del rischio nella UE presentano molte analogie. L'impegno del Comitato per la vigilanza bancaria in questo campo si è concretizzato nell'analisi dei sistemi già in funzione o in fase di sviluppo utilizzati dalle autorità di vigilanza e dalle BCN di diversi Stati membri. I contatti si sono estesi oltre la UE: è stata effettuata e presentata alle autorità di vigilanza della UE e alle BCN presenti nel Comitato per la vigilanza bancaria una analisi dei sistemi adottati dalla *Canadian Deposit Insurance Corporation* e dalla *Federal Reserve* statunitense.

Benché il loro fine principale sia di assistere le istituzioni finanziarie nella gestione del rischio di credito, le centrali dei rischi possono anche essere utilizzate come strumenti di vigilanza. Nell'ambito delle centrali dei rischi attualmente operative, si è intensificato lo scambio di informazioni fra le autorità nazionali. Malgrado in alcuni Stati membri esistano ancora degli ostacoli giuridici che impediscono lo scambio di informazioni a uso delle banche commerciali fra centrali dei rischi, il Comitato per la vigilanza bancaria sta affrontando i problemi tecnici e operativi associati a una possibile apertura. Il dibattito sulla ristrutturazione dell'architettura finanziaria internazionale alla luce dell'insegnamento che si può trarre dalle recenti crisi ha richiamato l'attenzione sulla necessità di una maggiore cooperazione anche nel monitoraggio delle esposizioni internazionali di rilevanza sistemica[5]. Sono stati inoltre analizzati gli aspetti positivi e negativi dell'istituzione di una centrale dei rischi internazionale e si stanno effettuando ulteriori lavori per esplorare la fattibilità di una centrale dei rischi per l'area dell'euro.

4 Asset prices and banking stability, *BCE, aprile 2000.*
5 *Cfr. anche il Capitolo IV.*

Capitolo VII

Lo sviluppo delle banconote in euro e i preparativi per la sostituzione del contante

1 La produzione delle banconote in euro

Le banconote in euro e le materie prime necessarie alla loro produzione vengono prodotte dalle BCN e da società pubbliche e private in diversi paesi europei. La produzione delle banconote in euro è iniziata nel luglio 1999 dopo il positivo completamento della stampa delle serie pilota. Prima della fine dell'anno la stampa era stata avviata in nove delle undici stamperie coinvolte nella produzione delle banconote in euro. Il tardivo inizio della produzione in alcuni stabilimenti è dipeso dal volume delle banconote in euro da stampare o dalle esigenze di produzione delle banconote nazionali.

Per il momento vengono stampati per primi i tagli da produrre in quantitativi maggiori. Per il 1° gennaio 2002 saranno stampati circa 13 miliardi di banconote in euro per le esigenze degli undici paesi partecipanti: 9 miliardi di banconote per sostituire le banconote nazionali e 4 miliardi a titolo di scorte logistiche (cfr. tavola 10). Il valore nominale di queste banconote corrisponde a circa 600 miliardi di euro. Le stime del numero di banconote in euro da stampare prima dell'immissione in circolazione verranno aggiornate annualmente, per tenere conto di possibili variazioni nella domanda di banconote.

Sono state esaminate e concordate le misure di sicurezza relative alla produzione e al trasporto delle banconote e delle materie prime. È stata elaborata una serie di regole vincolanti per assicurare un livello comune minimo di sicurezza nei diversi stabilimenti di produzione.

2 La qualità delle banconote e monete in euro

La qualità delle banconote

Produrre banconote rispondenti agli stessi standard di qualità in undici stamperie diverse, con materie prime provenienti da fornitori diversi, è un compito non facile. È indispensabile assicurare un aspetto identico delle banconote e un utilizzo uniforme sia nelle macchine automatiche che accettano banconote sia in quelle che le selezionano, in linea con le migliori regole stabilite nella produzione delle banconote nazionali. A tal fine sono state fissate precise procedure di verifica e di controllo della qualità.

Tutti gli stabilimenti incaricati della stampa delle banconote in euro si valgono di un comune sistema di controllo della qualità basato sugli standard ISO[1]. La struttura di questo sistema comune è incentrata sulla qualità delle singole banconote. Per assicurare la rispondenza ai requisiti fissati sono previste precise procedure di verifica e di controllo. Queste sono state testate nel corso della produzione delle serie pilota.

La BCE controlla la corretta applicazione e attuazione del sistema di controllo della qualità, sia valendosi dei dettagliati rapporti mensili presentati dalle stamperie, sia mediante verifiche condotte sui luoghi di produzione.

La qualità delle monete

Le monete in euro sono prodotte in dieci paesi da quattordici differenti zecche. Nel giugno 1999 i ministri delle finanze UE, le zecche e la BCE hanno concordato un dettagliato sistema di controllo della qualità che garantisse una qualità elevata e uniforme delle monete in euro. Ciascuna zecca risponde della qualità delle proprie monete rispetto alle regole comuni. La BCE agisce da valutatore indipendente. Essa esamina i rapporti mensili di qualità sulle monete prodotte e organizza visite alle zecche. Ove sorgessero problemi relativi ai controlli di qualità, la BCE avvertirebbe immediatamente i ministri delle finanze.

1 *ISO 9002:1994.*

3 La protezione delle banconote e delle monete in euro contro la contraffazione

A seguito della decisione del Consiglio direttivo della BCE di costituire presso la BCE un archivio per la conservazione di tutti i dati tecnici e statistici delle monete e banconote in euro contraffatte, è stata avviata la pianificazione del Sistema di monitoraggio dei falsi (SMF), che comprende l'archivio stesso, gli strumenti per il suo utilizzo e le connessioni con i vari utenti. Sono stati fissati i requisiti di utenza in base ai quali procedere. È stato elaborato uno schema di configurazione tecnica del SMF e sono iniziati i lavori preliminari allo sviluppo dell'analisi funzionale.

Nel novembre 1999 la BCE ha pubblicato il *Rapporto sulla protezione legale delle banconote negli Stati membri della UE*. Esso è il risultato di un attento studio e valutazione dei vari aspetti del regime giuridico per la protezione delle banconote in euro. Questi riguardano la contraffazione, la protezione del copyright, gli elementi che impediscono la copiatura mediante strumenti per la riproduzione, la scelta e pubblicazione di bozzetti di banconote in euro, la sostituzione delle banconote danneggiate o logorate, il ritiro dalla circolazione delle banconote in euro, l'emissione di banconote da parte di soggetti diversi dalla BCE e dalle BCN, l'emissione di banconote prive di corso legale come facsimili e banconote simboliche.

Sono stati avviati o intensificati contatti con l'Europol, l'Interpol e la Commissione europea per predisporre canali di comunicazione e forme di collaborazione atte ad assicurare un flusso efficace di informazioni indispensabile a prevenire e combattere le contraffazioni.

4 La campagna Euro 2002

Il Consiglio direttivo ha selezionato una società di comunicazione globale per realizzare una campagna di informazione in vista dell'introduzione delle banconote e monete in euro il 1° gennaio del 2002. Ciascuna BCN sarà l'interlocutore principale della società di comunicazione a livello nazionale.

Gli obiettivi principali della campagna Euro 2002 sono:

- educare il pubblico e più specificamente le diverse categorie di operatori al riconoscimento delle banconote in euro;
- addestrare i cassieri dei negozi e delle banche all'esame veloce ed efficace delle banconote, per individuare possibili falsi;
- assicurare la positiva accettazione delle banconote e monete euro;
- preparare gradualmente il pubblico all'introduzione delle banconote e monete in euro richiamando ripetutamente l'attenzione sull'immagine delle stesse.

In questo contesto, con il termine "pubblico" ci si riferisce non solo alla popolazione residente nell'area dell'euro, ma anche ai cittadini di altri paesi in cui le banconote in euro circoleranno ed ai visitatori dei paesi dell'area dell'euro. La campagna sarà coordinata con la Commissione europea, con gli Stati membri appartenenti all'area dell'euro e con la Grecia.

5 Gli aspetti logistici della sostituzione delle banconote e delle monete metalliche nel 2002

L'organizzazione del processo di sostituzione

Al fine di assicurare il regolare svolgimento della sostituzione del contante che avverrà nel 2002 è indispensabile fissarne con largo anticipo gli aspetti logistici, in modo che tutti gli interessati possano avviare tempestivamente i preparativi necessari. Grazie ai numerosi incontri che hanno avuto luogo fra tutte le parti interessate nella seconda metà del 1999, i ministri componenti il Consiglio Ecofin, in stretta collaborazione con le BCN e in linea con i pareri espressi dalla BCE, hanno concordato uno schema per agevolare il passaggio alla nuova moneta. E cioè:

- Gli Stati membri faranno del loro meglio per assicurare che entro la fine delle due settimane decorrenti dal 1° gennaio 2002 la maggior parte delle transazioni di contante possa essere effettuata in euro.
- Gli Stati membri partecipanti ritengono che il periodo di doppia circolazione delle banconote e monete vecchie e nuove debba idealmente essere compreso fra quattro settimane e due mesi. Dopo questo periodo, gli Stati membri potranno facilitare il cambio delle vecchie banconote e monete.
- Per mettere in circolazione una quantità sufficiente di contante nei primi giorni del gennaio 2002, sarebbe utile che le istituzioni finanziarie e alcuni altri gruppi, in particolare le società di servizi e di trasporto valori e il settore distributivo siano riforniti di banconote e monete con un certo anticipo rispetto al 1° gennaio 2002. Gli Stati membri sono consapevoli che questa consegna anticipata non deve in alcun modo comportare l'immissione in circolazione delle banconote e monete in euro prima del 1° gennaio 2002.
- Per aiutare i cittadini a familiarizzare con le nuove monete e facilitare il processo di sostituzione, gli Stati membri si sono dichiarati disponibili a prevedere la possibilità di mettere a disposizione del pubblico, a richiesta, quantità limitate di monete, in particolare per i gruppi di cittadini più indifesi, ma in ogni caso non prima della seconda metà del dicembre 2001.

Questo schema lascia agli Stati membri un certo margine per attuare la sostituzione delle banconote nel modo più consono alle situazioni specifiche di ciascun paese.

Consegna anticipata

L'arco temporale entro il quale rifornire le banche – e, attraverso queste, taluni gruppi selezionati di operatori – delle quantità necessarie di banconote e monete in euro prima del 1° gennaio 2002, dipende in larga misura dallo scenario nazionale di sostituzione scelto, oltre che dall'infrastruttura logistica nazionale esistente. Come principio generale, ogni consegna anticipata dovrebbe essere attuata "il più tardi possibile e non appena necessario". Di conseguenza, il Consiglio ha convenuto sul principio di armonizzare l'arco temporale massimo di consegna in modo da consentire ai gruppi selezionati di disporre di monete e banconote in euro prima dell'*E-day*. Ciascuna BCN sarà libera di operare entro tale arco temporale per soddisfare le esigenze interne di consegna anticipata.

Per quanto riguarda i diversi gruppi, tutti i paesi partecipanti riconoscono la necessità di rifornire le banche commerciali di banconote e monete in euro prima dell'*E-day*. Questa è condizione indispensabile per attuare la sostituzione rapidamente e senza intralci. Inoltre, si è registrato un orientamento comune sulla necessità che, prima dell'*E-Day*, le banche riforniscano i dettaglianti, o quantomeno alcuni di essi, di monete in euro (consegna anticipata di seconda istanza). Ciò deriva dal fatto che, a differenza delle banconote, le monete generalmente vengono messe in circolarità dai dettaglianti piuttosto che dalle banche. In altre parole, i dettaglianti devono poter disporre di

sufficienti quantità di monete in euro sin dal primo giorno di circolazione, per dare il resto alle banconote che i consumatori potranno prelevare dagli sportelli automatici (bancomat) e dagli sportelli bancari. La consegna anticipata, come già detto, contribuirebbe a realizzare l'importante obiettivo di portare a termine la sostituzione in tempi relativamente brevi.

In linea con la dichiarazione congiunta del Consiglio Ecofin, alcuni Stati membri stanno considerando la possibilità di consegnare in anticipo monete al pubblico nella seconda parte del dicembre 2001. Quanto alle banconote in euro, il Consiglio direttivo ritiene che la consegna anticipata al pubblico sia esclusa dagli articoli 10 ed 11 del Regolamento del Consiglio (EC) n. 974/98 riguardanti l'introduzione dell'euro, in quanto essa avrebbe lo stesso effetto dell'immissione in circolazione.

Adattamento degli sportelli automatici (bancomat), delle macchine che selezionano e di quelle che accettano banconote

È prevedibile che un gran numero di banconote in euro venga distribuito mediante bancomat o utilizzato da apparecchiature automatiche. Inoltre i consumatori avranno interesse sin dall'inizio a usare banconote e monete in euro per pagare beni e servizi erogati da diversi tipi di distributori automatici. Infine, le banche e le società di servizi e trasporto valori avranno bisogno di apparecchiature per la contazione e la selezione in grado di trattare banconote e monete in euro con affidabilità e sicurezza sin dalla loro immissione in circolazione.

Dovrebbe quindi essere chiara l'importanza di adattare tali apparecchiature per la regolare introduzione delle banconote e monete in euro nel 2002.

A tal fine sono in corso già da qualche anno contatti con le industrie produttrici e con le relative associazioni di categoria. È stata ravvisata la necessità di conoscere tempestivamente le caratteristiche tecniche delle banconote e monete in euro e di poterne disporre per l'approntamento e il collaudo dei sensori e di altri congegni.

Nel corso del 2000 le industrie interessate potranno collaudare i sensori e gli altri strumenti utilizzando banconote in euro in un sito centrale messo a disposizione dalla BCE mentre nel corso del 2001 tali collaudi verranno realizzati su base decentrata[2].

6 La circolazione prima del 2002

Dal 1° gennaio 1999 le valute nazionali sono sotto-unità dell'euro, ma le banconote e monete in euro non saranno emesse prima del 1° gennaio 2002. Frattanto le banconote in circolazione nell'area dell'euro sono costituite dai segni monetari nazionali. La BCE autorizza l'emissione delle banconote nazionali e i volumi delle monete. Durante il periodo di transizione, per assicurare la sostituibilità fra le valute nazionali, il cambio delle banconote denominate nelle monete nazionali dei paesi partecipanti all'Unione economica e monetaria (UME) sarà disciplinato dall'articolo 52 dello Statuto del SEBC, che stabilisce:

"In seguito alla fissazione irrevocabile dei tassi di cambio, il Consiglio direttivo adotta le misure necessarie per assicurare che le banconote in valute con tassi di cambio irrevocabilmente fissati vengano cambiate dalle BCN al loro rispettivo valore di parità".

A questo proposito, il Consiglio direttivo ha deciso che le BCN assicureranno direttamente o attraverso un proprio agente, almeno presso uno sportello, il cambio di banconote degli altri paesi partecipanti con le proprie banconote e monete nazionali o, su richiesta,

2 *Per quanto riguarda le monete in euro, le industrie avranno la possibilità di condurre esperimenti in appositi centri predisposti a tal fine dagli Stati membri.*

l'accreditamento in conto del relativo controvalore se la legislazione nazionale consente tale possibilità, in entrambi i casi al rispettivo valore di parità. Le BCN possono porre limiti al numero e/o al valore totale delle banconote che sono disposte ad accettare per ciascuna transazione o per ciascuna giornata.

In conformità con quanto sopra, circa 500 filiali di BCN in tutta l'area dell'euro hanno effettuato il cambio di banconote non nazionali nell'area dell'euro. Da un punto di vista pratico, nel 1999 le operazioni di cambio effettuate secondo le disposizioni dell'articolo 52 si sono svolte in modo ordinato in tutti gli Stati membri.

Inoltre le BCN possono effettuare esse stesse il rimpatrio delle banconote di altri paesi partecipanti, nominare un agente che svolga tale servizio per loro conto o utilizzare gli esistenti canali commerciali di rimpatrio.

Sono state rimpatriate ai rispettivi paesi di emissione banconote per un valore totale di 6,2 miliardi di euro pari a 115,7 milioni di banconote. Le quantità più elevate in termini di valore sono state quelle in lire italiane (per 1,7 miliardi di euro), in fiorini olandesi (per 1,1 miliardi di euro) e in scellini austriaci (per 0,8 miliardi di euro).

Tavola 10

Quantità di banconote in euro da produrre entro il 1° gennaio 2002

(stime 1999, in milioni di banconote)

Belgio	530
Germania	4.030
Spagna	1.925
Francia	2.585
Irlanda	180
Italia	1.950
Lussemburgo	45
Paesi Bassi	605
Austria	520
Portogallo	450
Finlandia	170
TOTALE EU-11	**12.990**

20

Capitolo VIII

Lo sviluppo del quadro di riferimento per le statistiche

L'attività statistica della BCE viene condotta in stretta collaborazione con le BCN, le quali raccolgono le informazioni dai soggetti segnalanti. Il nucleo fondamentale di tale attività consiste nella predisposizione e nel successivo sviluppo di statistiche riguardanti l'area dell'euro, al fine di fornire un supporto alla conduzione della politica monetaria unica dell'Eurosistema, come richiesto dal Trattato istitutivo della Comunità europea (il Trattato).

Le statistiche monetarie e bancarie e quelle sui tassi di interesse e le emissioni di titoli

La BCE ha pubblicato i primi dati relativi al bilancio consolidato del settore delle Istituzioni finanziarie monetarie (IFM), insieme alle statistiche monetarie da esso derivate, nel dicembre 1998. Da allora tali dati sono pubblicati su base mensile, entro un mese dalla data di riferimento. Le statistiche sono state ulteriormente sviluppate nel corso del 1999. Nel marzo 1999 (con riferimento ai dati di febbraio) la crescita degli aggregati monetari è stata per la prima volta calcolata dai flussi, tenendo quindi conto degli aggiustamenti dovuti a riclassificazioni, rivalutazioni e altre variazioni non derivanti da transazioni; i tassi di crescita erano stati precedentemente calcolati sulla base delle consistenze. Contemporaneamente sono state rese disponibili le variazioni nel bilancio consolidato delle IFM espresse sotto forma di flussi. A decorrere dalla pubblicazione delle statistiche monetarie relative al mese di maggio 1999, alla fine di giugno i tre aggregati monetari (M1, M2, M3) sono stati resi disponibili in una forma, ancora provvisoria, depurata dagli effetti della stagionalità. I dati di bilancio sono utilizzati anche per calcolare l'obbligo di riserva delle istituzioni creditizie.

Le IFM forniscono informazioni più dettagliate con frequenza trimestrale, sotto forma di analisi della propria attività in base al settore, alla valuta e alla scadenza, oltre ad alcune informazioni aggiuntive riguardanti la tipologia dei prestiti. Un primo sottoinsieme di dati trimestrali è stato pubblicato nel Bollettino mensile della BCE del mese di aprile 1999. Successivamente esso è stato ampliato in termini di copertura, e include attualmente alcune informazioni retrospettive.

La *Lista delle IFM* viene aggiornata mensilmente ed è pubblicata sul sito Internet della BCE; il proposito è quello di assicurare la corretta applicazione della definizione di IFM nell'area dell'euro (e più in generale nell'Unione europea).

Nel novembre 1999 la BCE ha pubblicato per la prima volta dati sulle emissioni di titoli. Tali dati si riferiscono alle nuove emissioni, ai rimborsi e alle emissioni nette da parte dei residenti dell'area dell'euro, in euro e, separatamente, in altre valute, nonché alle emissioni in euro da parte di non residenti, oltre che alle consistenze in essere.

Dall'inizio del 1999 la BCE pubblica anche una serie di dati riguardanti i tassi di interesse del mercato monetario e i rendimenti dei titoli di Stato nell'area dell'euro, oltre ad altri tassi relativi agli interessi corrisposti dalle IFM sui depositi e addebitati sui prestiti al dettaglio. Nell'area dell'euro permane una certa frammentazione dei mercati del credito al dettaglio. I dati da cui sono ricavati questi tassi non sono ancora perfettamente confrontabili tra i vari paesi dell'area; i risultati dovrebbero essere utilizzati principalmente per analizzare l'evoluzione nel tempo dei tassi di interesse sul credito al dettaglio, piuttosto che il loro livello.

Nel 1999 sono stati avviati i lavori per migliorare la comparabilità delle statistiche sui tassi di interesse bancari al dettaglio; questo processo potrebbe richiedere tempo e dovrebbe procedere di pari passo con la probabile crescente integrazione dei mercati finanziari al dettaglio nell'area dell'euro. Sarà anche necessario apportare analoghi miglioramenti alle statistiche sulle emissioni di valori mobiliari. La raccolta di informazioni supplementari non ricavabili dai bilanci delle IFM, riguardanti per esempio i detentori degli strumenti negoziabili emessi dalle IFM, richiederà un ulteriore lavoro di preparazione. Quasi tutti i mesi è stato necessario effettuare revisioni

delle statistiche sulla moneta e sulle emissioni di titoli anche se, in base all'esperienza relativa alle statistiche sui bilanci delle IFM, compilate da più tempo, l'incidenza di tali revisioni dovrebbe diminuire con il graduale perfezionamento dei sistemi. Infine, sono in corso di definizione le statistiche riguardanti le altre istituzioni finanziarie (cioè quelle non monetarie), in particolare i fondi comuni di investimento, e quelle riguardanti l'attività in strumenti derivati.

Le statistiche sulla bilancia dei pagamenti, la posizione patrimoniale verso l'estero (incluse le riserve ufficiali) e i tassi di cambio effettivi

I primi dati mensili aggregati sulla bilancia dei pagamenti per l'area dell'euro, riguardanti le voci principali sono stati pubblicati nell'aprile 1999, con dati retrospettivi in ECU risalenti fino all'inizio del 1998. Le prime cifre trimestrali, più dettagliate, sono state pubblicate in settembre. I primi dati sulla posizione patrimoniale dell'area dell'euro verso l'estero, relativi alla fine del 1997 e alla fine del 1998, sono stati pubblicati nel Bollettino mensile della BCE del dicembre 1999.

I concetti e le definizioni utilizzati nelle statistiche sulla bilancia dei pagamenti e la posizione patrimoniale verso l'estero sono, in linea generale, conformi alla 5ª edizione del *Manuale sulla bilancia dei pagamenti* del FMI (ottobre 1993), benché siano ammesse alcune eccezioni nelle statistiche mensili, al fine di rispettare le scadenze più strette. Gli Stati membri hanno dedicato considerevoli energie al conseguimento di una certa armonizzazione prima della pubblicazione dei primi dati. Tuttavia, l'entità delle revisioni dei dati effettuate in alcuni Stati membri indica che il processo è tuttora incompleto; nel 2000 continueranno gli sforzi per migliorare la qualità dei dati. La BCE ha assunto un ruolo attivo, in collaborazione con la Commissione europea (Eurostat) e gli Stati membri, nell'analisi delle discrepanze esistenti nei dati relativi alla bilancia dei pagamenti.

Le voci relative agli investimenti di portafoglio e agli "altri investimenti" presentano i maggiori problemi per la predisposizione delle statistiche sulla bilancia dei pagamenti e sulla posizione patrimoniale verso l'estero. Una delle principali difficoltà, con ripercussioni su tutte le statistiche finanziarie, riguarda la registrazione delle consistenze di titoli negoziabili, scomposte per settore ove rilevante.

Da aprile vengono pubblicati, insieme con le statistiche di bilancia dei pagamenti, dati riguardanti le riserve ufficiali dell'Eurosistema. Questi dati comprendono i crediti in valuta estera dell'Eurosistema nei confronti di non residenti nell'area dell'euro, oltre all'oro, ai diritti speciali di prelievo e ad altre attività di riserva presso il FMI. I dati sui crediti in valuta estera nei confronti di residenti dell'area – per esempio, i depositi non denominati in euro presso banche aventi sede negli Stati membri aderenti all'area – sono pubblicati separatamente, ma non sono inclusi nelle riserve internazionali. Sono stati condotti lavori preparatori finalizzati alla pubblicazione, da marzo del 2000, dei dati riguardanti le riserve ufficiali dell'Eurosistema secondo il nuovo standard stabilito dal FMI e dalla BRI.

Nei primi mesi della Terza fase dell'Unione economica e monetaria (UEM), la BCE ha utilizzato una misura del tasso di cambio effettivo dell'euro predisposta dalla BRI. Dal mese di ottobre 1999 la BCE pubblica un proprio indice, calcolato come media geometrica ponderata dei tassi di cambio bilaterali dell'euro nei confronti delle monete di 13 paesi, tenendo conto degli scambi commerciali bilaterali e della concorrenza sui mercati terzi. Un indice del tasso di cambio effettivo reale, calcolato su base mensile, permette di tenere conto delle variazioni dei prezzi al consumo nell'area dell'euro e nei paesi concorrenti.

I conti finanziari

La BCE sta predisponendo statistiche sui conti finanziari, riguardanti i flussi e le consistenze di attività e passività finanziarie, finalizzate al

supporto dell'analisi monetaria e della ricerca economica.

Le principali fonti di questi dati saranno le statistiche riguardanti il bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro, la bilancia dei pagamenti e l'emissione di titoli; le statistiche sulla finanza pubblica dei paesi dell'area dell'euro; i conti finanziari nazionali, come stabilito dal Sistema europeo di conti nazionali 1995 (SEC 95), il quale rappresenta un potente strumento di armonizzazione.

Attualmente la BCE pubblica dati annuali relativi ai risparmi, agli investimenti e alle fonti di finanziamento dei settori privati non finanziari nell'area dell'euro, desunti dai conti del capitale e dai conti finanziari nazionali. L'intento è quello di compilare in futuro tali dati dalle fonti trimestrali per l'area dell'euro sopra menzionate, facendo il migliore uso possibile dei dati derivanti dai conti finanziari nazionali.

Le statistiche economiche

L'obiettivo primario della BCE in base al Trattato è il mantenimento della stabilità dei prezzi; la misura dei prezzi utilizzata a questo scopo è l'Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) relativo all'area dell'euro. La BCE utilizza anche un'ampia gamma di dati economici per formulare una valutazione complessiva delle prospettive della dinamica dei prezzi e dei rischi per la stabilità dei prezzi stessi nell'area dell'euro. Pertanto, la BCE attribuisce notevole importanza alla qualità e alla disponibilità delle statistiche relative a prezzi e costi, ai conti nazionali, ai dati sul mercato del lavoro e agli indicatori economici in generale. Vengono inoltre utilizzati dati tratti da indagini di natura qualitativa. La frequenza e la tempestività dei dati sono aspetti importanti della loro qualità, nella misura in cui essi devono essere utilizzati a supporto della conduzione della politica monetaria.

Con riguardo allo IAPC sono stati compiuti ulteriori progressi. La sua copertura è stata estesa per includere i settori della sanità, dell'istruzione e della previdenza sociale, benché non siano disponibili dati retrospettivi per questi elementi recentemente inclusi. Resta da risolvere la questione riguardante il trattamento delle spese abitative nel caso in cui l'inquilino sia anche proprietario.

La Commissione europea (Eurostat) predispone tre stime trimestrali per il PIL dell'area dell'euro, rispettivamente 70, 100 e 120 giorni dopo il periodo di riferimento. In alcuni casi è necessario ricorrere a stime, in quanto attualmente non tutti i paesi dell'area dell'euro predispongono conti trimestrali. L'introduzione del SEC 95 si è rivelata più difficile del previsto. Per molti paesi mancano tuttora alcuni indicatori, in particolare le statistiche riguardanti il mercato del lavoro, e questo rende impossibile la compilazione di aggregati per l'area dell'euro coerenti con i conti nazionali. La mancanza di dati sull'occupazione e sul costo del lavoro per l'area dell'euro influenza gli indicatori che da essi derivano, come per esempio il costo unitario del lavoro.

La Commissione europea pubblica dati aggregati per l'area dell'euro per parecchi indicatori congiunturali, in particolare la produzione industriale e i prezzi alla produzione. La maggior parte di tali indicatori non copre tutti i paesi dell'area dell'euro e si basa in parte su stime. La tempestività dei dati è migliorata nel 1999. La completa attuazione del Regolamento del Consiglio UE riguardante le statistiche a breve termine (1998) richiederà alcuni anni, a causa delle deroghe concesse. La BCE utilizza le indagini congiunturali sul clima di fiducia delle imprese e dei consumatori, effettuate dalla Commissione europea con cadenza mensile.

La collaborazione con la Commissione europea

A livello europeo, la responsabilità in materia di statistiche monetarie e bancarie è della BCE; la responsabilità in materia di statistiche sulla bilancia dei pagamenti, sulla posizione patrimoniale verso l'estero e sui conti finanziari è condivisa tra la BCE e la Commissione

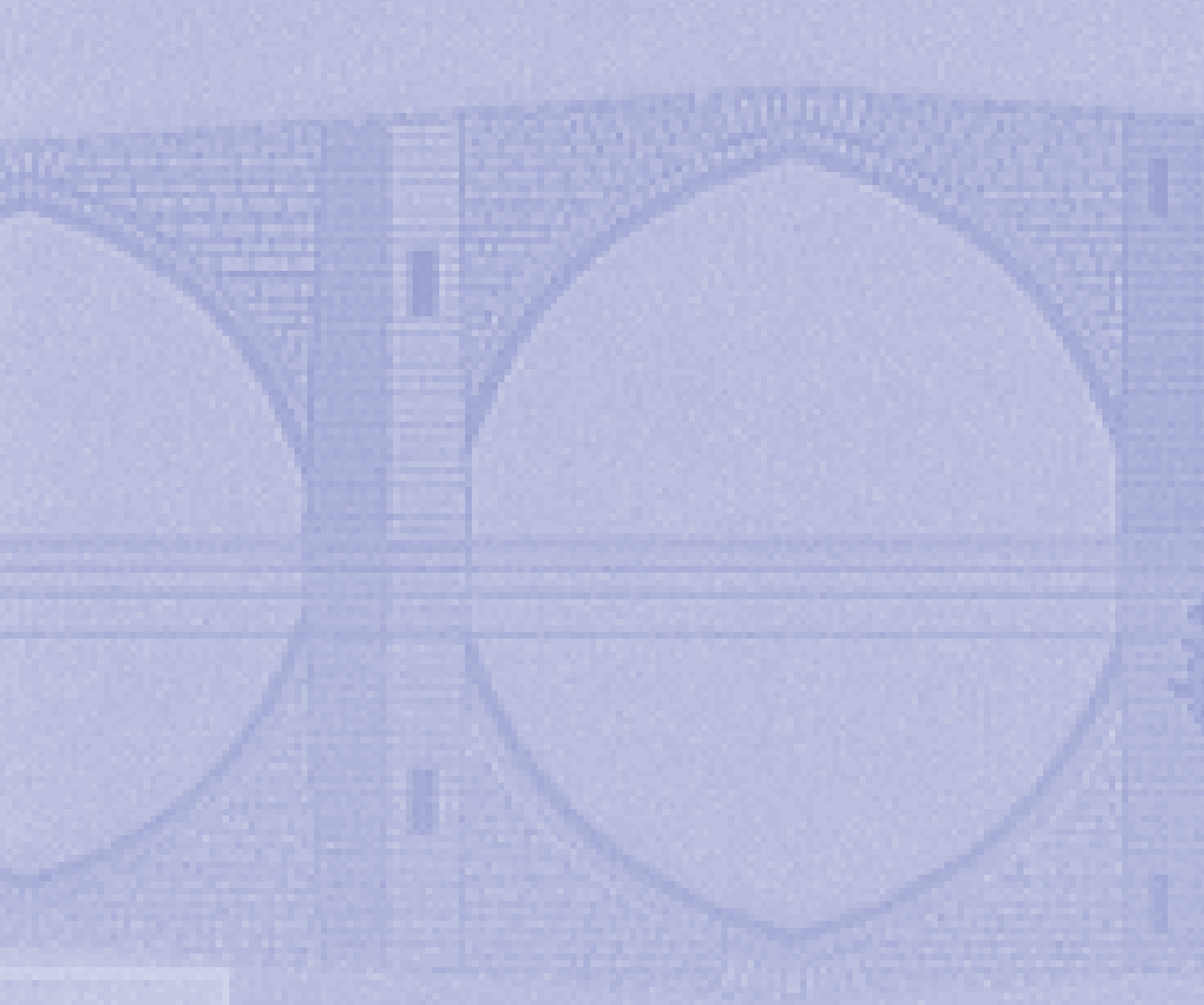
europea (Eurostat); i dati su prezzi e costi e le altre statistiche economiche sono di responsabilità della Commissione europea. Nel 1999, questa ripartizione delle responsabilità ha funzionato correttamente.

La collaborazione con le istituzioni internazionali

In conformità all'articolo 5.1 dello Statuto del SEBC, inoltre, la BCE collabora strettamente, in materia di statistiche, con le organizzazioni internazionali. Nel 1999 la collaborazione, riguardante soprattutto la BRI e il FMI, è stata particolarmente stretta nelle aree della bilancia dei pagamenti e delle riserve internazionali, delle emissioni di titoli (per le quali la BRI costituisce la fonte dei dati sulle emissioni denominate in euro dei non residenti nell'area), e dei dati relativi all'utilizzo internazionale dell'euro.

Le statistiche relative agli Stati membri non aderenti all'area dell'euro

Tutti gli Stati membri della UE sono stati vivamente incoraggiati ad avviare i preparativi in campo statistico per la partecipazione alla Terza fase della UEM. In pratica, la BCE riceve un insieme di dati abbastanza completo dagli Stati membri che non partecipano all'area dell'euro. I dati sono utilizzati per tenere sotto osservazione l'evoluzione economica e finanziaria in quei paesi. L'integrazione delle statistiche ad essi riferite negli aggregati relativi all'area dell'euro richiederà, comunque, un intenso lavoro in collaborazione con il paese o i paesi interessati nel periodo antecedente l'ingresso nell'area.



Capitolo IX

Altri compiti e attività

1 Le funzioni consultive

L'articolo 105 (4) del Trattato e l'articolo 4 dello Statuto del SEBC dispongono che la BCE sia consultata dal Consiglio UE o dalle autorità nazionali competenti, a seconda dei casi, su ogni proposta di legislazione comunitaria o nazionale che rientri nella sua sfera di competenza.

I limiti e le condizioni della consultazione sui disegni di legge delle autorità nazionali sono fissati dalla Decisione 98/415/CE del Consiglio, del 29 giugno 1998.

Inoltre le autorità nazionali possono consultare la BCE, su base volontaria, in merito a progetti di legge di attuazione delle direttive comunitarie relative al suo ambito di competenza.

Nel 1999 sono state avviate in totale 22 consultazioni, tre delle quali concernevano provvedimenti legislativi comunitari mentre 19 riguardavano disegni di legge nazionali rientranti nella sfera di competenza della BCE. Il numero delle consultazioni è risultato quindi inferiore rispetto al 1998 (quando ne erano state avviate 64), poiché la legislazione sugli statuti delle BCN e sull'introduzione dell'euro è stata promulgata anteriormente al mese di gennaio del 1999.

Il seguente riquadro presenta in sintesi le consultazioni avviate nel 1999.

Riquadro 7

Procedure di consultazione nel 1999

N.	Richiedente	Argomento
1	Spagna	Attuazione della Direttiva 98/26/CE del 19 maggio 1998 concernente il carattere definitivo del regolamento nei sistemi di pagamento e nei sistemi di regolamento titoli (*Direttiva sul carattere definitivo del regolamento*)
2	Italia	Emendamenti alla legge sull'introduzione dell'euro
3	Italia	Produzione ed emissione delle monete metalliche
4	Grecia	Dematerializzazione delle azioni della Banca di Grecia
5	Austria	Autorità di vigilanza bancaria
6	Commissione europea	Norme di dettaglio per l'attuazione del Regolamento (CE) n. 2494/95 del Consiglio relativamente a standard minimi per l'inserimento delle assicurazioni nell'Indice armonizzato dei prezzi al consumo[1]
7	Austria	Attuazione della Direttiva 97/5/CE del 27 gennaio 1997 sui bonifici transfrontalieri e della Direttiva sul carattere definitivo del regolamento
8	Commissione europea	Modifica al Regolamento (CE) n. 2214/96 della Commissione riguardante i sottoindici dell'Indice armonizzato dei prezzi al consumo[2]
9	Svezia	Attuazione della Direttiva sul carattere definitivo del regolamento
10	Germania	Terzo atto sull'introduzione dell'euro

1 OJ C 252, 3.9.1999, p.4.
2 OJ C 285, 7.10.1999, p.14.

11	Consiglio UE	Norme di dettaglio per l'applicazione del Regolamento (CE) n. 2494/95 del Consiglio relativamente a standard minimi per l'inserimento di prodotti del settore della sanità, dell'istruzione e della protezione sociale nell'Indice armonizzato dei prezzi al consumo [3]
12	Irlanda	Disegno di legge sul copyright e sui diritti connessi
13	Paesi Bassi	Protezione degli istituti di credito e di altri istituti finanziari da responsabilità derivanti dalla chiusura dei sistemi di pagamento e dei sistemi di regolamento titoli il 31 dicembre 1999
14	Portogallo	Disegno di legge che attribuisce al Banco de Portugal la competenza: 1) a produrre e stampare carta moneta ed altri titoli di credito, 2) a effettuare la distribuzione delle banconote e 3) a sviluppare servizi collegati allo svolgimento di tali attività
15	Portogallo	1) Disposizioni sugli istituti di credito e le società finanziarie in materia di Fondo di garanzia dei depositi; 2) attività del Fondo di garanzia dei depositi
16	Spagna	Disposizioni per la destinazione degli utili del Banco de España al Tesoro
17	Lussemburgo	Obbligazioni contrattuali del settore finanziario con scadenza il 31 dicembre 1999
18	Grecia	Modifiche allo Statuto della Banca di Grecia
19	Lussemburgo	Attuazione della Direttiva sul carattere definitivo del regolamento
20	Francia	Statuto e ruolo dell'IEDOM (Istituto d'emissione dei dipartimenti d'oltremare)
21	Francia	Statuto e ruolo dell'IEDOM
22	Lussemburgo	Statistiche sulla bilancia dei pagamenti

3 OJ C 324, 12.11.1999, p.11.

2 Il rispetto dei divieti di finanziamento monetario e di accesso privilegiato

Ai sensi dell'articolo 237d (ex articolo 180d) del Trattato che istituisce la Comunità europea (il Trattato), alla BCE è affidato il compito di verificare il rispetto, da parte delle 15 BCN della UE, degli obblighi previsti dagli articoli 101 e 102 (ex articoli 104 e 104a, rispettivamente) del Trattato e dai connessi Regolamenti del Consiglio (CE) nn. 3603/93 e 3604/93. L'articolo 101 vieta alla BCE e alle BCN la concessione di scoperti di conto o di qualsiasi altra forma di facilitazione creditizia ad amministrazioni pubbliche e a istituzioni oppure organi della Comunità, nonché l'acquisto diretto presso di essi di titoli di debito. L'articolo 102 vieta qualsiasi misura, non dettata da considerazioni prudenziali, che offra alle amministrazioni pubbliche e alle istituzioni o agli organi della Comunità un accesso privilegiato alle istituzioni finanziarie. Dal varo della Seconda fase della UEM questa attività di controllo è stata di competenza dell'Istituto monetario europeo; a partire dal 1° giugno 1998 la BCE ha portato avanti la verifica del rispetto di tali obblighi da parte delle BCN. Contestualmente, la Commissione europea controlla l'ottemperanza alle suddette disposizioni da parte degli Stati membri.

L'Eurosistema considera di grande importanza che le menzionate disposizioni del Trattato e i relativi Regolamenti del Consiglio siano rispettati in qualsiasi circostanza. Il finanziamento monetario delle pubbliche amministrazioni e istituzioni, così come qualsiasi forma di accesso privilegiato alle istituzioni finanziarie, provocherebbe infatti aspettative inflazionistiche e comprometterebbe quindi seriamente la credibilità della politica monetaria unica. Inoltre, ciò potrebbe ridurre gli incentivi a portare avanti i necessari programmi di consolidamento fiscale nei paesi dell'area dell'euro, offrendo alle Amministrazioni pubbliche la possibilità di soddisfare facilmente il proprio fabbisogno di finanziamento.

La BCE sottopone a sorveglianza anche gli acquisti effettuati dalle BCN sul mercato secondario di titoli del debito pubblico emessi sia a livello nazionale sia dagli altri Stati membri. Ai sensi del Regolamento del Consiglio (CE) n. 3603/93, l'acquisizione di tali strumenti sul mercato secondario non deve essere utilizzata per aggirare il disposto dell'articolo 101 del Trattato. Tali acquisti non devono diventare una forma di finanziamento monetario indiretto del settore pubblico.

Nel complesso, le informazioni fornite dalle BCN alla BCE confermano che le disposizioni degli articoli 101 e 102 del Trattato e i relativi Regolamenti del Consiglio sono stati generalmente rispettati nel corso del periodo considerato. Alcune imperfezioni e problemi tecnici sono insorti durante la transizione al nuovo regime. Tali incoerenze sono tuttavia di scarsa importanza e si stanno predisponendo misure correttive.

3 La transizione all'anno 2000

Nel 1999 il SEBC ha dedicato considerevoli energie e risorse al fine di garantire una regolare transizione all'anno 2000. Poiché il problema dell'anno 2000 traeva origine dalla tecnologia informatica, i lavori iniziali sono stati in gran parte finalizzati al conseguimento della compatibilità dei sistemi informatici, prestando particolare attenzione a quelli utilizzati per TARGET e per la gestione della politica monetaria.

Collaudi e interventi correttivi

È stato compilato un inventario di tutto il software e l'hardware in uso presso la BCE e ciascuna delle BCN. Ove necessario, i sistemi sono stati aggiornati e sono state installate versioni del software compatibili con l'anno 2000. La BCE e le BCN sono state individualmente responsabili dell'effettuazione di una serie di collaudi sui propri sistemi interni per verificarne il corretto riconoscimento delle date nel nuovo secolo. In aggiunta alle verifiche di compatibilità sui propri sistemi interni, la BCE ha effettuato le prove iniziali sui sistemi del SEBC consentite dall'ambiente di collaudo presente presso la propria sede. In questo modo, nei primi mesi del 1999 sono state collaudate tutte le componenti dei sistemi informatici a livello dell'Eurosistema.

In seguito, è stata effettuata una serie di prove bilaterali fra la BCE e tutte le BCN dell'area dell'euro, nonché con le altre BCN non appartenenti all'area che hanno deciso di partecipare. Questi collaudi sono stati svolti in un ambiente che simulava l'anno 2000, ma utilizzando le infrastrutture di esercizio del SEBC, al fine di verificare la continuità di funzionamento delle applicazioni. Durante i collaudi è stato identificato un numero molto contenuto di problemi legati all'anno 2000. Nei pochi casi in cui si è riscontrata una assenza di compatibilità, sono stati effettuati con successo interventi correttivi ed entro l'estate del 1999 tutti i sistemi critici della BCE e del SEBC sono stati riconosciuti compatibili con l'anno 2000.

In linea con le altre attività del SEBC rivolte alla compatibilità dei sistemi informativi con l'anno 2000, il sistema TARGET è stato sottoposto a un periodo di prove intensive. L'approccio adottato a tal fine si è basato sulla procedura di test utilizzata durante il collaudo di TARGET che ha preceduto l'avvio dell'operatività del sistema il 4 gennaio 1999. Una volta ultimate con successo le prove individuali sulle componenti nazionali e sulle connessioni al servizio S.W.I.F.T. FIN, sono stati effettuati collaudi "integrati" nel cui ambito i sistemi delle BCN e della BCE hanno funzionato per un'intera giornata operativa di TARGET in un ambiente che simulava l'anno 2000. Nel corso di questa seconda fase, in ciascun paese, un gruppo di istituti di credito è stato coinvolto nel collaudo del sistema interno di regolamento lordo in tempo reale. Infine, sabato 25 settembre è stata effettuata una dimostrazione della compatibilità di TARGET con l'anno 2000. Nel corso di una "prova generale", della durata di un'intera giornata lavorativa, in un ambiente che simulava l'anno 2000, diverse centinaia di istituti di credito hanno mostrato di essere in grado di effetuare operazioni di invio e ricezione di pagamenti transfrontalieri mediante TARGET. In diversi paesi i sistemi di pagamento domestici sono stati collaudati anche in collaborazione con altri operatori.

Contestualmente, sono state effettuate prove sul Modello di banche centrali corrispondenti, il sistema usato per la mobilizzazione transfrontaliera di titoli al fine di assicurarne la disponibilità per le operazioni di politica monetaria e per le necessità connesse ai sistemi di pagamento. Il collaudo non ha evidenziato problemi.

Nell'ambito della sua funzione di sorveglianza, il SEBC ha anche monitorato i progressi compiuti dagli altri sistemi di pagamento all'ingrosso e dai maggiori sistemi di pagamento al dettaglio della UE, in particolare quelli che regolano i saldi di fine giornata nel sistema TARGET. Adottando come riferimento la strategia per l'anno 2000 seguita per TARGET,

sono stati attivati flussi informativi a livello nazionale per verificare che tutti i sistemi di pagamento avessero completato i collaudi interni entro la fine di aprile 1999 e i collaudi multilaterali entro luglio.

Una volta completate le prove e gli interventi correttivi, la BCE ha adottato una moratoria delle modifiche informatiche dal 1° ottobre 1999 al 1° marzo 2000, per garantire il mantenimento della compatibilità dei sistemi all'anno 2000.

Altre misure precauzionali

Al fine di limitare le operazioni effettuate il 31 dicembre 1999 e consentire agli istituti di credito lo svolgimento delle attività di fine anno e la produzione delle copie di sicurezza (*back-up*) complete per i sistemi rilevanti prima della transizione al 2000, il 31 marzo 1999 la BCE ha annunciato la decisione di chiudere il sistema TARGET il 31 dicembre. In linea con questa misura, la BCE ha anche assunto un ruolo attivo a favore di iniziative legislative degli Stati membri della UE con il rilascio di un comunicato, sottoscritto dai ministri finanziari il 17 aprile. In esso si dichiarava che gli Stati membri avrebbero dovuto assicurare con adeguati strumenti che, come per un qualsiasi giorno festivo, nessuna obbligazione contrattuale da parte delle istituzioni creditizie o di altri operatori del mercato finanziario, almeno per le transazioni in euro, giungesse a scadenza o divenisse esigibile in data 31 dicembre 1999.

Oltre alle intense attività interne mirate alla compatibilità, la BCE ha anche analizzato il possibile impatto della transizione all'anno 2000 sull'area dell'euro. Come risultato di tale esercizio, la BCE concludeva ritenendo improbabile che le implicazioni monetarie ed economiche della transizione all'anno 2000 assumessero importanza ai fini della strategia a medio termine della propria politica monetaria. La BCE non ha ravvisato la necessità per il pubblico di disporre di maggiori quantità di contante durante il periodo di transizione rispetto alle normali somme detenute a fine anno; comunque, le BCN hanno garantito, a scopo precauzionale la disponibilità di scorte di banconote sufficienti a soddisfare una eventuale domanda straordinaria.

Inoltre, la BCE ha valutato con attenzione l'idoneità dell'assetto operativo della politica monetaria dell'Eurosistema per la transizione all'anno 2000. Nell'agosto 1999 l'Eurosistema ha annunciato di non ritenere necessaria l'introduzione di alcun cambiamento sostanziale al proprio assetto operativo in relazione al passaggio all'anno 2000. In effetti, l'assetto operativo dell'Eurosistema è stato progettato sin dall'inizio per garantire la massima flessibilità nell'attuazione della politica monetaria, e per consentire qualsiasi adeguamento tecnico ritenuto opportuno. L'assetto operativo dell'Eurosistema disponeva già di meccanismi interni concepiti per rispondere a qualunque livello della domanda di liquidità da parte degli operatori del mercato. In tale quadro, il 23 settembre 1999 è stata annunciata soltanto una modifica tecnica minore: nessuna nuova operazione di rifinanziamento principale sarebbe stata avviata nella prima settimana del 2000 e nessuna operazione del genere sarebbe giunta a scadenza nel corso di tale settimana; ciò è stato possibile estendendo a tre settimane la durata delle ultime due operazioni di rifinanziamento principali del 1999. Una misura supplementare adottata per contribuire alla regolare transizione all'anno 2000 sui mercati monetari è consistita nell'incremento dell'importo aggiudicato nelle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine, passato da 15 a 25 miliardi di euro per le ultime tre operazioni del 1999.

Sono stati inoltre riesaminati e, ove necessario, aggiornati, i vigenti accordi contrattuali sottoscritti con la BCE, per garantirne l'applicabilità in qualsiasi scenario si fosse presentato in relazione al passaggio all'anno 2000.

La BCE non ha voluto tuttavia trascurare potenziali imprevisti che avrebbero potuto incidere sul regolare funzionamento dei suoi sistemi. In via precauzionale, essa ha quindi riesaminato le procedure di *contingency* sviluppate per il passaggio all'euro, al fine di

assicurarne l'applicabilità in caso di problemi durante la transizione all'anno 2000; ha inoltre predisposto procedure di emergenza volte a consentire al proprio personale di svolgere attività fondamentali presso sedi diverse. Fortunatamente, i sistemi del SEBC sono transitati regolarmente all'anno 2000 e non è stato necessario attivare alcuna procedura di *contingency* e di emergenza.

Infrastruttura di comunicazione

Lo scorso anno i vari Comitati del SEBC hanno destinato considerevoli risorse alla preparazione della transizione al nuovo millennio. Al fine di assicurare la coerenza complessiva delle attività di adeguamento all'anno 2000 nell'ambito del SEBC, il Consiglio direttivo ha costituito un Comitato di coordinamento del SEBC per l'anno 2000, composto dai responsabili del coordinamento delle iniziative delle BCN. Il Comitato aveva la responsabilità di assicurare il coordinamento sia tra le varie istituzioni del SEBC, sia tra il SEBC e gli organismi internazionali direttamente interessati alle problematiche connesse all'anno 2000. Fra i suoi compiti principali rientravano l'analisi della fattibilità e dell'adeguatezza delle misure di *contingency* e delle relative procedure di attivazione, nonché la definizione dei principali risultati intermedi del SEBC, da monitorare prima, durante e dopo la transizione all'anno 2000.

Il Comitato di coordinamento del SEBC per l'anno 2000 ha costituito il nucleo di un'efficiente infrastruttura di comunicazione tra la BCE e le BCN, posta in essere specificamente per seguire le attività nel periodo di transizione all'anno 2000. Mediante il regolare scambio di informazioni sui sistemi e le infrastrutture interni al SEBC, così come sui mercati finanziari dell'area dell'euro, il Comitato ha tenuto costantemente sotto controllo lo stato dei sistemi del SEBC, potendo rilevare qualsiasi potenziale problema nella fase iniziale. La BCE e le BCN hanno inoltre effettuato uno scambio di informazioni con il *Joint Year 2000 Council*, costituito nell'ambito della Banca dei regolamenti internazionali, al fine di contribuire a ridurre i rischi legati all'anno 2000 all'esterno dell'Eurosistema, a livello mondiale. Tali infrastrutture si sono dimostrate molto efficienti.

Numerose persone sono state presenti presso la BCE e le BCN durante il fine settimana della transizione all'anno 2000, per garantire un intervento efficiente e efficace a fronte di qualsiasi problema imprevisto. Gli accurati preparativi messi in atto nel 1999 sono stati premiati sia dal regolare svolgimento delle attività durante il fine settimana della transizione sia da un avvio delle operazioni altrettanto regolare il 3 gennaio 2000.

4 La gestione delle operazioni di prestito e indebitamento per conto della Comunità europea

In conformità con l'articolo 109L, paragrafo 2 del Trattato e con l'articolo 11 del Regolamento del Consiglio (CEE) n. 1969/88 del 24 giugno 1988, la BCE ha proseguito la gestione delle operazioni di ottenimento e di concessione di credito concluse dalla Comunità europea nell'ambito del meccanismo di sostegno finanziario a medio termine.

Nel 1999 la BCE ha ricevuto le somme dovute a titolo di interesse sui prestiti ancora in essere da parte dell'unico rimanente paese debitore (l'Italia) e le ha riversate ai creditori nei confronti della Comunità europea. Il totale dei prestiti all'Italia in essere ammontava a 2.483 milioni di euro al 31 dicembre 1998. Tale cifra risultava invariata al 31 dicembre 1999.

Capitolo X

L’informazione al pubblico e la responsabilità per il proprio operato

1 La politica di informazione della BCE e i suoi strumenti

1.1 Gli obiettivi della politica di comunicazione

Avvalendosi di un'ampia gamma di strumenti di comunicazione, la Banca centrale europea si propone di informare il pubblico sui propri compiti e obiettivi, nonché sulle motivazioni alla base della sua condotta. In tal modo, la BCE contribuisce al perseguimento degli obiettivi della politica di comunicazione dell'Eurosistema, e in particolare a migliorare la comprensione della politica monetaria, facendo sì che le politiche dell'Eurosistema possano essere accolte con favore da parte del pubblico, sia nell'area dell'euro, sia al di fuori di questa. Un altro scopo della politica di comunicazione è quello di promuovere la conoscenza e la comprensione dei meccanismi di funzionamento del SEBC.

La BCE si è impegnata ad operare nel rispetto dei principi di chiarezza, trasparenza e responsabilità. A tal fine, utilizza varie occasioni per diffondere specifiche informazioni in merito alla propria valutazione degli sviluppi dell'economia e dei mercati finanziari dell'area dell'euro. La diffusione delle informazioni è curata in modo da evitare discriminazioni fra i diversi paesi e i vari mezzi di informazione. Le BCN svolgono un ruolo di primo piano nel raggiungimento degli obiettivi della politica di comunicazione del SEBC.

Lo Statuto del SEBC contiene alcune direttive in materia di comunicazione. È infatti previsto che la BCE pubblichi almeno ogni tre mesi un rapporto sulle attività del SEBC. La BCE è inoltre tenuta a presentare al Parlamento europeo, al Consiglio UE, alla Commissione europea e al Consiglio europeo un rapporto annuale sulle attività in questione, nonché sulla politica monetaria dell'anno precedente e di quello in corso. Infine, la BCE è tenuta a pubblicare settimanalmente una situazione contabile consolidata dell'Eurosistema.

1.2 Strumenti di comunicazione

Di fatto, la BCE si è impegnata ad andare oltre questi obblighi. Il Presidente e il Vice presidente della BCE, nel corso di una conferenza stampa che ha luogo al termine della prima riunione mensile del Consiglio direttivo, illustrano le ragioni alla base delle decisioni del Consiglio stesso. La dichiarazione che introduce questa conferenza viene distribuita alla stampa, è contestualmente pubblicata nel sito Internet della BCE (http://www.ecb.int) ed è anche disponibile in quelli delle BCN dell'Eurosistema. Questa prassi ha il vantaggio di rendere note, immediatamente dopo la riunione, le valutazioni del Consiglio direttivo sulla situazione economica e di spiegare i principali motivi alla base delle sue decisioni.

Ulteriori e più dettagliate informazioni circa le valutazioni del Consiglio direttivo sulla situazione economica e sulle prospettive relative all'andamento dei prezzi possono trarsi dal Bollettino mensile della BCE – pubblicato una settimana dopo la prima riunione mensile del Consiglio direttivo in tutte le undici lingue ufficiali della Comunità.

Il Bollettino mensile della BCE si prefigge di essere un utile strumento per gli osservatori della politica monetaria unica dell'area dell'euro, siano essi analisti finanziari, economisti appartenenti al mondo accademico o rappresentanti dei mezzi di informazione. Si tratta di una pubblicazione con una tiratura superiore alle 80.000 copie per numero senza contare le numerose consultazioni per il tramite dei siti Internet della BCE e delle BCN.

La BCE cura inoltre una serie di *working papers* allo scopo di dare ai risultati delle proprie ricerche la più ampia diffusione nella comunità accademica e finanziaria. Gli argomenti trattati in tali pubblicazioni rispecchiano le problematiche di maggior rilievo per l'Eurosistema.

Nel periodo in esame la BCE ha anche pubblicato una serie di rapporti a carattere specialistico su argomenti di attualità. Un elenco completo dei documenti pubblicati dalla BCE è allegato al presente Rapporto annuale. Una raccolta completa e sistematica di tutti gli strumenti giuridici che sono stati pubblicati è contenuta nel *Compendium: Raccolta degli strumenti giuridici – giugno 1998 - maggio 1999*, pubblicato nell'ottobre 1999.

La BCE ha pubblicato un opuscolo che descrive le banconote e le monete in euro. Esso è rivolto al pubblico ed è disponibile nelle undici lingue ufficiali della Comunità.

Nei rapporti con il pubblico, i giornali, i periodici, la radio e la televisione rivestono particolare importanza. I mezzi di informazione europei hanno mostrato grande interesse per le politiche dell'Eurosistema e per le decisioni del Consiglio direttivo. I membri del Consiglio direttivo hanno cercato di rispondere a questo interesse rilasciando numerose interviste. Le conferenze tenute dai componenti del Consiglio direttivo sono state oggetto di numerosi articoli sulla stampa europea e internazionale.

Oltre alla serie completa delle pubblicazioni e dei comunicati stampa, sono disponibili nel sito Internet della BCE numerosi discorsi dei membri del Comitato esecutivo. Nel sito in questione è possibile trovare inoltre materiale informativo di carattere generale e un'ampia gamma di statistiche sull'economia dell'area dell'euro.

Il sito Internet della BCE è collegato con quelli di tutte le BCN della UE, nei quali buona parte della documentazione è disponibile nelle rispettive lingue. Con l'aumentare dell'importanza di Internet come strumento di comunicazione, cresce anche l'importanza del sito ai fini della politica di comunicazione della BCE. Il numero di "visite" (una o più pagine consultate da uno stesso computer nel corso di un unico collegamento) al sito Internet della BCE conferma che la domanda di informazioni attraverso questo canale è particolarmente elevata. Nel 1999 il numero di tali visite è risultato compreso tra 20.000 e 40.000 a settimana, e ha raggiunto i livelli più elevati nei periodi in cui hanno avuto luogo conferenze stampa o sono stati pubblicati documenti importanti.

Una peculiarità di questo strumento di comunicazione è l'effetto di moltiplicazione che deriva dalla distribuzione dei documenti della BCE tramite altri siti. Anche se impossibile da quantificare, tale effetto non va sottovalutato.

Gli sforzi volti a descrivere e spiegare la politica monetaria dell'Eurosistema sarebbero incompleti senza i contatti tra lo staff della BCE e gli "*opinion leaders*", come docenti e studenti di economia, di amministrazione aziendale, di diritto e di altre importanti discipline. A questo fine, la BCE riceve visitatori quasi quotidianamente nell'arco dell'anno. Nel 1999 più di 10.000 persone, provenienti da varie aree geografiche, ma in prevalenza da paesi della UE, hanno visitato la BCE.

2 Responsabilità per il proprio operato

2.1 Indipendenza e responsabilità della banca centrale nell'Unione economica e monetaria

L'indipendenza istituzionale delle banche centrali consente alle autorità monetarie di salvaguardare nel tempo e in modo credibile la stabilità dei prezzi, senza farsi condizionare da considerazioni politiche di breve termine. Numerose analisi di carattere teorico, suffragate dall'evidenza empirica, confermano l'opinione secondo cui l'indipendenza delle banche centrali determina una più efficace conduzione ed attuazione della politica monetaria e, conseguentemente, una maggiore stabilità dei prezzi. Le banche centrali hanno pertanto acquisito indipendenza in numerosi paesi. Questo modello è stato anche recepito nell'assetto istituzionale dell'Eurosistema, come stabilito dal Trattato. È infatti previsto che nell'esercizio dei poteri e nell'assolvimento dei propri compiti e doveri, né la BCE né le undici BCN dell'area dell'euro, né alcun membro dei loro organi decisionali possa sollecitare o accettare istruzioni da istituzioni o organismi comunitari, dai governi degli Stati membri o da qualsiasi altro organismo. Inoltre, il Trattato richiede espressamente che le istituzioni e gli organi comunitari e i governi degli Stati membri si impegnino a rispettare tale principio e non cerchino di influenzare gli organi decisionali della BCE o delle BCN nello svolgimento dei loro compiti.

È indispensabile che una banca centrale, per mantenere legittimità democratica, renda conto del proprio operato. È quindi necessario consentire al pubblico e ai competenti organi politici di controllare la condotta di una istituzione indipendente al fine di valutare se i suoi compiti siano svolti in modo corretto e nel rispetto delle sue competenze. Ciò richiede una chiara e precisa definizione del suo mandato. In tal modo le decisioni e le attività delle istituzioni possono essere valutate in base a un riferimento specifico. Allorché il mandato includa più di un obiettivo, è indispensabile fissare un preciso ordine di priorità. Occorre poter valutare se un compito sia stato svolto o meno in base ai concreti risultati ottenuti. L'obiettivo primario dell'Eurosistema è il mantenimento della stabilità dei prezzi nell'area dell'euro. Questo obiettivo primario è il parametro fondamentale per valutare i risultati dell'Eurosistema. La BCE ha annunciato una definizione quantitativa della stabilità dei prezzi che offre un esatto metro di valutazione dei risultati dell'Eurosistema, rendendone più agevole il controllo.

2.2 Obblighi di rendiconto della BCE nei confronti del Parlamento europeo

Il Trattato prevede diversi modi attraverso i quali la BCE è chiamata in concreto a rendere conto del proprio operato. Come sopra descritto, la BCE è tenuta a rispettare precise regole di informazione verso il pubblico e, più in particolare, verso il Parlamento europeo, il Consiglio UE, la Commissione europea e anche nei confronti del Consiglio europeo.

Per quanto riguarda la responsabilità specifica della BCE verso il Parlamento europeo, il Trattato prevede che il Presidente della BCE e gli altri membri del Comitato esecutivo possano su richiesta del Parlamento europeo o su iniziativa propria essere ascoltati dalle commissioni competenti. Secondo il Regolamento del Parlamento europeo, il Presidente della BCE deve essere invitato a partecipare alle riunioni dei competenti comitati almeno quattro volte l'anno per presentare dichiarazioni e rispondere a domande.

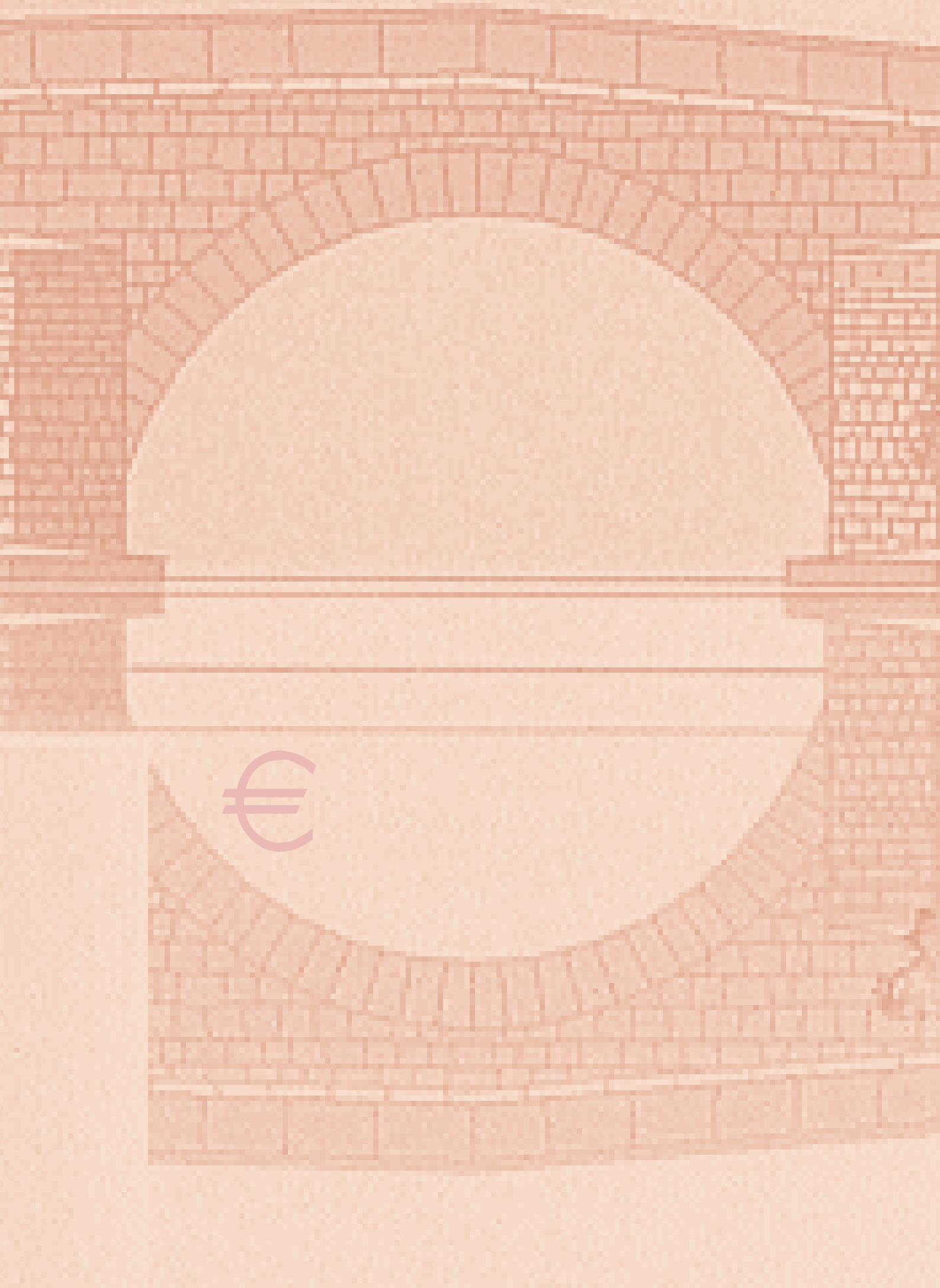
La regolare partecipazione del Presidente della BCE al Comitato per gli affari economici e monetari può indubbiamente considerarsi una delle modalità più importanti attraverso le quali la BCE è tenuta a rendere conto del proprio operato. In questo contesto, la BCE guarda con attenzione alla decisione del Parlamento europeo di ristrutturare le proprie procedure di funzionamento interno e di fare del Comitato per gli affari economici e monetari un comitato di pieno diritto.

Il Presidente della BCE e gli altri membri del Comitato esecutivo, nel corso delle audizioni avanti al Comitato per gli affari economici e monetari, hanno l'occasione di spiegare in dettaglio la valutazione della BCE sugli sviluppi economici e monetari correnti nel contesto della strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, valutazione che è alla base sia delle decisioni di politica monetaria della BCE sia di quelle relative ad altre aree di sua competenza.

Le trascrizioni di queste audizioni sono pubblicate nei siti Internet del Parlamento europeo e della BCE al termine di ogni audizione, in modo tale da garantire una immediata informazione al pubblico. Nel corso del 1999 le audizioni, a cadenza trimestrale, hanno avuto luogo il 18 gennaio, il 19 aprile, il 27 settembre e il 29 novembre.

Il Trattato prevede inoltre che il Presidente della BCE presenti al Parlamento europeo un Rapporto annuale sulle attività del SEBC e sulla sua politica monetaria che può formare oggetto di dibattito generale. In base a tale previsione normativa, il 26 ottobre 1999, il Presidente della BCE è intervenuto alla sessione plenaria del Parlamento europeo per presentare il Rapporto annuale della BCE relativo al 1998.

Inoltre, il Parlamento europeo ha invitato membri del Comitato esecutivo e rappresentanti dello staff della BCE a ulteriori audizioni su varie tematiche specifiche, fra cui la rappresentanza esterna dell'Eurosistema, la preparazione delle banconote in euro e altre in materia statistica. Queste audizioni costituiscono un'occasione ulteriore in cui la BCE può illustrare le proprie opinioni e le relative motivazioni. Inoltre, si sono stabiliti stretti rapporti di collaborazione fra il Parlamento europeo e la BCE, che si estrinsecano anche attraverso visite alla BCE da parte di componenti del Comitato per gli affari economici e monetari.



Capitolo XI

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

1 L'Eurosistema e il Sistema europeo di banche centrali

Il Sistema europeo di banche centrali (SEBC) è composto dalla Banca centrale europea (BCE) e dalle banche centrali nazionali (BCN) dei 15 Stati membri; esso include pertanto anche le quattro BCN degli Stati membri che non hanno ancora adottato l'euro. Per assicurare una maggiore trasparenza e agevolare la comprensione della struttura che svolge le funzioni di banca centrale nella UE, è stato adottato dal Consiglio direttivo della BCE il termine "Eurosistema". L'Eurosistema comprende la BCE e le BCN degli Stati membri che hanno adottato l'euro. Finché esisteranno Stati membri che non hanno ancora adottato l'euro, sarà necessario distinguere tra l'Eurosistema e il SEBC.

La BCE è dotata di personalità giuridica secondo il diritto pubblico internazionale. Essa è stata costituita come perno del sistema e assicura che i compiti dell'Eurosistema siano svolti sia attraverso le proprie attività, sia tramite le BCN. Nel prendere decisioni riguardo alle modalità di svolgimento dei compiti del SEBC, la BCE è impegnata a seguire il principio del decentramento secondo quanto stabilito nello statuto del SEBC.

Ciascuna delle BCN gode di personalità giuridica in base alla legislazione nazionale del rispettivo paese. Pur avendo personalità giuridica separata, le BCN dell'area dell'euro formano parte integrante dell'Eurosistema. Come tali, le BCN svolgono i compiti conferiti all'Eurosistema in conformità alle regole stabilite dalla BCE. Fra l'altro, attraverso la partecipazione dei loro rappresentanti ai vari Comitati del SEBC (cfr. sezione 4), le BCN contribuiscono al lavoro del SEBC. Le BCN possono svolgere funzioni estranee all'ambito dell'Eurosistema sotto la propria responsabilità, a meno che il Consiglio direttivo non ritenga che tali funzioni interferiscano con gli obiettivi e i compiti dell'Eurosistema.

2 Gli organi decisionali della BCE

L'Eurosistema e il SEBC sono governati dagli organi decisionali della BCE: il Consiglio direttivo e il Comitato esecutivo. Fatto salvo questo loro ruolo, se e finché esisteranno Stati membri che non avranno ancora adottato l'euro come propria moneta viene costituito anche un terzo organo decisionale della BCE, il Consiglio generale. Il funzionamento degli organi decisionali è regolato dal Trattato che istituisce la Comunità europea (Trattato), dallo Statuto del SEBC e dai Regolamenti interni rilevanti.[1] Mentre le decisioni relative agli obiettivi e ai compiti dell'Eurosistema/SEBC sono prese a livello centrale, le operazioni nell'area dell'euro sono decentrate e vengono svolte dalle BCN ove opportuno e possibile.

2.1 Il Consiglio direttivo

Il *Consiglio direttivo*, che è l'organo decisionale supremo della BCE, comprende tutti i membri del Comitato esecutivo e i governatori delle BCN degli Stati membri che hanno adottato l'euro. Secondo il Trattato, le principali responsabilità del Consiglio direttivo sono:

- adottare gli indirizzi e prendere le decisioni necessarie ad assicurare lo svolgimento dei compiti affidati al SEBC;
- formulare la politica monetaria dell'area dell'euro, ivi comprese, a seconda dei casi, le decisioni relative agli obiettivi monetari intermedi, ai tassi di interesse di riferimento e all'offerta di riserve nell'Eurosistema, nonché stabilire i necessari indirizzi per la loro attuazione.

Nel prendere decisioni sulla politica monetaria e sugli altri compiti dell'Eurosistema, i membri del Consiglio direttivo non agiscono in veste di rappresentanti nazionali, ma in piena indipendenza secondo la propria responsabilità personale. Ciò è riassunto nel principio "una persona, un voto".

Nel 1999 il Consiglio direttivo si è riunito, di norma, ogni due settimane presso le strutture della BCE a Francoforte sul Meno. Tuttavia, due di queste riunioni sono state tenute tramite teleconferenza. Inoltre, il Consiglio direttivo ha deciso di riunirsi due volte l'anno in un altro paese europeo a partire dal 2000. Nel 2000, una riunione sarà ospitata dal Banco de España a Madrid e un'altra dalla Banque de France a Parigi.

1 *I Regolamenti interni sono stati pubblicati sulla Gazzetta Ufficiale delle Comunità Europee, cfr. Regolamento interno della Banca centrale europea, OJ L 125, 19.5.1999, p. 34; Regolamento interno del Consiglio generale della BCE, OJ L 75, 20.3.1999, p.36 e L 156, 23.6.1999, p. 52; decisione della Banca centrale europea del 12 ottobre 1999 concernente il Regolamento interno del Comitato esecutivo della Banca centrale europea (ECB/1999/7), OJ L 314, 8.12.1999, p. 34. Fatta eccezione per quest'ultimo, i documenti sono stati riprodotti nel primo annuario legale della BCE, cfr.* Compendium: Raccolta degli strumenti giuridici, giugno 1998 – maggio 1999, *ottobre 1999.*

Il Consiglio direttivo

Seconda fila (da sinistra a destra): Luis Ángel Rojo, Guy Quaden, Tommaso Padoa-Schioppa, Jean-Claude Trichet, Klaus Liebscher, Antonio Fazio, Yves Mersch, Maurice O'Connell, Vítor Manuel Ribeiro Constâncio, Nout Wellink, Matti Vanhala, Ernst Welteke, Eugenio Domingo Solans
Prima fila (da sinistra a destra): Otmar Issing, Christian Noyer, Willem F. Duisenberg, Sirkka Hämäläinen

Willem F. Duisenberg	*Presidente della BCE*
Christian Noyer	*Vicepresidente della BCE*
Vítor Manuel Ribeiro Constâncio (dal 23 febbraio 2000)	*Governatore del Banco de Portugal*
Eugenio Domingo Solans	*Membro del Comitato esecutivo della BCE*
Antonio Fazio	*Governatore della Banca d'Italia*
Sirkka Hämäläinen	*Membro del Comitato esecutivo della BCE*
Otmar Issing	*Membro del Comitato esecutivo della BCE*
Klaus Liebscher	*Governatore della Oesterreichische Nationalbank*
Yves Mersch	*Governatore della Banque centrale du Luxembourg*
Maurice O'Connell	*Governatore della Central Bank of Ireland*
Tommaso Padoa-Schioppa	*Membro del Comitato esecutivo della BCE*
Guy Quaden (dal 1° marzo 1999)	*Governatore della Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique*
Luis Ángel Rojo	*Governatore del Banco de España*
António José Fernandes de Sousa (fino al 22 febbraio 2000)	*Governatore del Banco de Portugal*
Hans Tietmeyer (fino al 31 agosto 1999)	*Presidente della Deutsche Bundesbank*
Jean-Claude Trichet	*Governatore della Banque de France*
Matti Vanhala	*Governatore della Suomen Pankki*
Alfons Verplaetse (fino al 28 febbraio 1999)	*Governatore della Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique*
Nout Wellink	*Presidente della Nederlandsche Bank*
Ernst Welteke (dal 1° settembre 1999)	*Presidente della Deutsche Bundesbank*

2.2 Il Comitato esecutivo

Il *Comitato esecutivo* comprende il Presidente, il Vicepresidente e altri quattro membri, nominati congiuntamente dai governi degli Stati membri aderenti all'area dell'euro al livello dei Capi di Stato o di Governo. Le principali responsabilità del Comitato esecutivo consistono:

- nel preparare le riunioni del Consiglio direttivo;
- nell'attuare la politica monetaria in conformità con gli indirizzi e le decisioni adottate dal Consiglio direttivo e, nel far questo, nell'impartire le necessarie istruzioni alle BCN dell'Eurosistema;
- nell'essere responsabile degli affari correnti della BCE; e
- nell'assumere determinati poteri ad esso delegati dal Consiglio direttivo, inclusi quelli di natura regolamentare.

La prassi attuale del Comitato esecutivo è quella di riunirsi almeno una volta alla settimana al fine di decidere, tra l'altro, sugli importi aggiudicati nelle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema.

Seconda fila (da sinistra a destra): Tommaso Padoa-Schioppa, Otmar Issing, Sirkka Hämäläinen, Eugenio Domingo Solans
Prima fila: Christian Noyer, Willem F. Duisenberg

Willem F. Duisenberg	*Presidente della BCE*
Christian Noyer	*Vicepresidente della BCE*
Eugenio Domingo Solans	*Membro del Comitato esecutivo della BCE*
Sirkka Hämäläinen	*Membro del Comitato esecutivo della BCE*
Otmar Issing	*Membro del Comitato esecutivo della BCE*
Tommaso Padoa-Schioppa	*Membro del Comitato esecutivo della BCE*

2.3 Il Consiglio generale

Il *Consiglio generale* è costituito dal Presidente e dal Vicepresidente della BCE e dai governatori delle 15 BCN, vale a dire quelle di tutti gli Stati membri, partecipanti o non partecipanti all'area dell'euro. Esso svolge quei compiti in precedenza propri dell'Istituto monetario europeo che, in virtù del fatto che non tutti gli Stati membri hanno adottato l'euro, devono ancora essere svolti dalla BCE nella Terza fase dell'Unione economica e monetaria. Perciò, il Consiglio generale è responsabile principalmente per la predisposizione di rapporti riguardanti il progresso compiuto verso la convergenza dagli Stati membri non partecipanti[2] e per fornire pareri sulle misure preparatorie necessarie per la fissazione irrevocabile dei tassi di cambio delle monete di tali Stati membri (cfr. Capitolo III). Inoltre, il Consiglio generale collabora a particolari attività della BCE, come quelle legate alle funzioni consultive (cfr. Capitolo IX) e alla raccolta delle informazioni statistiche (cfr. Capitolo VIII). Nel 1999 il Consiglio generale si è riunito a Francoforte con cadenza trimestrale.

2 *Nel rispetto del Protocollo su alcune disposizioni relative al Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del Nord e del Protocollo su alcune disposizioni relative alla Danimarca, entrambi allegati al Trattato, questi rapporti verranno predisposti, per quanto attiene al Regno Unito e alla Danimarca, solo quando tali Stati decideranno di adottare l'euro.*

Il Consiglio generale

Seconda fila (da sinistra a destra): Yves Mersch, Urban Bäckström, Nout Wellink, Jean-Claude Trichet, Maurice O'Connell, Lucas D. Papademos, Klaus Liebscher, Matti Vanhala, Vítor Manuel Ribeiro Constâncio, Luis Ángel Rojo, Ernst Welteke, Edward A. J. George, Guy Quaden
Prima fila (da sinistra a destra): Antonio Fazio, Christian Noyer, Willem F. Duisenberg, Bodil Nyboe Andersen

Willem F. Duisenberg	*Presidente della BCE*
Christian Noyer	*Vicepresidente della BCE*
Bodil Nyboe Andersen	*Governatore della Danmarks Nationalbank*
Urban Bäckström	*Governatore della Sveriges Riksbank*
Vítor Manuel Ribeiro Constâncio (dal 23 febbraio 2000)	*Governatore del Banco de Portugal*
Antonio Fazio	*Governatore della Banca d'Italia*
Edward A. J. George	*Governatore della Bank of England*
Klaus Liebscher	*Governatore della Oesterreichische Nationalbank*
Yves Mersch	*Governatore della Banque centrale du Luxembourg*
Maurice O'Connell	*Governatore della Central Bank of Ireland*
Lucas D. Papademos	*Governatore della Banca di Grecia*
Guy Quaden (dal 1° marzo 1999)	*Governatore della Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique*
Luis Ángel Rojo	*Governatore del Banco de España*
António José Fernandes de Sousa (fino al 22 febbraio 2000)	*Governatore del Banco de Portugal*
Hans Tietmeyer (fino al 31 agosto 1999)	*Presidente della Deutsche Bundesbank*
Jean-Claude Trichet	*Governatore della Banque de France*
Matti Vanhala	*Governatore della Suomen Pankki*
Alfons Verplaetse (fino al 28 febbraio 1999)	*Governatore della Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique*
Nout Wellink	*Presidente della De Nederlandsche Bank*
Ernst Welteke (dal 1° settembre 1999)	*Presidente della Deutsche Bundesbank*

3 L'organizzazione della BCE

3.1 Organi societari

Fin dalla istituzione della BCE, gli interessi economici dei suoi azionisti sono stati protetti e tenuti sotto controllo sia da revisori esterni, in conformità all'articolo 27.1 dello Statuto del SEBC, sia, con riguardo a specifici aspetti, dalla Corte dei Conti europea, in conformità all'articolo 27.2 dello Statuto del SEBC. Inoltre, la BCE è dotata delle proprie procedure di revisione e controllo interno, che seguono le regole generali relative alle strutture di controllo delle istituzioni finanziarie e creditizie private. La Direzione revisione interna controlla continuamente l'efficienza e le funzioni di controllo interno della BCE. Il Direttorato è coinvolto nell'esame dell'affidabilità e dell'integrità delle informazioni finanziarie. Inoltre, il Comitato dei revisori interni (cfr. sezione 4) assicura una cooperazione tra le funzioni di revisione interna di tutte le componenti del SEBC, definendo congiuntamente i programmi e i principi di revisione da utilizzare in modo decentrato per il controllo delle infrastrutture comuni a livello di SEBC. L'organo incaricato dell'approvazione del bilancio preventivo della BCE è il Consiglio direttivo, che lo adotta su proposta del Comitato esecutivo. Inoltre, il Comitato per il bilancio preventivo assiste il Consiglio direttivo nelle questioni relative al bilancio della BCE. È degno di menzione il fatto che, nell'ambito dell'insieme dei controlli interni, la BCE è dotata anche di regole interne finalizzate alla prevenzione di abusi riguardanti le informazioni finanziarie sensibili (le regole sull'*insider trading* e le muraglie cinesi).

A questo proposito, la BCE condivide le preoccupazioni del Parlamento europeo, del Consiglio della UE e della Commissione europea con riguardo alla necessità di combattere le frodi e si è unito all'iniziativa presa dalla Comunità a questo proposito. Il 7 ottobre 1999 è stata costituito un Comitato anti-frode per attuare un programma anti-frode nell'ambito della BCE[3]. Il Comitato anti-frode è composto da tre persone indipendenti di riconosciuta levatura ed esperienza professionale nell'ambito delle banche centrali, della giustizia e dell'ordine pubblico, della prevenzione ed investigazione delle frodi, tutti nominati dal Consiglio direttivo: *John L. Murray*, Giudice della Corte Suprema d'Irlanda, *Erik Ernst Nordholt*, consigliere del Ministro dell'Interno dei Paesi Bassi ed ex Commissario del Corpo di Polizia di Amsterdam, e *Maria Schaumayer*, Governatore della Oesterreichische Nationalbank dal 1990 al 1995. I membri della Commissione anti-frode hanno assunto il loro incarico a partire dal 1° gennaio 2000[4]. In risposta alle conclusioni del Consiglio europeo di Colonia del giugno 1999, un rapporto di cooperazione verrà istituito con l'Ufficio europeo anti-frode (OLAF[5]). All'interno della BCE la Direzione revisione interna è incaricato di svolgere tutte le investigazioni relative alla prevenzione ed investigazione delle frodi e, a tal fine, riferisce direttamente al Comitato anti-frode.

3.2 Evoluzione del personale

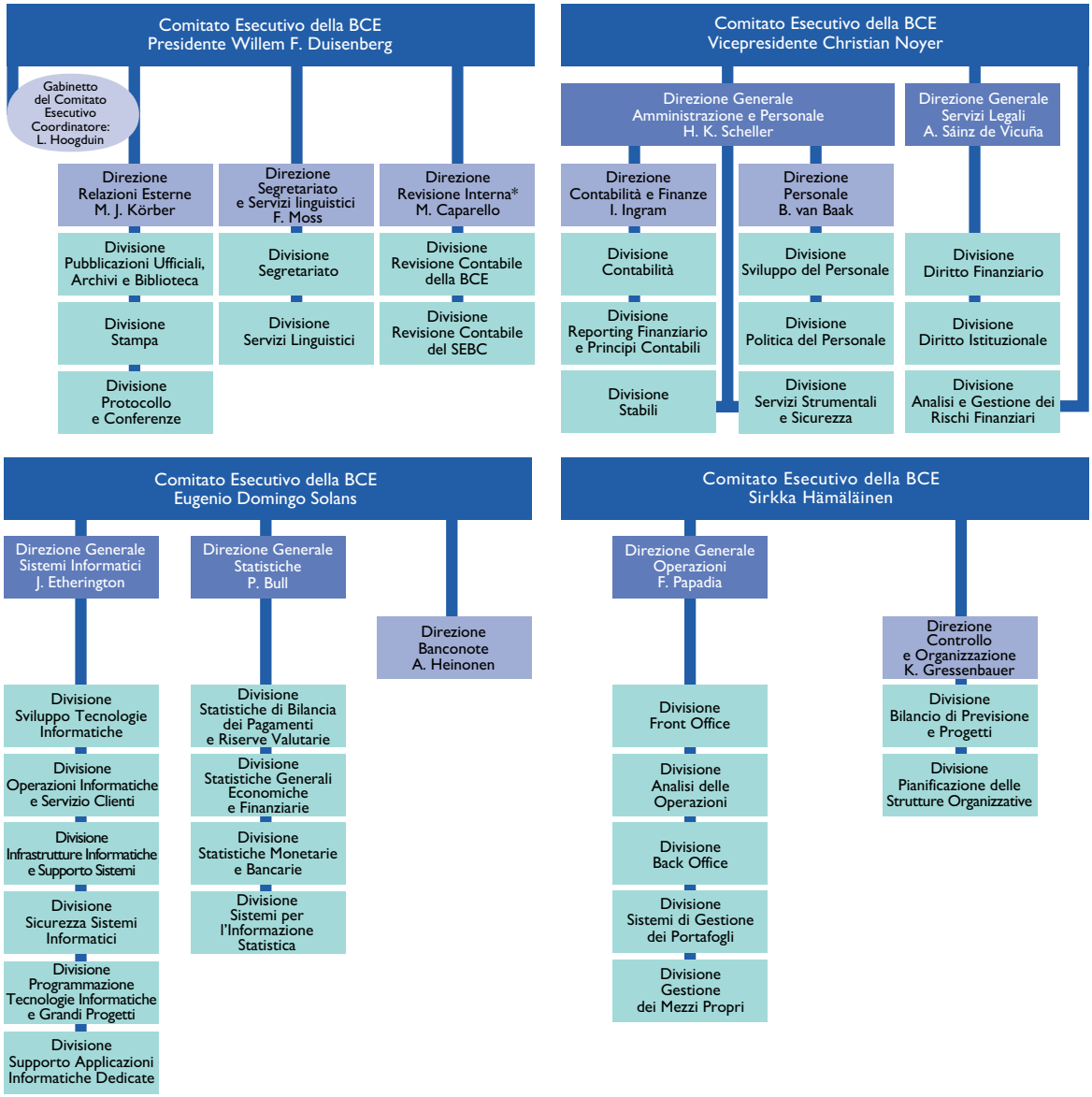
Alla fine del 1999 il personale della BCE, proveniente da tutti e 15 gli Stati membri, ammontava a 732 unità. Tale dato si compara con quello della fine del 1998, pari a 534 unità. Il 2 dicembre 1999 il Consiglio direttivo ha approvato il bilancio preventivo della BCE per il 2000, che prevede di portare il personale della BCE leggermente oltre le 1.000 unità nel corso dell'anno. Di conseguenza, il Comitato esecutivo ha preso decisioni in merito ad alcuni adeguamenti organizzativi miranti al rafforzamento della struttura manageriale della BCE, riportati nell'organigramma aggiornato della BCE che è entrato in vigore il 4 gennaio 2000.

3 *Cfr. la Decisione della Banca centrale europea del 7 ottobre 1999 sulla prevenzione delle frodi (ECB/1999/5), OJ L 291, 13.11.1999, p.36. In relazione a questa, il Regolamento interno della Banca centrale europea è stato emendato da un nuovo articolo 9a, cfr. OJ L 314, 8.12.1999, p. 32.*

4 *Cfr. la Decisione della Banca centrale europea del 16 novembre 1999 contenente la nomina dei membri della Commissione anti-frode della Banca centrale europea (ECB/1999/8), OJ L 299, 20.11.1999, p. 40.*

5 *"Office européen de lutte Anti-fraude".*

3.3 L'organigramma della BCE



* *All'interno della Direzione Revisione Interna è stata costituita un'Unità anti-frode che risponde, attraverso il Direttore della Revisione Interna, al Comitato anti-frode istituito in conformità della decisione della Banca centrale europea del 7 ottobre 1999 relativa alla prevenzione delle frodi (BCE/1999/5).*

4 I comitati del SEBC

I Comitati del SEBC hanno continuato a svolgere un ruolo importante nell'esecuzione dei compiti dell'Eurosistema/SEBC. Su richiesta sia del Consiglio direttivo, sia del Comitato esecutivo, essi hanno fornito la propria consulenza specialistica nei rispettivi ambiti di competenza e hanno agevolato il processo decisionale. I Comitati del SEBC sono composti da rappresentanti delle banche centrali dell'Eurosistema e, ove opportuno, di altri organi competenti, come le autorità di vigilanza nazionali nel caso del Comitato per la vigilanza bancaria. Anche ciascuna delle BCN degli Stati membri non partecipanti ha nominato un rappresentante, che prende parte alle riunioni dei Comitati SEBC ogni volta che essi trattino questioni che ricadono nell'ambito di competenza del Consiglio generale. Attualmente, esistono 13 Comitati SEBC, 12 dei quali sono stati istituiti in conformità all'articolo 9 del Regolamento interno della Banca centrale europea. Il Comitato per il bilancio preventivo, che assiste il Consiglio direttivo nelle questioni relative al bilancio preventivo della BCE, è stato istituito in conformità all'articolo 15 del Regolamento interno.

Comitati del SEBC e loro presidenti

- Comitato per le Questioni Contabili Reddito Monetario Hanspeter K. Scheller
- Comitato per le Relazioni Internazionali Hervé Hannoun
- Comitato per la Vigilanza Bancaria Edgar Meister
- Comitato Legale Antonio Sáinz de Vicuña
- Comitato per le Banconote Antti Heinonen
- Comitato per le Operazioni di Mercato Francesco Papadia
- Comitato per le Comunicazioni Esterne Manfred J. Körber
- Comitato per la Politica Monetaria Gert Jan Hogeweg
- Comitato per le Tecnologie Informatiche Jim Etherington
- Comitato per i Sistemi di Pagamento e Regolamento Jean-Michel Godeffroy
- Comitato dei Revisori Interni Michèle Caparello
- Comitato per le Statistiche Peter Bull
- Comitato per il Bilancio Preventivo Liam Barron

Capitolo XII

Bilancio annuale della BCE e situazione contabile consolidata dell'Eurosistema per il 1999

Stato patrimoniale al 31 dicembre 1999

Attività	Numero della nota	1999 €	1998 €
1 Oro e crediti in oro	**1**	**6.956.995.273**	**0**
2 Crediti denominati in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro	**2**		
Conti presso banche, investimenti in titoli, prestiti esteri e altre attività sull'estero		**41.923.041.208**	**343.047.341**
3 Crediti denominati in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro	**2**		
Crediti verso controparti operanti nel settore finanziario		**2.595.090.860**	**0**
4 Crediti denominati in euro verso non residenti nell'area dell'euro	**3**		
Conti presso banche, investimenti in titoli e prestiti		**3.002.567.659**	**3.739.796.108**
5 Titoli denominati in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	**4**	**3.537.141.285**	**0**
6 Altre attività			
6.1 Immobilizzazioni materiali e immateriali	**5.1**	42.589.467	30.112.071
6.2 Altre attività finanziarie	**5.2**	641.807.406	25.276.953
6.3 Ratei e risconti	**5.3**	777.032.332	553.582
6.4 Partite varie attive	**5.4**	6.774.149	3.458.140
		1.468.203.354	**59.400.746**
7 Perdita di esercizio		**247.281.223**	**0**
Totale attività		**59.730.320.862**	**4.142.244.195**

Passività	Numero della nota	1999 €	1998 €
1 Passività denominate in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	**6**	**1.080.000.000**	**0**
2 Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro	**7**	**301.656.911**	**0**
3 Passività denominate in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro	**8**		
Depositi, conti e altre passività		**4.708.950.946**	**0**
4 Passività intra-Eurosistema			
4.1 Passività connesse al trasferimento di attività di riserva	**9.1**	39.468.950.000	0
4.2 Altre passività nell'ambito dell'Eurosistema (nette)	**9.2**	1.720.937.646	0
		41.189.887.646	**0**
5 Altre passività	**10**		
5.1 Operazioni "fuori bilancio": differenze da rivalutazione		0	725.321
5.2 Ratei e risconti		1.237.727.166	4.172.760
5.3 Partite varie passive		302.605.481	78.550.581
		1.540.332.647	**83.448.662**
6 Accantonamenti	**11**	**21.862.239**	**31.006.791**
7 Conti di rivalutazione	**12**	**6.860.539.710**	**697.979**
8 Capitale e riserve	**13**		
8.1 Capitale		3.999.550.250	3.999.550.250
8.2 Riserve		27.540.513	0
		4.027.090.763	**3.999.550.250**
9 Utile d'esercizio		**0**	**27.540.513**
Totale passività		**59.730.320.862**	**4.142.244.195**

Conto economico per l'anno che si è concluso il 31 dicembre 1999

	Numero della nota	1999 €	1998 (7 mesi) €
Interessi attivi		*4.872.234.880*	*97.851.703*
Interessi passivi		*(4.118.082.387)*	*(2.683.980)*
Interessi attivi netti	**1**	**754.152.493**	**95.167.723**
Utili/perdite da negoziazioni	**2**	(264.942.584)	22.182.536
Svalutazioni di attività e posizioni finanziarie	**3**	(604.920.383)	(22.249.604)
Risultato netto di operazioni finanziarie, svalutazioni e movimentazione dei fondi di accantonamento per rischi		**(115.710.474)**	**95.100.655**
Tariffe e commissioni attive		*593.902*	*0*
Tariffe e commissioni passive		*(361.702)*	*0*
Rendite nette derivanti dall'applicazione di tariffe e commissioni	**4**	**232.200**	**0**
Altre rendite	**5**	436.898	490.101
Rendite nette totali		**(115.041.376)**	**95.590.756**
Spese per il personale	**6 e 7**	(61.022.091)	(29.744.540)
Altre spese di amministrazione	**8**	(60.748.855)	(30.229.686)
Ammortamento di immobilizzazioni materiali e immateriali		(10.468.901)	(8.076.017)
(Perdita)/Utile di esercizio		**(247.281.223)**	**27.540.513**

Francoforte sul Meno, 29 febbraio 2000

BANCA CENTRALE EUROPEA

Willem F. Duisenberg
Presidente

Criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio[1]

Forma e presentazione del bilancio

Il bilancio della Banca centrale europea (BCE) è stato redatto in modo da rappresentare correttamente la situazione patrimoniale e finanziaria della BCE e il risultato economico di esercizio. Il bilancio è stato redatto in linea con i principi e criteri contabili di seguito delineati, che il Consiglio direttivo della BCE ha ritenuto adeguati alle funzioni proprie di una banca centrale. Tali principi e criteri sono coerenti con quanto previsto dall'articolo 26.4 dello Statuto del SEBC, che richiede l'armonizzazione delle norme per la rilevazione e la rendicontazione contabili delle operazioni dell'Eurosistema.

Principi contabili

Sono stati applicati i seguenti principi contabili:

- Trasparenza e aderenza alla realtà economica;
- prudenza;
- considerazione degli eventi successivi alla data di riferimento del bilancio;
- rilevanza;
- competenza;
- prospettiva della continuazione dell'attività (cd. "azienda in funzionamento");
- coerenza e comparabilità .

Criteri generali

Il bilancio è stato redatto sulla base dei costi storici modificati per effettuare la valutazione a prezzi di mercato dei titoli negoziabili, dell'oro e di tutte le altre attività e passività di bilancio e "fuori bilancio" denominate in valuta estera. Le operazioni su attività e passività finanziarie si riflettono nel bilancio in base alla data di regolamento.

Oro, attività e passività in valuta estera

Le attività e passività denominate in valuta estera sono convertite in euro al tasso di cambio prevalente nel giorno di riferimento per la redazione del bilancio. Le rendite e le spese sono convertite al tasso di cambio prevalente al momento dell'operazione. La valutazione delle attività e passività in valuta estera viene effettuata separatamente per ogni valuta, considerando sia le poste di bilancio sia quelle "fuori bilancio".

Con riferimento alle attività e passività denominate in valuta estera, la valutazione riguardante il prezzo di mercato ha luogo separatamente da quella relativa al tasso di cambio.

Per l'oro non viene effettuata alcuna distinzione fra le differenze di valutazione in base al prezzo e quelle relative al tasso di cambio. Viene infatti contabilizzata una unica valutazione sulla base del prezzo in euro per oncia fine d'oro, determinato sulla scorta del tasso di cambio dell'euro rispetto al dollaro statunitense al 30 dicembre 1999.

Titoli

Tutti i titoli di debito negoziabili e le altre attività similari sono valutati ai prezzi medi di mercato prevalenti nella data di riferimento del bilancio. Per l'anno conclusosi il 31 dicembre 1999, sono stati applicati i prezzi medi di mercato del 29 dicembre 1999. I titoli non negoziabili sono valutati al costo.

Operazioni temporanee

Le operazioni temporanee di vendita sono iscritte nel passivo della situazione patrimoniale come depositi garantiti. La situazione patrimoniale evidenzia l'ammontare dei depositi

1 *I criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio della BCE sono stati definiti in dettaglio dal Consiglio direttivo con Decisione del 1° dicembre 1998 (ECB/1998/NP23), copia della quale è disponibile a richiesta.*

e il valore dei titoli a garanzia. I titoli oggetto di tali transazioni restano nella situazione patrimoniale della BCE e sono considerati come facenti ancora parte del portafoglio di provenienza. Le transazioni di questa specie relative a titoli denominati in valuta estera non hanno effetto sul costo medio della posizione in valuta.

Le operazioni temporanee di acquisto sono iscritte fra le poste dell'attivo della situazione patrimoniale come prestiti garantiti, per l'ammontare del prestito. I titoli acquistati mediante tali operazioni non vengono assoggettati a valutazione.

Rilevazione delle rendite e delle spese

Le rendite e le spese vengono rilevate nel periodo in cui sono state, rispettivamente, conseguite e sostenute.

Gli utili e le perdite realizzati sono iscritti nel Conto economico. Per calcolare il costo di acquisizione di ogni singola voce si utilizza il metodo del costo medio su base giornaliera. A fine anno, in caso di minusvalenze (non realizzate), il costo medio, calcolato come indicato, viene ridotto in linea con il tasso di cambio e/o il prezzo di mercato a fine esercizio.

Le plusvalenze (non realizzate) non sono imputate al Conto economico come componenti positive di reddito, ma iscritte direttamente in un conto di rivalutazione.

Le minusvalenze (non realizzate) sono imputate al Conto economico se eccedenti rispetto a preesistenti rivalutazioni registrate nel corrispondente conto di rivalutazione. Le minusvalenze (non realizzate) relative a uno specifico titolo o valuta o all'oro non sono compensate con plusvalenze (non realizzate) relative ad altre specie di titolo o valute.

I premi e gli sconti su titoli acquistati vengono assimilati agli interessi e ammortizzati sulla base della vita residua dei titoli.

Operazioni "fuori bilancio"

Le operazioni "fuori bilancio" in valuta, cioè gli acquisti o le vendite a termine di valuta, gli impegni a termine nell'ambito di *swap* in valuta e le altre operazioni in valuta che comportano lo scambio di una valuta contro un'altra a una data futura, concorrono a costituire la posizione netta in valuta al fine del calcolo degli utili o perdite in cambi. Le operazioni "fuori bilancio" incentrate sul tasso di interesse sono valutate separatamente l'una dall'altra e assoggettate ad un trattamento simile a quello utilizzato per i titoli. L'individuazione e il trattamento dei profitti e delle perdite derivanti dalle operazioni "fuori bilancio" avvengono secondo criteri simili a quelli applicati per le operazioni "sopra la linea".

Fatti contabili rilevanti successivi alla data di riferimento del bilancio

Le attività e le passività formano oggetto di aggiustamenti relativi ad eventi che si manifestino fra la data di riferimento del bilancio annuale e quella in cui tale bilancio viene approvato dal Consiglio direttivo della BCE, qualora tali eventi incidano in misura rilevante sullo stato delle attività e passività alla predetta data di riferimento del bilancio.

Saldi intra-Eurosistema

I saldi intra-Eurosistema (ad eccezione di quelli afferenti il capitale della BCE e il trasferimento delle attività di riserva alla BCE) vengono esposti nella situazione patrimoniale in un'unica posizione netta.

Immobilizzazioni materiali e immateriali

Le immobilizzazioni materiali e immateriali sono valutate al costo, dedotto l'ammortamento. L'ammortamento è calcolato sulla base di quote costanti a partire dal trimestre successivo all'acquisizione, per tutta la "durata presunta" del bene. In particolare:

- Computer e relativi hardware e software, autoveicoli: 4 anni;

- Apparecchiature, mobili e impianti: 10 anni.

Le immobilizzazioni il cui costo sia inferiore a 10.000 euro sono interamente imputate al Conto economico nell'anno di acquisto.

Schema pensionistico della BCE

La BCE applica uno schema pensionistico a contribuzione definita. Le attività di investimento previste, costituite al solo scopo di garantire le prestazioni agli iscritti al piano e alle persone a loro carico, sono incluse fra le "altre attività" della BCE e considerate separatamente. Le plusvalenze e le minusvalenze sulle attività del fondo pensioni vengono considerate rispettivamente come rendite e spese del piano pensionistico nell'anno in cui esse insorgono. Le prestazioni da corrispondere a valere sul conto relativo alle prestazioni fondamentali, alimentato dai contributi della BCE, riflettono anche l'esistenza di minimi garantiti a integrazione delle prestazioni a contribuzione definita.

Altre informazioni

In considerazione del ruolo della BCE quale banca centrale, il Comitato esecutivo ritiene che la pubblicazione del rendiconto sui flussi di cassa non fornisca informazioni aggiuntive di rilievo.

Ai sensi dell'articolo 27 dello Statuto del SEBC e sulla base di una Raccomandazione del Consiglio direttivo della BCE, il Consiglio dell'Unione europea ha approvato la nomina della PricewaterhouseCoopers GmbH quale revisore esterno della BCE.

Note allo stato patrimoniale

1 Oro e crediti in oro

La BCE detiene 24 milioni di once di oro fino. L'oro è stato trasferito alla BCE all'inizio dell'anno 1999, al valore di mercato allora corrente di 246,368 euro per oncia fine, quale componente delle attività di riserva trasferite alla BCE dalle BCN. Con riferimento al valore iniziale di tali attività, l'oro rappresentava il 15 per cento.

2 Crediti denominati in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro e verso residenti nell'area dell'euro

Tali crediti sono costituiti da saldi di conti presso banche estere, prestiti denominati in valuta estera e investimenti in titoli, denominati principalmente in dollari statunitensi e yen giapponesi.

3 Crediti denominati in euro verso non residenti nell'area dell'euro

Trattasi principalmente dei saldi nei confronti di BCN non partecipanti all'Eurosistema relativi alle operazioni effettuate tramite il sistema TARGET.

4 Titoli denominati in euro emessi da residenti nell'area dell'euro

Questi titoli comprendono titoli di debito negoziabili emessi da specifici emittenti dell'area dell'euro, altamente affidabili.

5 Altre attività

5.1 Immobilizzazioni materiali e immateriali

Al netto di ammortamenti accumulati per 29,1 milioni di euro (ivi inclusi quelli relativi al periodo di attività dell'IME), le immobilizzazioni materiali al 31 dicembre 1999 erano costituite principalmente da:

	Valore netto contabile al 31 dicembre 1999 €	Valore netto contabile al 31 dicembre 1998 €
Computer	15.865.660	12.510.812
Apparecchiature, mobili, impianti e autoveicoli	5.955.720	3.329.884
Immobilizzazioni in corso	12.989.835	11.864.257
Altre immobilizzazioni materiali	7.778.252	2.407.118
Totale	42.589.467	30.112.071

5.2 Altre attività finanziarie

Le principali componenti di tale voce sono:

(a) Le operazioni temporanee di vendita connesse all'investimento dei fondi propri della BCE. Alla data del 31 dicembre 1999 tali operazioni ammontavano a 565,7 milioni di euro.

(b) Gli investimenti di portafoglio relativi al fondo pensioni della BCE, valutati in 32,2 milioni di euro. Le attività rappresentano gli investimenti dei contributi previdenziali a carico della BCE e del personale che risultavano accumulati al 31 dicembre 1999; tali investimenti sono amministrati da un gestore esterno. I contributi previdenziali ordinari della BCE e dei partecipanti allo schema pensionistico sono stati oggetto di investimenti su base mensile. Le attività del fondo pensioni sono mantenute distinte dalle altre attività finanziarie della BCE; i relativi redditi netti non confluiscono nel risultato economico della BCE, bensì, nelle more del pagamento delle prestazioni pensionistiche, vengono reinvestiti nel fondo stesso. Il valore delle attività a fronte dello schema pensionistico viene determinato dal gestore esterno utilizzando i prezzi di mercato di fine anno.

(c) La BCE, a seguito dell'invito del Consiglio di amministrazione della Banca per i regolamenti internazionali di entrare a far parte della stessa, il 9 dicembre 1999, ha acquistato 3.000 azioni della BRI, al costo di 38,5 milioni di euro.

5.3 Ratei e risconti

La componente principale di questa voce è costituita dagli interessi maturati su titoli e altre attività finanziarie.

5.4 Partite varie attive

Questa voce comprende principalmente un credito vantato nei confronti del Ministero federale delle Finanze tedesco per il recupero dell'IVA e di altre imposte indirette. Tali imposte sono rimborsabili ai sensi dell'articolo 3 del Protocollo sui Privilegi e sulle Immunità delle Comunità europee, che si applica alla BCE in virtù dell'articolo 40 dello Statuto del SEBC.

6 Passività denominate in euro verso altri residenti nell'area dell'euro

Questa voce comprende i depositi dei membri dell'Associazione bancaria per l'euro (ABE) costituiti a garanzia della BCE a fronte dei pagamenti regolati dall'ABE tramite il sistema TARGET.

7 Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro

Queste passività riguardano principalmente il saldo verso una BCN non partecipante derivante dalle operazioni effettuate tramite il sistema TARGET.

8 Passività denominate in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro

Questa voce riporta le passività derivanti da operazioni temporanee di vendita connesse alla gestione delle riserve in valuta estera della BCE.

9 Passività intra-Eurosistema

9.1 Passività connesse al trasferimento di attività di riserva

All'inizio della Terza fase della UEM, le BCN dei paesi partecipanti hanno trasferito attività di riserva alla BCE, in ottemperanza all'articolo 30 dello Statuto del SEBC e a seguito di un Atto di indirizzo del Consiglio direttivo della BCE, che ha reso operativo tale articolo. Nel periodo compreso fra il 4 e il 7 gennaio 1999 sono stati effettuati trasferimenti in oro, attività liquide e titoli, per un ammontare pari a 39,5 miliardi di euro. La componente valutaria (pari all'85 per cento del valore complessivo del trasferimento) era costituita per il 90 per cento da dollari statunitensi e per il 10 per cento da yen giapponesi.

	quota di partecipazione al capitale alla BCE (in percentuale)	€
Bank Nationale van België/ Banque Nationale de Belgique	2,8658	1.432.900.000
Deutsche Bundesbank	24,4935	12.246.750.000
Banco de España	8,8935	4.446.750.000
Banque de France	16,8337	8.416.850.000
Central Bank of Ireland	0,8496	424.800.000
Banca d'Italia	14,8950	7.447.500.000
Banque centrale du Luxembourg	0,1492	74.600.000
De Nederlandsche Bank	4,2780	2.139.000.000
Oesterreichische Nationalbank	2,3594	1.179.700.000
Banco de Portugal	1,9232	961.600.000
Suomen Pankki	1,3970	698.500.000
Totale	78,9379	39.468.950.000

I crediti delle BCN nei confronti della BCE connessi al trasferimento delle attività di riserva sono denominati in euro e vengono remunerati in base ai tassi di rifinanziamento a breve termine dell'Eurosistema, corretti per tenere conto della componente infruttifera rappresentata dall'oro (cfr. Note al Conto economico, nota 1). Secondo quanto deliberato dal Consiglio direttivo, nei primi tre anni della Terza fase della UEM tali crediti sono oggetto di "rinuncia" da parte delle BCN qualora la BCE non disponga di sufficienti margini di reddito e di riserve per ripianare minusvalenze (non realizzate) originate dalla diminuzione dei tassi di cambio da applicare alle attività in valuta. La "rinuncia" non può ridurre il debito al di sotto dell'80 per cento del suo valore originario.

9.2 Altre passività nell'ambito dell'Eurosistema (nette)

Questa voce comprende principalmente i saldi TARGET nei confronti delle BCN partecipanti all'Eurosistema, come di seguito specificato:

	€
Saldi TARGET a debito di BCN partecipanti	7,697,803,922
Saldi TARGET a credito di BCN partecipanti	(9,418,628,635)
Posizione netta	(1,720,824,713)

10 Altre passività

La sottovoce "partite varie passive" comprende principalmente operazioni temporanee di vendita effettuate in relazione all'investimento dei fondi propri della BCE. Questa voce include altresì le passività connesse al Fondo pensioni (32,2 milioni di euro).

11 Accantonamenti

Questa voce comprende principalmente accantonamenti effettuati in vista di spese per beni e servizi.

12 Conti di rivalutazione

Tali conti rappresentano riserve da rivalutazione originate da plusvalenze rilevate su attività e passività, principalmente per aumenti dei tassi di cambio contro l'euro nel corso del 1999.

	1999 €	1998 €
Oro	1,036,876,277	0
Valuta estera	5,821,397,453	697,979
Titoli	2,265,980	0
Totale	6,860,539,710	697,979

13 Capitale e riserve

L'ammontare sottoscritto e interamente versato dalle BCN dell'area dell'euro a valere sul capitale della BCE (5 miliardi di euro) è pari a euro 3.946.895.000, così ripartiti:

	Quota di partecipazione al capitale della BCE (in percentuale)	€
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2.8658	143,290,000
Deutsche Bundesbank	24.4935	1,224,675,000
Banco de España	8.8935	444,675,000
Banque de France	16.8337	841,685,000
Central Bank of Ireland	0.8496	42,480,000
Banca d'Italia	14.8950	744,750,000
Banque centrale du Luxembourg	0.1492	7,460,000
De Nederlandsche Bank	4.2780	213,900,000
Oesterreichische Nationalbank	2.3594	117,970,000
Banco de Portugal	1.9232	96,160,000
Suomen Pankki	1.3970	69,850,000
Totale	78.9379	3,946,895,000

Le contribuzioni delle BCN non appartenenti all'area dell'euro, pari al 5 per cento dell'ammontare che le stesse avrebbero dovuto

versare qualora avessero partecipato all'Unione monetaria, ammontano a euro 52.655.250, così ripartiti:

	Quote di partecipazione al capitale della BCE (in percentuale)	€
Danmarks Nationalbank	1,6709	4.177.250
Bank of Greece	2,0564	5.141.000
Sveriges Riksbank	2,6537	6.634.250
Bank of England	14,6811	36.702.750
Totale	21,0621	52.655.250

Gli importi versati dalle BCN non appartenenti all'area dell'euro rappresentano un contributo ai costi operativi sostenuti dalla BCE per lo svolgimento di attività nell'interesse di tali BCN. Queste ultime, fino al loro ingresso nell'Eurosistema, non sono tenute a versare alcun contributo aggiuntivo rispetto agli importi già stabiliti. Esse non partecipano alla distribuzione degli utili né sono tenute al ripianamento delle perdite della BCE.

Le riserve della BCE sono così composte:

	1999 €
Fondo generale di riserva	5.508.000
Altre riserve	0
Utili netti portati a nuovo	22.032.513
Totale	27.540.513

14 Voci "fuori bilancio"

Non sussistono voci attive o passive relative a contratti non ancora scaduti o ad altre posizioni aperte. Alla data del 31 dicembre 1999 non vi sono rilevanti esposizioni per passività potenziali.

Note al Conto economico

1 Interessi attivi netti

Questa voce comprende gli interessi attivi, al netto di quelli passivi, relativi alle attività e passività denominate in valuta estera o in euro. Gran parte degli interessi attivi e passivi trae origine dai saldi TARGET. Gli interessi attivi netti sulle attività in valuta estera ammontano a 1,5 miliardi di euro. L'onere della remunerazione alle BCN sui loro crediti verso la BCE a fronte del trasferimento di attività di riserva (avvenuto all'inizio del 1999) si ragguaglia a 913 milioni di euro.

Composizione degli interessi attivi

	Denominati in valuta estera (in percentuale)		Denominati in euro (in percentuale)	
	1999	1998 (7 mesi)	1999	1998 (7 mesi)
Titoli	84.5	0.0	5.1	0.0
Altre attività	15.5	100.0	94.9	0.0
Totale	100.0	100.0	100.0	0.0

Composizione degli interessi passivi

	Denominati in valuta estera (in percentuale)		Denominati in euro (in percentuale)	
	1999	1998 (7 mesi)	1999	1998 (7 mesi)
Titoli	99.6	0.0	0.9	0.0
Altre passività	0.4	0.0	99.1	100.0
Totale	100.0	0.0	100.0	100.0

2 Utili/perdite da negoziazione

Nella gestione ordinaria di portafoglio le transazioni in titoli hanno evidenziato una perdita netta (realizzata) dovuta a un significativo deprezzamento dei titoli detenuti nel corso del 1999.

3 Svalutazioni di attività e posizioni finanziarie

La diminuzione dei prezzi ha comportato svalutazioni, rispetto al costo di acquisizione, dei titoli evidenziati nella situazione patrimoniale al valore di mercato alla data del 31 dicembre 1999 (cfr. Criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio: rilevazione delle rendite e delle spese)

4 Rendite nette derivanti dall'applicazione di tariffe e commissioni

La sottovoce "Tariffe e commissioni attive" comprende le penalità applicate alle banche per il mancato adempimento degli obblighi di riserva.

5 Altre rendite

Questa voce comprende principalmente il trasferimento al Conto economico di accantonamenti per spese amministrative non utilizzati.

6 Spese per il personale

La voce comprende gli stipendi e le indennità (52,3 milioni di euro) nonché i contributi a carico del datore di lavoro per il fondo pensioni della BCE e per l'assicurazione contro le malattie e per gli infortuni. Gli emolumenti corrisposti ai componenti il Comitato esecutivo della BCE ammontano a 1,8 milioni di euro. Nel corso dell'anno non sono state liquidate pensioni a precedenti membri del Comitato esecutivo, né a persone a carico degli stessi. Gli stipendi e le indennità del personale, ivi comprese le remunerazioni dei dirigenti di grado superiore, sono in sostanza basati sullo schema retributivo delle Comunità europee e sono quindi confrontabili con esso.

Alla fine del 1999 la BCE presentava un organico di 732 dipendenti, di cui 55 dirigenti. Il numero medio dei dipendenti della BCE nel 1999 è stato di 648 unità, rispetto alle 478 del 1998. Nel periodo in esame sono stati assunti 242 dipendenti aggiuntivi, mentre 44 hanno rassegnato le dimissioni.

7 Piano pensionistico della BCE

La normativa che regola il piano pensionistico prevede una valutazione attuariale triennale completa. Tuttavia, verrà effettuata una valutazione attuariale annuale completa qualora il numero dei dipendenti aumenti significativamente nel corso dell'anno. L'ultima valutazione attuariale è stata condotta con riferimento al 31 dicembre 1998 utilizzando il metodo "*Projected Unit Credit*", nel rispetto delle passività minime corrispondenti agli importi forfettari pagabili al personale all'atto della cessazione dal servizio. La valutazione ha evidenziato che il valore attuariale delle attività del fondo rappresentava il 110 per cento delle prestazioni maturate a favore degli iscritti alla data di riferimento del bilancio tenendo conto dei futuri incrementi delle retribuzioni e delle pensioni.

Il costo pensionistico relativo al predetto piano viene valutato secondo le indicazioni di un attuario qualificato. Il costo complessivo delle pensioni della BCE è stato di 8,1 milioni di euro. Questo ammontare comprende accantonamenti per le pensioni dei membri del Comitato esecutivo di 1,8 milioni di euro. Per il futuro si calcola che la BCE dovrà effettuare contribuzioni nella misura del 16,5 per cento delle voci pensionabili relative a tutto il personale.

8 Altre spese di amministrazione

In questa posta rientrano tutte le altre spese correnti, quali gli affitti per immobili, la manutenzione degli immobili, i beni e le apparecchiature di natura non capitalizzabile, gli onorari professionali e altri servizi e forniture nonché le spese sostenute per l'assunzione, il trasferimento, l'insediamento, l'addestramento e il rientro del personale nella sede di origine.

Al Presidente e al Consiglio direttivo
della Banca centrale europea

Francoforte sul Meno

Abbiamo esaminato l'accluso bilancio della Banca centrale europea al 31 dicembre 1999. La Direzione della Banca centrale europea è responsabile della redazione dei conti. È nostra responsabilità formarci un'opinione indipendente sui conti stessi sulla base della nostra revisione e riferirvi tale opinione.

Abbiamo condotto la nostra revisione secondo i Principi Internazionali di Revisione. La procedura di revisione comprende l'effettuazione di verifiche a campione della documentazione comprovante gli importi e le informazioni contenute nei conti annuali. Essa include altresì un giudizio sulle stime e sulle valutazioni significative compiute ai fini della redazione dei conti annuali, nonché sulla rispondenza dei criteri di redazione del bilancio alla reale situazione della Banca centrale europea e sull'adeguatezza delle informazioni fornite sui criteri stessi.

A nostro avviso i conti annuali, che sono stati redatti in base ai criteri contabili indicati nella sezione 1 della relativa nota integrativa, rappresentano in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria della Banca centrale europea al 31 dicembre 1999 e il risultato economico dell'esercizio che si è concluso in quella data.

Francoforte sul Meno, 1° marzo 2000

PricewaterhouseCoopers

Società a responsabilità limitata
Società di revisione contabile

(firmato)
(Wagener)
Revisore dei conti

(firmato)
(Kern)
Revisore dei conti

Nota sulla ripartizione delle perdite

Nota: questo documento non costituisce parte integrante del bilancio della BCE. Esso viene pubblicato nel Rapporto annuale a titolo informativo.

Ai sensi dell'articolo 33.2 dello Statuto del SEBC, una perdita d'esercizio della BCE viene ripianata, nell'ordine, come segue:

(a) la perdita può essere compensata dal fondo di riserva generale della BCE;

(b) in conformità a quanto deciso dal Consiglio direttivo della BCE, ogni restante perdita verrà compensata con il reddito monetario dell'anno di riferimento in misura proporzionale agli ammontari assegnati a ciascuna BCN secondo quanto stabilito dall'articolo 32.5 e fino a concorrenza dei medesimi[1];

(c) per il caso in cui tali perdite non possano essere compensate applicando l'articolo 33.2, il Consiglio direttivo ha stabilito che:

  (i) ogni perdita residua verrà ripianata anzitutto mediante la "rinuncia" delle BCN a parte del valore originario della passività della BCE a fronte del trasferimento a quest'ultima di attività di riserva. L'ammontare massimo di tale rinuncia non potrà eccedere:

    - l'ammontare delle minusvalenze (non realizzate) sulle attività in valuta e in oro della BCE;
    - un ammontare tale da ridurre la suddetta passività della BCE a meno dell'80 per cento del valore originario;

  (ii) la perdita residua verrà ripianata direttamente dalle BCN a valere sul reddito monetario dell'insieme delle BCN riferibile alle banconote nazionali in circolazione, secondo quote proporzionali a quelle di partecipazione al capitale della BCE; peraltro, per ogni BCN tale "onere diretto" non potrà superare il reddito monetario ascrivibile all'ammontare delle banconote nazionali in circolazione della BCN stessa.

Il Consiglio direttivo della BCE, nella riunione del 16 marzo 2000, ha deciso di ripartire la perdita della BCE per l'anno che si è concluso il 31 dicembre 1999 come segue:

	1999 €	1998 €
(Perdita)/utile di esercizio	(247.281.223)	27.540.513
Prelievi dal/allocazioni al fondo di riserva generale	27.540.513	(5.508.000)
Utilizzo del reddito monetario conferito dalle BCN	35.160.676	0
Utili netti portati a nuovo		(22.032.513)
Onere direttamente a carico delle BCN	184.580.034	0

1 *Conformemente a quanto stabilito dall'articolo 32.5 dello Statuto del SEBC, il reddito monetario delle banche centrali nazionali deve essere ripartito fra le BCN proporzionalmente alle singole quote (versate) di partecipazione al capitale della BCE. Il Consiglio direttivo della BCE ha stabilito, per il triennio 1999/2001, di calcolare il reddito monetario applicando un tasso di riferimento ad un aggregato composto dalle seguenti passività monetarie denominate in euro nei confronti di controparti del settore finanziario dell'area dell'euro: conti correnti (inclusi i depositi di riserva obbligatoria); depositi overnight; depositi a scadenza fissa; depositi collegati alle richieste di margini; operazioni temporanee di vendita finalizzate al drenaggio della liquidità; passività di BCN partecipanti all'Eurosistema connesse all'emissione da parte della BCE di certificati di debito. Il tasso di riferimento utilizzato è l'ultimo tasso quindicinale sulle operazioni temporanee, che viene applicato, su base giornaliera, all'aggregato delle passività monetarie di ciascuna BCN per calcolare il reddito monetario da conferire al sistema. L'ammontare degli interessi pagati da ogni BCN sulle predette passività monetarie va dedotto dall'ammontare del reddito monetario da conferire.*

Situazione patrimoniale consolidata dell'Eurosistema al 31 dicembre 1999

(in milioni di euro)

Attivo		Saldo al 31 dicembre 1999	Saldo al 1° gennaio 1999
1	Oro e crediti in oro	**116.610**	**99.565**
2	Crediti denominati in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro		
2.1	Crediti verso il FMI	71.744	29.511
2.2	Conti presso banche, investimenti in titoli, prestiti esteri e altre attività sull'estero	182.803	201.494
		254.547	**231.005**
3	Crediti denominati in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro	**14.412**	**6.283**
4	Crediti denominati in euro verso non residenti nell'area dell'euro		
4.1	Conti presso banche, investimenti in titoli e prestiti	6.050	8.941
4.2	Crediti derivanti da linee di credito nel quadro dello SME II	0	0
		6.050	**8.941**
5	Rifinanziamenti denominati in euro a favore di controparti del settore finanziario dell'area dell'euro		
5.1	Operazioni di rifinanziamento principali	161.988	143.696
5.2	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	74.996	24.698
5.3	Operazioni temporanee di *fine tuning*	0	6.680
5.4	Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0
5.5	Operazioni di rifinanziamento marginale	11.429	6.372
5.6	Crediti connessi a scarti di garanzia	404	26
5.7	Altri crediti	1.276	3.641
		250.093	**185.113**
6	Titoli denominati in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	**23.513**	**21.673**
7	Crediti denominati in euro verso Amministrazioni pubbliche	**59.180**	**60.126**
8	Altre attività	**81.899**	**80.731**
Totale Attivo		**806.304**	**693.437**

I totali complessivi e parziali possono non coincidere con la somma delle singole voci a motivo degli arrotondamenti.

Passivo		Saldo al 31 dicembre 1999	Saldo al 1° gennaio 1999
1	Banconote in circolazione	**374.976**	**342.194**
2	Passività denominate in euro verso controparti del settore finanziario dell'area dell'euro		
2.1	Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	114.826	84.428
2.2	Depositi overnight	2.618	973
2.3	Depositi a tempo determinato	0	1.886
2.4	Operazioni temporanee di fine tuning	0	0
2.5	Depositi connessi a scarti di garanzia	10	12
		117.454	**87.299**
3	Certificati di debito	**7.876**	**13.835**
4	Passività denominate in euro verso altri residenti nell'area dell'euro		
4.1	Passività verso Amministrazioni pubbliche	57.539	55.279
4.2	Altre passività	3.061	3.075
		60.600	**58.354**
5	Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro	**9.048**	**9.972**
6	Passività denominate in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro	**927**	**595**
7	Passività denominate in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro		
7.1	Depositi, conti diversi e altre passività	11.896	3.314
7.2	Passività derivanti da linee di credito nel quadro dello SME II	0	0
		11.896	**3.314**
8	Contropartite dei DSP assegnati dal FMI	**6.529**	**5.765**
9	Altre passività	**54.493**	**58.070**
10	Conti di rivalutazione	**106.629**	**60.083**
11	Capitale e riserve	**55.876**	**53.956**
Totale Passivo		**806.304**	**693.437**

Allegati

Glossario*

Accesso remoto (a uno STIF) (remote access to an IFTS): la possibilità, per un **istituto di credito** situato in un paese ("paese d'origine"), di partecipare direttamente a un **sistema di trasferimento interbancario di fondi (STIF)** situato in un altro paese ("paese ospite") e, a questo scopo, di detenere un conto di regolamento a proprio nome presso la banca centrale del paese ospite, senza necessariamente possedere una filiale in quel paese.

Agente di regolamento (settlement agent): istituto che gestisce il regolamento finale di una compensazione (ad esempio, la determinazione delle posizioni di regolamento, il controllo dello scambio di pagamenti) per i sistemi di trasferimento o altri meccanismi che necessitino di regolamento.

Aggiustamento disavanzo-debito (deficit-debt adjustment): differenza tra il disavanzo pubblico e la variazione del debito pubblico. Può essere dovuto, tra l'altro, a variazioni nell'ammontare delle attività finanziarie detenute dallo Stato, a variazioni del debito pubblico detenuto da altre componenti del settore statale o ad aggiustamenti statistici.

Aggregati monetari (monetary aggregates): un aggregato monetario può essere definito come la somma del **circolante** e delle consistenze in essere di alcune passività delle istituzioni finanziarie il cui "carattere monetario" è particolarmente evidente (ossia la cui liquidità, intesa in senso lato, è elevata). L'aggregato monetario ristretto **M1** è stato definito dall'**Eurosistema** come la somma del circolante e dei **depositi in conto corrente** detenuti da residenti nell'area dell'euro (escluse le Amministrazioni centrali) presso istituzioni appartenenti al settore emittente moneta dell'area dell'euro. L'aggregato monetario **M2** è dato dalla somma di M1, dei depositi con durata prestabilita fino a due anni e dei depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi. L'aggregato monetario ampio **M3** comprende M2 più **le operazioni pronti contro termine**, le quote dei fondi comuni monetari e i titoli del mercato monetario e le obbligazioni con scadenza fino a due anni. Il **Consiglio direttivo** ha annunciato un valore di riferimento per la crescita di M3 (cfr. anche **valore di riferimento per la crescita monetaria**).

Amministrazioni pubbliche (general government): comprendono l'amministrazione centrale, quelle statali e/o locali e gli enti di previdenza, conformemente alla definizione del **Sistema europeo di conti nazionali 1995 (SEC 95).**

Area dell'euro (euro area): area comprendente gli Stati membri che hanno introdotto l'**euro** come moneta unica secondo quanto previsto dal **Trattato** e in cui viene attuata una politica monetaria unica sotto la responsabilità del **Consiglio direttivo** della **Banca centrale europea (BCE)**. Ne fanno parte Belgio, Germania, Spagna, Francia, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia.

Associazione bancaria per l'euro – ABE (*Euro Banking Association – EBA*): organizzazione tra banche intesa come foro per l'indagine e la discussione di tutte le questioni di interesse per i suoi membri e, in particolare, di quelle relative all'uso dell'**euro** e al regolamento delle transazioni in euro. In seno all'ABE è stata istituita una Società di compensazione (Compensazione ABE, Société par Actions Simplifiée à capital variable) con l'obiettivo di gestire il Sistema di compensazione dell'euro dal 1° gennaio 1999. Il Sistema di compensazione dell'euro (Euro 1) succede al Sistema di compensazione e regolamento dell'ECU.

* *La numerazione degli articoli e dei Protocolli segue quella stabilita dal Trattato firmato ad Amsterdam.*

Asta standard (*standard tender*): procedura d'asta utilizzata dall'**Eurosistema** nelle sue **operazioni** regolari **di mercato aperto**. Le aste standard sono effettuate nell'arco di 24 ore. Sono autorizzate a presentare offerte alle aste standard tutte le **controparti** che soddisfino i requisiti generali di partecipazione.

Asta veloce (*quick tender*): procedura d'asta usata dall'**Eurosistema** per le **operazioni di *fine tuning***. Le aste veloci sono effettuate nell'arco di un'ora e riservate a un gruppo specifico di **controparti**.

Banca centrale europea – BCE (*European Central Bank – ECB*): la BCE è il centro del **Sistema europeo di banche centrali (SEBC) e dell'Eurosistema** e ha personalità giuridica in base alla legislazione comunitaria. Essa assicura che i compiti assegnati all'Eurosistema e al SEBC siano svolti per mezzo delle proprie attività, secondo lo Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea, o per il tramite delle banche centrali nazionali.

Banche corrispondenti (*correspondent banking*): un accordo con il quale un istituto di credito fornisce servizi di pagamento e di altro genere a un altro istituto di credito. I pagamenti effettuati tramite banche corrispondenti vengono spesso eseguiti tramite conti reciproci (i conti "nostro" e "loro"), ai quali possono essere collegate linee di credito permanenti. I servizi di corrispondenza sono forniti principalmente a livello internazionale, ma sono anche presenti, con il nome di rapporti di agenzia, in alcuni contesti nazionali. Conto "loro" è il termine impiegato da un corrispondente per descrivere un conto tenuto per una banca estera; la banca estera definirà a sua volta questo conto come conto "nostro".

Benchmark: quando è utilizzato con riferimento agli investimenti, indica un portafoglio di riferimento, o indice, costruito in funzione degli obiettivi di liquidità, rischio e remuneratività degli investimenti stessi; può essere usato come termine di raffronto per la valutazione dell'andamento del portafoglio effettivo.

Bilancio consolidato delle Istituzioni finanziarie monetarie (*consolidated MFI balance sheet*): il bilancio consolidato del settore delle **Istituzioni finanziarie monetarie (IFM)** corrisponde al bilancio aggregato delle IFM al netto delle posizioni fra le IFM stesse (prestiti tra IFM e depositi dei fondi comuni monetari presso le IFM). Fornisce indicazioni sulle attività e passività del settore delle IFM nei confronti dei residenti dell'area dell'euro non appartenenti al settore stesso (Amministrazioni pubbliche e altri residenti nell'area dell'euro) e dei non residenti. Il bilancio consolidato costituisce la principale fonte statistica per il calcolo degli aggregati monetari e rappresenta, inoltre, la base per l'analisi regolare delle contropartite di **M3**.

Carta prepagata multiuso (*multi-purpose prepaid card*): carta prepagata che può essere utilizzata per un'ampia gamma di finalità e che è potenzialmente impiegabile su scala nazionale e internazionale, ma il cui utilizzo potrebbe in alcuni casi essere limitato a una certa area. Una carta prepagata multiuso ricaricabile è altresì nota come "borsellino elettronico" (cfr. anche **moneta elettronica**).

Circolante (*currency in circulation*): il circolante include le banconote e le monete in circolazione comunemente utilizzate per effettuare pagamenti. Esso comprende le banconote emesse dall'**Eurosistema** e da altre **Istituzioni finanziarie monetarie (IFM)** (in Irlanda e nel Lussemburgo) e le monete coniate dall'Eurosistema e dai governi nazionali. Il circolante compreso in **M3** è da intendersi al netto; si riferisce, cioè, soltanto alle banconote e alle monete in circolazione detenute al di fuori del settore delle IFM (nel **bilancio consolidato delle IFM**,

pertanto, non compare il circolante da esse detenuto, la "cassa contante"). Il circolante non comprende gli stock di banconote non ancora emesse e detenute dalle banche centrali, né le monete commemorative, che non vengono comunemente utilizzate per effettuare pagamenti.

Coefficiente di riserva (*reserve ratio*): rapporto definito dalla banca centrale per ciascuna delle categorie di **passività soggette a riserva**. Tale rapporto è utilizzato per il calcolo della **riserva obbligatoria**.

Collegamenti tra sistemi di regolamento delle transazioni in titoli (*links between securities settlement systems*): procedure e accordi che collegano due **sistemi di regolamento delle transazioni in titoli** consentendo il trasferimento di titoli tra paesi diversi mediante scrittura contabile.

Comitato economico e finanziario (*Economic and Financial Committee*): organo consultivo della Comunità, istituito all'inizio della Terza fase in concomitanza con lo scioglimento del Comitato monetario. Gli Stati membri, la **Commissione europea** e la **Banca centrale europea (BCE)** nominano ciascuno non più di due membri del Comitato. L'articolo 114 (2) del **Trattato** elenca i compiti del Comitato economico e finanziario, compreso l'esame della situazione economica e finanziaria degli Stati membri della Comunità.

Comitato esecutivo (*Executive Board*): uno degli organi decisionali della **Banca centrale europea (BCE)**. Comprende il Presidente, il Vicepresidente e altri quattro membri nominati di comune accordo dai capi di Stato o di governo degli Stati membri che hanno introdotto l'**euro**.

Commissione europea (*European Commission*); Commissione delle Comunità europee (*Commission of the European Communities*): l'istituzione della Comunità europea che assicura l'applicazione delle disposizioni del **Trattato**, ha potere di iniziativa in materia di politiche comunitarie, propone la legislazione comunitaria ed esercita poteri in aree specifiche. Nel campo della politica economica la Commissione formula indirizzi di massima per le politiche economiche della Comunità e riferisce al **Consiglio UE** sull'evoluzione economica e le politiche economiche. Tiene sotto osservazione l'evoluzione della finanza pubblica nel quadro di una sorveglianza multilaterale e presenta rapporti al Consiglio. È composta da venti membri, di cui due provenienti da Germania, Spagna, Francia, Italia e Regno Unito, e uno da ciascuno degli altri Stati membri. L'**Eurostat** è responsabile della produzione di statistiche comunitarie.

Consiglio direttivo (*Governing Council*): uno degli organi direttivi della **Banca centrale europea (BCE)**. Comprende tutti i membri del **Comitato esecutivo** della BCE e i governatori delle banche centrali nazionali degli Stati membri che hanno introdotto l'**euro**.

Consiglio europeo (*European Council*): fornisce all'Unione europea l'impulso necessario allo sviluppo delle sue attività e ne definisce gli indirizzi politici generali. È composto dai capi di Stato o di governo degli Stati membri e dal Presidente della **Commissione europea** (cfr. anche **Consiglio UE**).

Consiglio generale (*General Council*): uno degli organi direttivi della **Banca centrale europea (BCE)**. Comprende il Presidente e il Vicepresidente della BCE e i governatori di tutte le quindici banche centrali nazionali della UE.

Consiglio UE (*EU Council*): organismo della Comunità europea composto dai rappresentanti dei governi degli Stati membri, in generale i ministri responsabili degli argomenti in esame

(pertanto, viene spesso chiamato Consiglio dei ministri). La riunione del Consiglio UE nella composizione dei Ministri delle Finanze e dell'Economia viene spesso denominata **Consiglio Ecofin**. Inoltre, possono aversi riunioni del Consiglio UE nella composizione dei capi di Stato o di governo (cfr. anche **Consiglio europeo**).

Controparte (*counterparty*): parte opposta in una transazione finanziaria (per esempio, qualsiasi transazione con la banca centrale).

Credito ai residenti nell'area dell'euro (*credit to euro area residents*): misura (in base a una definizione estesa) del finanziamento fornito dal settore delle **Istituzioni finanziarie monetarie (IFM)** ai residenti nell'area dell'euro non appartenenti al settore stesso (**Amministrazioni pubbliche** e settore privato). Tale definizione comprende (i) i prestiti e (ii) i valori mobiliari detenuti dalle IFM. Questi ultimi includono titoli di debito, compresi i titoli del mercato monetario, azioni e altri titoli di capitale emessi da soggetti residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM. Poiché i valori mobiliari possono essere considerati un canale alternativo di finanziamento rispetto ai prestiti, e poiché alcuni prestiti possono essere cartolarizzati, tale definizione fornisce un'informazione più adeguata sull'ammontare totale del finanziamento del settore delle IFM all'economia rispetto a una definizione ristretta che si riferisca esclusivamente ai prestiti.

Depositi con durata prestabilita (*deposits with an agreed maturity*): questa categoria di strumenti consiste principalmente nei depositi a termine con scadenza prestabilita che, a seconda delle consuetudini nazionali, possono essere non convertibili prima della scadenza, oppure convertibili anteriormente alla scadenza solo dietro pagamento di una penale. Questa categoria comprende anche alcuni strumenti di debito non negoziabili, quali i certificati di deposito non negoziabili (al dettaglio). I depositi con scadenza fino a due anni sono compresi in **M2** (e quindi in **M3**), mentre quelli con scadenza superiore ai due anni sono inclusi nelle passività finanziarie (non monetarie) a più lungo termine del settore delle **Istituzioni finanziarie monetarie (IFM)**.

Depositi in conto corrente (*overnight deposits*): categoria di strumenti che comprende principalmente depositi a vista trasferibili senza vincoli (per mezzo di assegni o strumenti similari). Comprende inoltre depositi non trasferibili convertibili su richiesta o a chiusura della successiva giornata operativa.

Depositi presso la banca centrale (*deposit facility*): categoria di **operazioni attivabili su iniziativa delle controparti**, che l'**Eurosistema** mette a disposizione delle proprie **controparti**; queste possono farne uso per effettuare depositi *overnight* presso le banche centrali, remunerati a un tasso di interesse prefissato.

Depositi rimborsabili su preavviso (*deposits redeemable at notice*): questa categoria comprende depositi a risparmio rimborsabili con un preavviso di durata prefissata. In alcuni casi è prevista la possibilità di prelevare un determinato ammontare a una certa data o anticipatamente dietro pagamento di una penale. I depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi sono compresi in **M2** (e quindi in **M3**), mentre quelli con preavviso maggiore sono inclusi nelle passività finanziarie (non monetarie) a più lungo termine del settore delle **Istituzioni finanziarie monetarie (IFM)**.

Ecofin: cfr. **Consiglio UE**.

ECU – Unità di conto europea (*ECU – European Currency Unit*): l'ECU era un paniere composto dalla somma di quantità fisse di dodici delle quindici valute degli Stati membri. Il valore dell'ECU veniva calcolato come media ponderata del valore delle valute che lo componevano. L'ECU è stato sostituito dall'**euro** al rapporto 1:1 il 1° gennaio 1999.

EONIA (*euro overnight index average*): misura del tasso di interesse effettivo prevalente nel mercato interbancario overnight dell'**euro**. È calcolato come media ponderata dei tassi di interesse sui contratti overnight non garantiti relativi a depositi denominati in euro comunicati da un gruppo selezionato di banche.

EURIBOR (*euro interbank offered rate*): è il tasso al quale vengono concessi i prestiti in **euro** tra i principali istituti di credito. è calcolato quotidianamente per i depositi interbancari con scadenza a sette giorni e con scadenze comprese tra uno e dodici mesi, come media dei tassi lettera praticati da un gruppo rappresentativo di primari istituti di credito, arrotondata al terzo decimale.

Euro: nome della valuta europea, adottato dal **Consiglio europeo** nel vertice di Madrid del 15 e 16 dicembre 1995, utilizzato in luogo del termine generico **ECU (Unità di conto europea)** impiegato nel **Trattato**.

Eurosistema (*Eurosystem*): comprende la **Banca centrale europea (BCE)** e le banche centrali nazionali degli Stati membri che hanno introdotto l'**euro** nella Terza fase dell'**Unione economica e monetaria (UEM)** (cfr. anche **area dell'euro**). Vi partecipano attualmente 11 banche centrali nazionali. Esso è governato dal **Consiglio direttivo** e dal **Comitato esecutivo** della BCE.

Eurostat: cfr. **Commissione europea**.

Franchigia (*lump-sum allowance*): ammontare fisso che un istituto può detrarre nel calcolo della propria **riserva obbligatoria** nell'ambito del sistema di riserva dell'**Eurosistema**.

Garanzia (*collateral*): attività depositate a garanzia del rimborso di un finanziamento a breve termine che gli **istituti di credito** ottengono dalle banche centrali, nonché attività cedute alle banche centrali da questi ultimi nell'ambito di **operazioni pronti contro termine**.

Indice armonizzato dei prezzi al consumo – IAPC (*Harmonized Index of Consumer Prices – HICP*): è l'indice utilizzato dal **Consiglio direttivo** per valutare la **stabilità dei prezzi**. Tale indice è stato sviluppato dalla **Commissione europea** (**Eurostat**), in stretta collaborazione con gli istituti nazionali di statistica e con l'**Istituto monetario europeo (IME)** e successivamente con la **Banca centrale europea (BCE)** , al fine di soddisfare l'esigenza, espressa nel **Trattato**, di un indice dei prezzi al consumo costruito in base a criteri comparabili, tenendo conto delle differenze nelle definizioni nazionali.

Interlinking (*Interlinking mechanism*): una delle componenti del **sistema TARGET**. Il termine indica le infrastrutture e le procedure che legano i sistemi nazionali RTGS (**sistemi di regolamento lordo in tempo reale**) per effettuare pagamenti tra i paesi della UE mediante il sistema TARGET.

Istituto di credito (*credit institution*): un istituto che corrisponda alla definizione di cui all'articolo 1 della Prima direttiva per il coordinamento bancario (77/780/CEE), ossia "un

organismo la cui attività consiste nell'accettare dal pubblico depositi o altri fondi rimborsabili e di concedere crediti per conto proprio".

Istituto monetario europeo – IME (*European Monetary Institute – EMI*): istituzione a carattere temporaneo nata all'inizio della Seconda fase dell'**Unione economica e monetaria (UEM)** (il 1° gennaio 1994). I due compiti principali dell'IME erano: (i) rafforzare la cooperazione tra le banche centrali e il coordinamento delle politiche monetarie; (ii) svolgere i preparativi necessari per l'istituzione del **Sistema europeo di banche centrali (SEBC)**, per la conduzione della politica monetaria unica e per la creazione di una moneta unica nella Terza fase. È stato posto in liquidazione in seguito all'istituzione della **Banca centrale europea (BCE)**, il 1° giugno 1998.

Istituzioni finanziarie monetarie – IFM (*Monetary Financial Institutions – MFIs*): le istituzioni finanziarie che costituiscono il settore emittente moneta dell'**area dell'euro**. Esse includono l'**Eurosistema**, gli **istituti di credito** residenti come definiti dalla legislazione comunitaria e tutte le altre istituzioni finanziarie residenti la cui attività consista nel ricevere da soggetti diversi dalle IFM depositi e/o strumenti facilmente sostituibili a essi e nel concedere crediti e/o effettuare investimenti in titoli per conto proprio (almeno in termini economici). Queste ultime istituzioni sono prevalentemente fondi comuni monetari. Alla fine del 1999 l'area dell'euro contava 9.443 IFM (12 banche centrali, 7.906 istituti di credito, 1.517 fondi comuni monetari e 8 istituzioni finanziarie di altro tipo).

M1, M2, M3: cfr. **aggregati monetari.**

Modello di banche centrali corrispondenti (*Correspondent central banking model – CCBM*): sistema istituito dal **Sistema europeo di banche centrali (SEBC)** al fine di consentire alle **controparti** di trasferire attività stanziabili come garanzia tra i paesi della UE. In tale modello, le banche centrali nazionali svolgono il ruolo di depositari l'una nei confronti dell'altra. Ne consegue che ciascuna banca centrale nazionale detiene un conto in titoli per ciascuna altra banca centrale nazionale e per la **Banca centrale europea** (**BCE**).

Moneta elettronica (*electronic money – e-money*): una riserva elettronica di valore monetario, immagazzinata in un dispositivo tecnico utilizzato per l'esecuzione di pagamenti a istituti diversi da quelli emittenti e che opera come strumento prepagato al portatore senza coinvolgere necessariamente conti bancari (cfr. anche **carta prepagata multiuso**).

Operazione attivabile su iniziativa delle controparti (*standing facility*): categoria di operazioni che una banca centrale mette a disposizione delle **controparti**, attivabili su iniziativa di queste ultime. L'**Eurosistema** offre due categorie di operazioni di questo tipo, entrambe con scadenza *overnight*: le **operazioni di rifinanziamento marginale** e quelle di **deposito presso la banca centrale**.

Operazione di *fine tuning* (*fine-tuning operation*): **operazione di mercato aperto** diversa da quelle regolari effettuata dall'**Eurosistema** principalmente per rispondere a variazioni inattese nelle condizioni di liquidità nel mercato.

Operazione di mercato aperto (*open market operation*): operazione effettuata su iniziativa della banca centrale nei mercati finanziari che comporta una delle seguenti transazioni: (i) acquisto o vendita di attività in via definitiva (a pronti o a termine); (ii) acquisto o vendita di attività con patto di riacquisto; (iii) concessione di crediti o indebitamento a fronte di **garanzia**; (iv) emissione di certificati di debito della banca centrale; (v) raccolta di depositi a scadenza fissa; o (vi) **operazioni di *swap* in valuta** tra la moneta nazionale e quelle estere.

Operazione di rifinanziamento a più lungo termine (*longer-term refinancing operation*): **operazione** regolare **di mercato aperto** effettuata dall'**Eurosistema** sotto forma di **operazione temporanea**. Tali operazioni sono eseguite tramite **aste standard** e hanno scadenza trimestrale.

Operazione di rifinanziamento marginale (*marginal lending facility*): categoria di **operazioni attivabili su iniziativa delle controparti** messa a disposizione dall'**Eurosistema**, attraverso la quale le **controparti** possono ottenere dalle banche centrali nazionali un credito overnight a un tasso di interesse prefissato.

Operazione di rifinanziamento principale (*main refinancing operation*): **operazione** regolare **di mercato aperto** effettuata dall'**Eurosistema** sotto forma di **operazione temporanea**, tramite **aste standard** settimanali e con scadenza di due settimane.

Operazione di *swap* in valuta (*foreign exchange swap*): consiste di due transazioni simultanee, una a pronti e l'altra a termine, in una valuta contro un'altra. L'**Eurosistema** può effettuare operazioni di politica monetaria di mercato aperto sotto forma di *swap* in valuta mediante le quali le banche centrali nazionali (o la **Banca centrale europea (BCE)**) acquistano (o vendono) **euro** a pronti contro una valuta estera, e simultaneamente li rivendono (o riacquistano) a termine.

Operazione di vendita con patto di riacquisto (*repurchase agreement*): operazione consistente in una vendita di attività a pronti con contestuale impegno di riacquisto a termine a un prezzo prefissato o su richiesta. Si tratta di un'operazione simile all'indebitamento garantito, con l'eccezione che il possesso dei titoli non viene mantenuto dal venditore. L'**Eurosistema** utilizza questo tipo di operazione nelle sue **operazioni temporanee**. Le operazioni di vendita con patto di riacquisto sono incluse in **M3** nel caso in cui il venditore sia una **Istituzione finanziaria monetaria (IFM)** e la controparte sia un soggetto residente nell'**area dell'euro** diverso dalle IFM. Conformemente al regolamento della **Banca centrale europea (BCE)** riguardante il bilancio consolidato del settore delle Istituzioni finanziarie monetarie[1] (BCE/1998/16), le **operazioni pronti contro termine** sono classificate come passività di deposito in quanto non negoziabili. Tuttavia, le operazioni pronti contro termine non sono incluse in **M2** poiché sono caratterizzate da un grado di sostituibilità maggiore nei confronti dei titoli a breve termine che nei confronti dei depositi con durata prestabilita o di quelli rimborsabili con preavviso.

Operazione pronti contro termine (*repurchase operation – repo*): un'**operazione temporanea** atta a fornire liquidità, basata su un'**operazione di vendita con patto di riacquisto**.

Operazione temporanea (*reverse transaction*): operazione mediante la quale la banca centrale acquista (vende) attività a pronti con patto di vendita (acquisto) a termine (**Operazione di vendita con patto di riacquisto**), ovvero eroga credito a fronte di **garanzia**.

Pagamenti di importo rilevante (*large-value payments*): pagamenti, generalmente di ammontare molto elevato, che sono per lo più effettuati tra istituti di credito o tra i partecipanti ai mercati finanziari e di solito richiedono un regolamento urgente e tempestivo.

---

1 OJ L 356 in data 30 dicembre 1998, pag. 7.

Pagamento contro pagamento (*payment versus payment – PVP*): meccanismo del sistema di regolamento delle transazioni sul mercato dei cambi che garantisce il trasferimento finale di una valuta solo nel momento in cui si verifichi il trasferimento dell'altra o delle altre valute oggetto della transazione.

Parlamento europeo (*European Parliament*): comprende 626 rappresentanti dei cittadini degli Stati membri. Prende parte al processo legislativo, sebbene con prerogative diverse a seconda delle procedure attraverso le quali la legislazione della UE viene attuata. Nell'ambito dell'**Unione economica e monetaria (UEM)**, il Parlamento ha principalmente poteri consultivi. Tuttavia, il **Trattato** stabilisce alcune procedure mediante le quali la **Banca centrale europea (BCE)** rende conto del proprio operato al Parlamento (presentazione del rapporto annuale, dibattito generale sulla politica monetaria, audizioni presso le commissioni parlamentari competenti).

Passività soggette a riserva (*reserve base*): somma delle voci di bilancio (in particolare passività) che costituiscono la base di calcolo per la **riserva obbligatoria** di un **istituto di credito**.

Patto di stabilità e crescita (*Stability and Growth Pact*): è composto da due Regolamenti del **Consiglio UE**, rispettivamente sul rafforzamento della sorveglianza sulle posizioni di bilancio e della sorveglianza e del coordinamento delle politiche economiche e sulla accelerazione e chiarificazione dell'attuazione della procedura per i disavanzi eccessivi, nonché da una Risoluzione del Consiglio UE sul Patto di stabilità e crescita adottato in occasione del vertice di Amsterdam il 17 giugno 1997. È stato concepito come strumento per la salvaguardia di una finanza pubblica solida nella Terza fase dell'**Unione economica e monetaria (UEM)**, al fine di rafforzare le condizioni per la **stabilità dei prezzi** e per una crescita forte e sostenibile che conduca alla creazione di posti di lavoro. Più in particolare, si menziona come obiettivo a medio termine degli Stati membri il raggiungimento di posizioni di bilancio vicine all'equilibrio o in avanzo, che consentirebbero ad essi di affrontare le normali fluttuazioni cicliche mantenendo, al tempo stesso, il disavanzo pubblico al di sotto del **valore di riferimento** del 3 per cento del PIL. Secondo il Patto di stabilità e crescita, i paesi partecipanti alla UEM dovranno predisporre **programmi di stabilità**, mentre quelli non partecipanti continueranno a fornire **programmi di convergenza**.

Periodo di mantenimento (*maintenance period*): periodo considerato per l'adempimento dell'obbligo di riserva. Nel sistema di **riserva obbligatoria** dell'**Eurosistema**, il periodo di mantenimento è pari a un mese, con inizio il 24° giorno di calendario di ciascun mese e fine il 23° giorno di calendario del mese successivo.

Periodo di riferimento (*reference period*): periodo di tempo, precisato dall'articolo 104 (2a) del **Trattato** e dal Protocollo n. 21 sui criteri di convergenza, nell'arco del quale si valutano i progressi verso la convergenza.

Posizione di liquidità dell'Eurosistema sul mercato dei cambi (*Eurosystem's foreign exchange liquidity position*): comprende le **riserve in valuta e oro** e gli altri crediti e passività in valuta estera **dell'Eurosistema**, incluse le posizioni rispetto ai residenti nell'**area dell'euro** quali, ad esempio, i depositi in valuta estera presso istituti di credito residenti nell'area dell'euro.

Posizione patrimoniale netta verso l'estero (*net international investment position* o *net external asset o liability position*): indicatore statistico che riassume il valore e la composizione delle consistenze delle attività finanziarie o posizioni creditorie detenute da

un'economia nei confronti del resto del mondo, meno le sue passività finanziarie nei confronti del resto del mondo.

Procedura bilaterale (*bilateral procedure*): procedura mediante cui la banca centrale tratta direttamente con una o un numero limitato di **controparti**, senza ricorrere a procedure d'asta. Le procedure bilaterali comprendono anche operazioni eseguite tramite borsa valori o agenti di cambio.

Programmi di convergenza (*convergence programmes*): cfr. **Programmi di stabilità**.

Programmi di stabilità (*stability programmes*): programmi governativi a medio termine, e rispettive ipotesi, presentati dagli Stati membri partecipanti, relativi all'andamento delle principali variabili economiche in vista del raggiungimento dell'obiettivo a medio termine di una posizione di bilancio vicina all'equilibrio o in eccedenza, come indicato nel **Patto di stabilità e crescita**. I programmi mettono in rilievo i provvedimenti atti a risanare la posizione di bilancio e gli scenari economici sottostanti. Devono essere aggiornati annualmente. Sono esaminati dalla **Commissione europea** e dal **Comitato economico e finanziario**, i cui rapporti costituiscono la base per una valutazione da parte del Consiglio **Ecofin**, in particolare sul fatto che l'obiettivo di bilancio a medio termine stabilito nel programma fornisca o meno un adeguato margine di sicurezza per evitare un disavanzo eccessivo. I paesi non partecipanti all'area dell'euro devono presentare **programmi di convergenza** annuali, come previsto dal Patto di stabilità e crescita.

Rapporto debito pubblico/PIL (*debt ratio*): è l'oggetto di uno dei criteri di convergenza relativi alla finanza pubblica previsti dall'articolo 104 (2) del **Trattato**. È definito come il "*rapporto tra il debito pubblico e il prodotto interno lordo ai prezzi di mercato*"; il Protocollo n. 20 (sulla **procedura per i disavanzi eccessivi**) definisce il debito pubblico il "*debito totale lordo al valore nominale in essere alla fine dell'esercizio e consolidato tra e nei settori della **pubblica Amministrazione***". La definizione della pubblica Amministrazione utilizzata è quella fornita nel **Sistema europeo di conti nazionali 1995 (SEC 95)**.

Rapporto disavanzo pubblico/PIL (*deficit ratio*): è l'oggetto di uno dei criteri di convergenza relativi alla finanza pubblica previsti dall'articolo 104 (2) del **Trattato**. È definito come il "*rapporto tra il disavanzo pubblico previsto o effettivo e il prodotto interno lordo ai prezzi di mercato*"; il Protocollo n. 20 (sulla procedura per i disavanzi eccessivi) definisce il disavanzo pubblico come "*l'indebitamento netto della **pubblica Amministrazione***". La definizione della pubblica Amministrazione utilizzata è quella fornita nel **Sistema europeo di conti nazionali 1995 (SEC 95)**.

Regola per la ripartizione delle perdite (*loss-sharing rule* o *loss-sharing agreement*): accordo tra i partecipanti a un sistema di trasferimento o di compensazione riguardo all'allocazione di eventuali perdite nel caso in cui uno o più partecipanti non adempiano ai propri obblighi; l'accordo stabilisce, nel caso in cui sia attivato, le modalità di ripartizione delle perdite tra le parti interessate.

Riallineamento (*realignment*): una modifica della parità centrale di una moneta che partecipa a un sistema di cambi fissi ma modificabili. Nel caso dello **SME II**, un riallineamento consiste in una variazione del **tasso centrale nei confronti dell'euro**.

Ridenominazione dei titoli (*re-denomination of securities*): la denominazione di un titolo è la valuta in cui è espresso il valore nominale del titolo stesso (nella maggior parte dei casi, il

valore facciale di un certificato). La ridenominazione fa riferimento a una procedura con cui la denominazione originale di un titolo, emesso in valuta nazionale, viene trasformata in **euro** a tassi di conversione fissati irrevocabilmente.

Rischio di regolamento (*settlement risk*): un termine generico che indica il rischio che il regolamento nell'ambito di un sistema di trasferimento possa non aver luogo come previsto. Tale rischio può comprendere i rischi sia di credito sia di liquidità.

Riserva obbligatoria (*reserve requirement*): obbligo per le istituzioni di tenere riserve presso la banca centrale. Nel sistema di riserva obbligatoria dell'**Eurosistema**, il calcolo della riserva obbligatoria di un **istituto di credito** avviene moltiplicando il **coefficiente di riserva** che si applica a ciascuna delle voci incluse nelle **passività soggette a riserva** per l'ammontare di quella voce nel bilancio di quell'istituzione. Le istituzioni possono detrarre una **franchigia** dalla loro riserva obbligatoria.

Riserve in valuta e oro dell'Eurosistema (*Eurosystem's foreign reserve assets*): le attività di riserva dell'**area dell'euro** sono detenute dall'**Eurosistema** e coincidono pertanto con le attività di riserva della **Banca centrale europea (BCE)** e delle banche centrali nazionali degli Stati membri partecipanti. Le attività di riserva devono: (i) essere sotto l'effettivo controllo della competente autorità monetaria, sia essa la BCE o la banca centrale nazionale di uno degli Stati membri; (ii) consistere in crediti verso non residenti nell'area dell'euro denominati in valuta estera (cioè diversa dall'**euro**), altamente liquidi, negoziabili e con elevato merito di credito, oltre alle riserve auree, ai diritti speciali di prelievo e alle posizioni di riserva delle banche centrali nazionali dei paesi partecipanti presso il Fondo monetario internazionale.

Saldo primario (*primary balance*): saldo del bilancio pubblico da cui sono esclusi gli interessi passivi.

Sistema di consegna contro pagamento (*Delivery versus Payment System – DVP* o *delivery against payment*): in un **sistema di regolamento delle transazioni in titoli**, è il meccanismo volto ad assicurare che il trasferimento definitivo di un'attività sia eseguito se, e solo se, ha luogo il contestuale trasferimento definitivo dell'attività (o delle attività) in contropartita. Le attività potrebbero comprendere titoli o altri strumenti finanziari.

Sistema di deposito accentrato – SDA (*Central securities depository – CSD*): ente preposto al deposito accentrato dei titoli che consente di effettuare trasferimenti di valori mobiliari mediante scritturazione contabile. I titoli possono essere detenuti fisicamente presso il depositario, ovvero in forma dematerializzata (cioè soltanto sotto forma di registrazioni contabili). Oltre a provvedere alla custodia e alla gestione dei titoli (per esempio servizi per l'emissione e il rimborso), il depositario può svolgere funzioni di compensazione e regolamento.

Sistema di regolamento delle transazioni in titoli (*Securities settlement system*): sistema che consente il trasferimento di titoli (gratuitamente o dietro pagamento).

Sistema di regolamento lordo in tempo reale (RTGS – *real-time gross settlement system*): sistema di regolamento in cui l'esecuzione e il regolamento avvengono per ogni singola transazione (ossia senza compensazione) in tempo reale (ossia in modo continuativo). Cfr. anche **Sistema TARGET**.

Sistema di regolamento su base netta – SRN (*Net settlement system – NSS*): **sistema di trasferimento fondi**, in cui il regolamento dei saldi viene effettuato su base netta bilaterale o multilaterale.

Sistema di trasferimento fondi (*FTS – Funds transfer system*): accordo formale, fondato su un contratto di diritto privato ovvero su disposizioni amministrative, caratterizzato da una pluralità di aderenti, norme comuni e procedure standardizzate, per la trasmissione e il regolamento di pagamenti tra i partecipanti.

Sistema di trasferimento interbancario di fondi – STIF (*Interbank funds transfer system – IFTS*): **sistema di trasferimento fondi** in cui la maggior parte (o tutti) i partecipanti sono **istituti di credito**.

Sistema europeo di banche centrali – SEBC (*European System of Central Banks – ESCB*): il SEBC è composto dalla **Banca centrale europea (BCE)** e dalle banche centrali nazionali di tutti e 15 gli Stati membri, ossia comprende, oltre ai membri dell'**Eurosistema**, anche le banche centrali nazionali degli Stati membri che non hanno introdotto l'**euro** all'inizio della Terza fase dell'**Unione economica e monetaria (UEM)**. Il SEBC è governato dal **Consiglio direttivo** e dal **Comitato esecutivo** della BCE e, come terzo organo decisionale della BCE dal **Consiglio generale**.

Sistema europeo di conti nazionali 1995 – SEC 95 (*European System of Accounts 1995 – ESA 95*): rappresenta un sistema di definizioni e classificazioni statistiche uniformi atte a fornire una descrizione quantitativa armonizzata delle economie degli Stati membri. Il SEC è la versione comunitaria del sistema mondiale di conti nazionali 1993. Il SEC 95 è una nuova versione del sistema europeo, il cui utilizzo è iniziato nel corso del 1999 conformemente a quanto disposto dal Regolamento del Consiglio (CE) N. 2223/96.

Sistema TARGET – Sistema transeuropeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale (*TARGET – Trans-European automated real-time gross settlement express transfer*): sistema di pagamento costituito da un sistema di regolamento lordo in tempo reale (**RTGS**) in ciascuno dei 15 Stati membri della UE e dal meccanismo di pagamento della BCE. I sistemi RTGS nazionali e il meccanismo di pagamento della BCE sono collegati tramite procedure comuni (**Interlinking**) al fine di consentire trasferimenti transfrontalieri tra i sistemi di regolamento nella UE.

SME II – Sistema monetario europeo II (*ERM II – Exchange rate mechanism*): è l'accordo di cambio che fornisce l'assetto per la cooperazione nelle politiche del cambio tra l'**area dell'euro** e gli Stati membri della UE che non ne fanno parte dall'inizio della Terza fase dell'**Unione economica e monetaria (UEM)**. L'adesione allo SME II è volontaria; tuttavia, ci si può attendere che gli Stati membri con deroga vi partecipino. Attualmente, la corona danese e la dracma greca partecipano allo SME II con bande di oscillazione intorno al tasso centrale nei confronti dell'**euro** pari, rispettivamente, a ±2,25 e ±15 per cento. Gli interventi sul mercato dei cambi e il finanziamento ai margini della banda di fluttuazione normale o di quella più stretta sono, in linea di principio, automatici e illimitati, con disponibilità di finanziamento a brevissimo termine. La **Banca centrale europea (BCE)** e le banche centrali nazionali partecipanti non appartenenti all'area dell'euro possono tuttavia sospendere gli interventi automatici qualora questi confliggano con l'obiettivo primario del mantenimento della **stabilità dei prezzi**.

Stabilità dei prezzi (*price stability*): il **Consiglio direttivo** ha pubblicato una definizione quantitativa di stabilità dei prezzi al fine di fornire un chiaro indirizzo alle aspettative

sull'andamento futuro dei prezzi. Il Consiglio definisce la stabilità dei prezzi come un aumento sui dodici mesi dell'**indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)** per l'**area dell'euro** inferiore al 2 per cento. Tenuto conto della necessità che la politica monetaria sia rivolta agli sviluppi futuri in un orizzonte di medio termine, la stabilità dei prezzi così definita deve essere mantenuta su tale orizzonte. La definizione stabilisce il limite superiore per il tasso di inflazione misurato e, al tempo stesso, l'uso del temine "aumento" indica che la deflazione, cioè una prolungata diminuzione del livello dello IAPC, non sarebbe considerata coerente con la stabilità dei prezzi.

Tassi di cambio effettivi (nominali/reali) (*effective nominal/real exchange rates*): i tassi di cambio effettivi nominali consistono nella media ponderata di più tassi di cambio bilaterali; i tassi di cambio effettivi reali sono tassi di cambio effettivi nominali deflazionati con il rapporto tra una media ponderata di indici dei prezzi o dei costi esteri e un indice di quelli interni. Essi misurano pertanto la competitività di prezzo o di costo. Il tasso di cambio effettivo nominale dell'**euro** calcolato dalla **Banca centrale europea (BCE)** è dato da una media geometrica ponderata dei tassi di cambio dell'euro nei confronti delle valute di 13 partner commerciali dell'**area dell'euro**. I pesi sono basati sul commercio in prodotti manifatturieri con i partner commerciali nel periodo 1995-1997 e tengono conto degli effetti sui mercati terzi. Il tasso di cambio effettivo reale dell'euro è ottenuto utilizzando gli indici nazionali dei prezzi al consumo (l'**indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)** per l'area dell'euro e per gli altri Stati membri della UE).

Tasso centrale nei confronti dell'euro (*euro central rate*): tasso ufficiale di cambio delle valute aderenti allo **SME II** rispetto all'**euro**, rispetto al quale sono stati definiti i margini di oscillazione dello SME II.

Transazione definitiva (*outright transaction*): operazione mediante la quale la banca centrale acquista o vende attività sul mercato (a pronti o a termine) fino alla loro scadenza.

Trasferimenti correnti (*current transfers*): trasferimenti non in conto capitale che hanno un impatto diretto sul livello del reddito disponibile di un donatore o di un ricevente residenti nell'**area dell'euro**.

Trasferimenti in conto capitale (*capital transfers*): comprendono (i) i trasferimenti transfrontalieri connessi alla proprietà di attività fisse, (ii) i trasferimenti transfrontalieri di fondi connessi con, o vincolati a, l'acquisizione o la dismissione di attività fisse, (iii) la cancellazione senza alcuna contropartita di passività transfrontaliere da parte dei creditori. I trasferimenti di capitale possono essere in contante o in natura (ad esempio, remissioni di debito).

Trattato (*Treaty*): il termine si riferisce al Trattato di istituzione della Comunità europea. Il Trattato è stato firmato a Roma il 25 marzo 1957 ed è entrato in vigore il 1° gennaio 1958. Esso prevedeva la creazione della Comunità economica europea (CEE) e vi si è spesso fatto riferimento come "Trattato di Roma". Il Trattato sull'Unione europea è stato firmato a Maastricht (ragion per cui vi si fa spesso riferimento come "Trattato di Maastricht") il 7 febbraio 1992 ed è entrato in vigore il 1° novembre 1993. Esso ha emendato il Trattato CEE, che ora viene chiamato "Trattato che istituisce la Comunità europea". Il Trattato sull'Unione europea è stato successivamente emendato dal "Trattato di Amsterdam", firmato in quella città il 2 ottobre 1997 ed entrato in vigore il 1° maggio 1999.

UEM (*EMU*): cfr. **Unione economica e monetaria**.

Unione economica e monetaria – UEM (*Economic and Monetary Union – EMU*): il **Trattato** definisce le tre fasi del processo di realizzazione dell'Unione economica e monetaria nella Unione europea. La Prima fase è iniziata nel luglio 1990 e si è conclusa il 31 dicembre 1993: è stata caratterizzata principalmente dallo smantellamento di tutte le barriere interne al libero movimento dei capitali in seno all'Unione europea. La Seconda fase della UEM è iniziata il 1° gennaio 1994: è stata caratterizzata, tra l'altro, dalla costituzione dell'**Istituto monetario europeo (IME)**, dal divieto di finanziamento monetario e di accesso privilegiato alle istituzioni finanziarie per il settore pubblico e dall'obbligo di evitare disavanzi eccessivi. La Terza fase è iniziata il 1° gennaio 1999, conformemente alla decisione di cui all'articolo 121 (4) del Trattato, con il trasferimento delle competenze monetarie all'**Eurosistema** e l'introduzione dell'**euro**.

Valore di riferimento per la crescita monetaria (*reference value for monetary growth*): il **Consiglio direttivo** assegna alla moneta un ruolo preminente nella condotta della sua politica, per cui gli **aggregati monetari** e le loro contropartite sono attentamente analizzati con riferimento al loro contenuto informativo riguardo all'andamento futuro dei prezzi. Ciò è segnalato dall'annuncio di un valore di riferimento per il tasso di crescita dell'aggregato monetario **M3**. Tale valore è ottenuto in modo da essere coerente con la definizione di **stabilità dei prezzi** decisa dal Consiglio direttivo, e tale da favorire il suo conseguimento, sulla base di ipotesi a medio termine riguardanti il *trend* della crescita del PIL in termini reali e quello della velocità di circolazione di M3. In circostanze normali, deviazioni di rilievo o prolungate della crescita di M3 dal valore di riferimento indicano rischi per la stabilità dei prezzi nel medio termine. Tuttavia, il concetto di valore di riferimento non implica un impegno da parte del Consiglio direttivo a correggere meccanicamente le deviazioni della crescita di M3 da tale valore.

Valore di riferimento per la posizione di bilancio (*reference value for the fiscal position*): il Protocollo n. 20 del **Trattato**, riguardante la procedura per i disavanzi eccessivi, fa esplicita menzione dei valori di riferimento per il **rapporto disavanzo pubblico/PIL** (3 per cento del PIL) e **rapporto debito pubblico/PIL** (60 per cento del PIL) (cfr. **Patto di stabilità e crescita**).

Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema

22 dicembre 1998

Il Consiglio direttivo della BCE decide che la prima operazione di rifinanziamento principale verrà condotta tramite un'asta a tasso fisso, effettuata a un tasso di interesse del 3,0 per cento, un livello che intende mantenere invariato nel futuro prevedibile. Questa operazione verrà annunciata il 4 gennaio 1999, mentre la decisione relativa all'aggiudicazione sarà resa pubblica il 5 gennaio 1999 e il regolamento avverrà il 7 gennaio 1999. In aggiunta, la prima operazione di rifinanziamento a più lungo termine sarà annunciata il 12 gennaio 1999 (con regolamento il 14 gennaio 1999) e sarà condotta tramite un'asta a tasso variabile, utilizzando la procedura d'asta a tasso unico.

Il Consiglio direttivo decide inoltre che all'inizio della Terza fase – il 1° gennaio 1999 – il tasso di interesse per le operazioni di rifinanziamento marginale sarà fissato al livello del 4,5 per cento e il tasso di interesse sui depositi presso le banche centrali al livello del 2,0 per cento. Come misura transitoria, tra il 4 e il 21 gennaio il tasso di interesse per le operazioni di rifinanziamento marginale sarà fissato al livello del 3,25 per cento e il tasso di interesse sui depositi presso le banche centrali al livello del 2,75 per cento. Il Consiglio direttivo intende porre fine a questa disposizione transitoria in occasione della riunione del 21 gennaio 1999.

31 dicembre 1998

Ai sensi dell'Articolo 109l (4) del Trattato che istituisce la Comunità europea, vengono adottati dal Consiglio della UE, su proposta della Commissione delle Comunità europee e dopo aver consultato la BCE, il Consiglio della UE adotta, con l'unanimità degli Stati membri senza deroga, i rapporti irrevocabili di conversione dell'euro con effetto dalle ore 0,00 (ora locale) del 1° gennaio 1999.

I ministri degli Stati membri dell'area dell'euro, la BCE e i ministri e governatori delle banche centrali di Danimarca e Grecia decidono, mediante una procedura comune che coinvolge la Commissione europea e dopo aver consultato il Comitato monetario, di fissare i tassi centrali nei confronti dell'euro per le monete che partecipano all'accordo di cambio che entra in vigore il 1°o gennaio 1999. Facendo seguito a questa decisione sui tassi centrali, la BCE, la Danmarks Nationalbank e la Banca di Grecia fissano congiuntamente i punti di intervento obbligatorio per la corona danese e la dracma greca. Per la corona danese verrà osservata una banda del ±2,25 per cento intorno al tasso centrale con l'euro. Per la dracma greca si applicherà la normale banda di oscillazione del ±15 per cento intorno al tasso centrale con l'euro.

7 gennaio 1999

Il Consiglio direttivo della BCE decide che per le due operazioni di rifinanziamento principali che verranno annunciate, rispettivamente, l'11 e il 18 gennaio 1999 saranno applicate le stesse condizioni praticate nella prima operazione di questo tipo; le operazioni saranno cioè effettuate tramite un'asta a tasso fisso a un tasso di interesse del 3,0 per cento.

12 gennaio 1999

Facendo seguito alla decisione del Consiglio direttivo della BCE del 22 dicembre 1998, la BCE annuncia che la prima operazione di rifinanziamento a più lungo termine dell'Eurosistema sarà effettuata mediante asta a tasso variabile, utilizzando il metodo di aggiudicazione a tasso unico. Al fine di introdurre gradualmente le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine, la prima di tali operazioni viene effettuata mediante tre aste parallele con scadenze differenziate (rispettivamente il 25 febbraio, il 25 marzo e il 29 aprile). La BCE annuncia inoltre l'intenzione di aggiudicare in ciascuna delle tre aste un ammontare pari a

15 miliardi di euro. Per quanto riguarda le successive operazioni di rifinanziamento a più lungo termine nei primi tre mesi del 1999, si vi è l'intenzioneintende di aggiudicare un ammontare invariato di 15 miliardi di euro per operazione.

21 gennaio 1999

Il Consiglio direttivo della BCE decide di riportare i tassi di interesse praticati per i due tipi di operazioni attivabili su iniziativa delle controparti ai livelli che aveva fissato per l'inizio della Terza fase, cioè di fissare il tasso di interesse per le operazioni di rifinanziamento marginale al livello del 4,5 per cento e quello sui depositi presso le banche centrali al livello del 2,0 per cento con effetto dal 22 gennaio 1999. Decide inoltre che per le due operazioni di rifinanziamento principali con regolamento, rispettivamente, il 27 gennaio e il 3 febbraio saranno applicate le stesse condizioni praticate nelle prime tre operazioni di questo tipo; le operazioni saranno cioè effettuate tramite un'asta a tasso fisso a un tasso di interesse del 3,0 per cento.

4 febbraio 1999

Il Consiglio direttivo della BCE decide che per le operazioni di rifinanziamento principali con regolamento il 10 e il 17 febbraio saranno applicate le stesse condizioni praticate nelle precedenti operazioni di questo tipo regolate in precedenza nell'anno in corso; le operazioni saranno cioè effettuate tramite un'asta a tasso fisso a un tasso di interesse del 3,0 per cento. In aggiunta, il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale viene mantenuto al 4,5 per cento e quello sui depositi presso le banche centrali permane al 2,0 per cento.

18 febbraio 1999

Il Consiglio direttivo della BCE decide che per le operazioni di rifinanziamento principali con regolamento il 24 febbraio e il 3 marzo 1999 saranno applicate le stesse condizioni praticate nelle precedenti operazioni di questo tipo regolate in precedenza nell'anno in corso; le operazioni saranno cioè effettuate tramite un'asta a tasso fisso ad un tasso di interesse del 3,0 per cento. In aggiunta, il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale viene mantenuto al 4,5 per cento e quello sui depositi presso le banche centrali permane al 2,0 per cento.

4 marzo 1999

Il Consiglio direttivo della BCE decide che per le operazioni di rifinanziamento principali con regolamento il 10 e il 17 marzo 1999 saranno ap-plicate le stesse condizioni praticate nelle precedenti operazioni di questo tipo regolate in precedenza nell'anno in corso; le operazioni saranno cioè effettuate tramite un'asta a tasso fisso a un tasso di interesse del 3,0 per cento. In aggiunta, il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale viene mantenuto al 4,5 per cento e quello sui depositi presso le banche centrali permane al 2,0 per cento. Il Consiglio direttivo decide inoltre che per le prossime operazioni di rifinanziamento a più lungo termine dell'Eurosistema (a decorrere dall'operazione con regolamento il 25 marzo 1999) verrà applicato il metodo di aggiudicazione a tasso multiplo, salvo diversa indicazione.

18 marzo 1999

Il Consiglio direttivo della BCE decide che per le operazioni di rifinanziamento principali con regolamento il 24 e 31 marzo e il 7 aprile saranno applicate le stesse condizioni praticate nelle precedenti operazioni di questo tipo regolate in precedenza nell'anno in corso; le operazioni saranno cioè effettuate mediante un'asta a tasso fisso a un tasso di interesse del 3,0 per cento. In aggiunta, il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale viene mantenuto al 4,5 per cento e quello sui depositi presso le banche centrali permane al 2,0 per cento.

8 aprile 1999

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso d'interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 0,5 punti percentuali, al 2,5 per cento, a decorrere dall'operazione con regolamento il 14 aprile. In aggiunta, decide di ridurre il tasso d'interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale di un punto percentuale, al 3,5 per cento, e il tasso di interesse sui depositi presso le banche centrali di 0,5 punti percentuali, all'1,5 per cento, entrambi a decorrere dal 9 aprile 1999.

22 aprile 1999

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso d'interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso le banche centrali rimarranno invariati al 2,5, 3,5 e 1,5 per cento, rispettivamente. In aggiunta, il Consiglio direttivo annuncia che nelle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con regolamento nei prossimi sei mesi intende continuare ad aggiudicare un ammontare di 15 miliardi di euro per operazione.

6 maggio 1999

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso d'interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso le banche centrali rimarranno invariati al 2,5, 3,5 e 1,5 per cento, rispettivamente.

20 maggio 1999

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso le banche centrali rimarranno invariati al 2,5, 3,5 e 1,5 per cento, rispettivamente. Il Consiglio direttivo decide inoltre di modificare la scadenza dell'operazione di rifinanziamento a più lungo termine con regolamento previsto il 30 settembre 1999. La data di rimborso di tale operazione verrà anticipata dal 30 al 23 dicembre 1999. In corrispondenza, l'operazione di rifinanziamento a più lungo termine il cui annuncio era originariamente previsto per il 27 dicembre 1999, con aggiudicazione e regolamento il 30 dicembre, verrà annunciata il 21 dicembre 1999, con aggiudicazione il 22 e regolamento il 23 dicembre. La modifica del calendario delle operazioni è rivolta ad alleviare il carico delle procedure che gli operatori dei mercati finanziari dovranno effettuare in corrispondenza del passaggio al nuovo anno.

2 giugno, 17 giugno, 1° luglio, 15 luglio, 29 luglio, 26 agosto, 9 settembre 1999

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso le banche centrali rimarranno invariati al 2,5, 3,5 e 1,5 per cento, rispettivamente.

23 settembre 1999

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso le banche centrali rimarranno invariati al 2,5, 3,5 e 1,5 per cento, rispettivamente.

La BCE rende noto il calendario indicativo delle operazioni d'asta dell'Eurosistema per il 2000. Viene inoltre annunciato che nessuna nuova operazione di rifinanziamento principale verrà effettuata nella prima settimana dell'anno 2000 e che nessuna operazione attuata in precedenza verrà a scadenza durante tale settimana. Pertanto, la scadenza dell'operazione di rifinanziamento principale del 21 dicembre 1999 verrà estesa, in via eccezionale, a tre settimane. Al fine di evitare che due diverse operazioni di rifinanziamento principali vengano entrambe a scadenza il

12 gennaio 2000, la scadenza dell'operazione del 30 dicembre 1999 verrà anch'essa estesa a tre settimane. Tali misure vengono adottate per ridurre al minimo le potenziali difficoltà per le controparti e per il mercato finanziario derivanti dall'esecuzione e dal regolamento di un'operazione di notevoli dimensioni immediatamente dopo la transizione al nuovo secolo.

7 ottobre 1999

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso le banche centrali rimarranno invariati al 2,5, 3,5 e 1,5 per cento, rispettivamente.

21 ottobre 1999

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso le banche centrali rimarranno invariati al 2,5, 3,5 e 1,5 per cento, rispettivamente.

Decide inoltre che nelle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con regolamento il 28 ottobre, il 25 novembre e il 23 dicembre 1999 si intende aggiudicare un ammontare pari a 25 miliardi di euro per operazione. Tale ammontare è maggiore di quello di 15 miliardi di euro aggiudicato in tutte le precedenti operazioni di rifinanziamento a più lungo termine effettuate nel corso del 1999. Questa decisione tiene conto dell'intenzione della BCE di contribuire a una regolare transizione all'anno 2000.

4 novembre 1999

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso di sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema di 0,5 punti percentuali, al 3,0 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 10 novembre 1999. In aggiunta, decide di aumentare di 0,5 punti percentuali sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso le banche centrali, rispettivamente al 4,0 e al 2,0 per cento, entrambi a decorrere dal 5 novembre 1999.

18 novembre 1999

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso le banche centrali rimarranno invariati al 3,0, 4,0 e 2,0 per cento, rispettivamente.

2 dicembre 1999

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso le banche centrali rimarranno invariati al 3,0, 4,0 e 2,0 per cento, rispettivamente.

Il Consiglio direttivo decide inoltre di confermare il valore di riferimento per la crescita della moneta, cioè un tasso di incremento del $4\,^1/_2$ per cento per l'aggregato monetario ampio M3. Tale decisione è motivata dal fatto che sono rimaste sostanzialmente invariate le componenti su cui si basa il calcolo del valore di riferimento, vale a dire la definizione fornita dall'Eurosistema della stabilità dei prezzi fornita dall'Eurosistema (un incremento sui dodici mesi dello IAPC dell'area dell'euro inferiore al 2 per cento), la stima della crescita tendenziale del PIL reale (tra il 2 e il $2\,^1/_2$ per cento) e quella relativa al declino tendenziale della velocità di circolazione di M3 rispetto al reddito (tra $^1/_2$ e 1 per cento). Come in passato, il Consiglio direttivo valuterà gli andamenti monetari in rapporto al valore di riferimento sulla base di una media mobile di tre mesi dei tassi di incremento sui dodici mesi. Il Consiglio direttivo decide inoltre di effettuare d'ora innanzi un riesame regolare, ogni anno, del valore di riferimento. Il prossimo riesame avrà luogo nel dicembre 2000.

Riguardo al sistema di riserva obbligatoria dell'Eurosistema il Consiglio direttivo, dopo aver esaminato nuovi dati statistici, decide di elevare dal 10 al 30 per cento la quota fissa dei titoli obbligazionari con scadenza originaria fino a due anni e dei titoli di mercato monetario deducibile forfettariamente dal totale delle passività soggette a obbligo di riserva. Questa decisione verrà applicata a decorrere dal calcolo dell'obbligo di riserva da soddisfare nel periodo di mantenimento avente inizio il 24 gennaio 2000.

15 dicembre 1999

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso d'interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso le banche centrali rimarranno invariati al 3,0, 4,0 e 2,0 per cento, rispettivamente.

4 gennaio 2000

La BCE annuncia che il 5 gennaio 2000 l'Eurosistema effettuerà una operazione di *fine tuning* di assorbimento di liquidità con regolamento il giorno stesso. Tale operazione mira a ristabilire condizioni di liquidità normali nel mercato monetario dopo la transizioneil passaggio, avvenuta avvenuto con successo, all'anno 2000.

5 gennaio 2000

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso d'interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso le banche centrali rimarranno invariati al 3,0, 4,0 e 2,0 per cento, rispettivamente.

15 gennaio 2000

Su richiesta delle autorità greche, i ministri degli Stati membri della Comunità europea che partecipano all'area dell'euro, la BCE e i ministri e i governatori delle banche centrali della Danimarca e della Grecia decidono, sulla base di una procedura comune, di rivalutare del $3^1/_2$ per cento il tasso centrale della dracma greca nel Sistema monetario europeo (SME II), con effetto a decorrere dal 17 gennaio 2000.

20 gennaio 2000

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso le banche centrali rimarranno invariati al 3,0, al 4,0 e al 2,0 per cento, rispettivamente.

Annuncia inoltre che l'Eurosistema intende aggiudicare un ammontare pari a 20 miliardi di euro in ciascuna delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine che verranno effettuate nella prima metà del 2000. Tale ammontare è stabilito tenendo conto del fabbisogno di liquidità del sistema bancario dell'area dell'euro nella prima metà del 2000 e del desiderio dell'Eurosistema di continuare a fornire la maggior parte del rifinanziamento al settore finanziario attraverso le operazioni di rifinanziamento principali.

3 febbraio 2000

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema di 0,25 punti percentuali, al 3,25 per cento, a decorrere dall'operazione con regolamento il 9 febbraio 2000. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale sia quello sui depositi presso le banche centrali di 0,25 punti percentuali, rispettivamente al 4,25 e al 2,25 per cento, entrambi a decorrere dal 4 febbraio 2000.

17 febbraio, 2 marzo 2000

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso le banche centrali rimarranno invariati al 3,25, al 4,25 e al 2,25 per cento, rispettivamente.

16 marzo 2000

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema di 0,25 punti percentuali, al 3,5 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 22 marzo 2000. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso le banche centrali di 0,25 punti percentuali, rispettivamente al 4,5 e al 2,5 per cento, entrambi a decorrere dal 17 marzo 2000.

Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea (BCE)

Scopo di questo elenco è informare i lettori sui principali documenti pubblicati dalla Banca centrale europea. Le pubblicazioni sono disponibili gratuitamente presso la Divisione Stampa della BCE. Si prega di inviare le richieste per iscritto all'indirizzo postale indicato sul retro del frontespizio.

Per l'elenco completo dei documenti pubblicati dall'Istituto monetario europeo, si prega di consultare il sito Internet della BCE (http://www.ecb.int).

Rapporto annuale

Rapporto annuale 1998, aprile 1999.

Bollettino mensile

Articoli pubblicati dal gennaio 1999:

L'area dell'euro all'inizio della terza fase, gennaio 1999.

La strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, orientata alla stabilità, gennaio 1999.

Gli aggregati monetari dell'area dell'euro e il loro ruolo nella strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, febbraio 1999.

Il ruolo degli indicatori economici di breve termine nell'analisi dell'andamento dei prezzi nell'area dell'euro, aprile 1999.

Il settore bancario dell'area dell'euro: caratteristiche strutturali e tendenze, aprile 1999.

L'assetto operativo dell'Eurosistema: descrizione e prime valutazioni, maggio 1999.

L'attuazione del Patto di stabilità e crescita, maggio 1999.

Andamento di lungo periodo e variazioni cicliche dei principali indicatori economici nei paesi dell'area dell'euro, luglio 1999.

L'assetto istituzionale del Sistema europeo di banche centrali, luglio 1999.

Il ruolo internazionale dell'euro, agosto 1999.

I bilanci delle Istituzioni finanziarie monetarie dell'area dell'euro agli inizi del 1999, agosto 1999.

I differenziali d'inflazione in una unione monetaria, ottobre 1999.

I preparativi del SEBC per l'anno 2000, ottobre 1999.

Politiche orientate alla stabilità e andamento dei tassi di interesse reali a lungo termine negli anni novanta, novembre 1999.

TARGET e i pagamenti in euro, novembre 1999.

Gli strumenti giuridici della Banca centrale europea, novembre 1999.

L'area dell'euro un anno dopo l'introduzione della moneta unica: caratteristiche principali e mutamenti della struttura finanziaria, gennaio 2000.

Le riserve valutarie e le operazioni in valuta estera dell'Eurosistema, gennaio 2000.

L'Eurosistema e il processo di ampliamento della UE, febbraio 2000.

Il processo di consolidamento nel settore dei servizi di regolamento delle transazioni in titoli, febbraio 2000.

Working Papers

1 *A global hazard index for the world foreign exchange markets*, di V. Brousseau e F. Scacciavillani, maggio 1999.

2 *What does the single monetary policy do? A SVAR benchmark for the European Central Bank*, di C. Monticelli e O. Tristani, maggio 1999.

3 *Fiscal policy effectiveness and neutrality results in a non-Ricardian world*, di C. Dekten, maggio 1999.

4 *From the ERM to the euro: new evidence on economic and policy convergence among EU countries*, di I. Angeloni e L. Dedola, maggio 1999.

5 *Core inflation: a review of some conceptual issues*, di M. Wynne, maggio 1999.

6 *The demand for M3 in the euro area*, di G. Coenen e J.-L. Vega, settembre 1999.

7 *A cross-country comparison of market structures in European banking*, di O. de Bandt e E. P. Davis, settembre 1999.

8 *Inflation zone targeting*, di A. Orphanides e V. Wieland, ottobre 1999.

9 *Asymptotic confidence bands for the estimated autocovariance and autocorrelation functions of vector autoregressive models*, di G. Coenen, gennaio 2000.

10 *On the effectiveness of sterilised foreign exchange intervention*, di R. Fatum, febbraio 2000.

11 *Is the yield curve a useful information variable for the Eurosystem?*, di J. M. Berk e P. van Bergeijk, febbraio 2000.

12 *Indicator variables for optimal policy*, di L. E. O. Svensson e M. Woodford, febbraio 2000.

13 *Monetary policy with uncertain parameters*, di U. Söderström, febbraio 2000.

14 *Assessing nominal income rules for monetary policy with model and data uncertainty*, di G. D. Rudebusch, febbraio 2000.

Altre pubblicazioni

The Target service level, luglio 1998.

Report on electronic money, agosto 1998.

Assessment of EU securities settlement systems against the standards for their use in ESCB credit operations, settembre 1998.

Money and banking statistics compilation guide, settembre 1998.

La politica monetaria unica nella terza fase: caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria del SEBC, settembre 1998.

Third progress report on the TARGET project, novembre 1998.

Correspondent central banking model (CCBM), dicembre 1998.

Payment systems in the European Union: Addendum incorporating 1997 figures, gennaio 1999.

Possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term, febbraio 1999.

Euro area monetary aggregates: conceptual reconciliation exercise, luglio 1999.

The effects of technology on the EU banking systems, luglio 1999.

Payment systems in countries that have applied for membership of the European Union, agosto 1999.

Rendere più efficienti i pagamenti tranfrontalieri al dettaglio – La posizione dell'Eurosistema, settembre 1999.

Compendium: Raccolta degli strumenti giuridici, giugno 1998 – maggio 1999, ottobre 1999.

European Union balance of payments/international investment position statistical methods, novembre 1999.

Money and Banking Statistics Compilation Guide, Addendum I: Money market paper, novembre 1999.

Money and Banking Statistics Sector Manual, seconda edizione, novembre 1999.

Report on the legal protection of banknotes in the European Union Member States, novembre 1999.

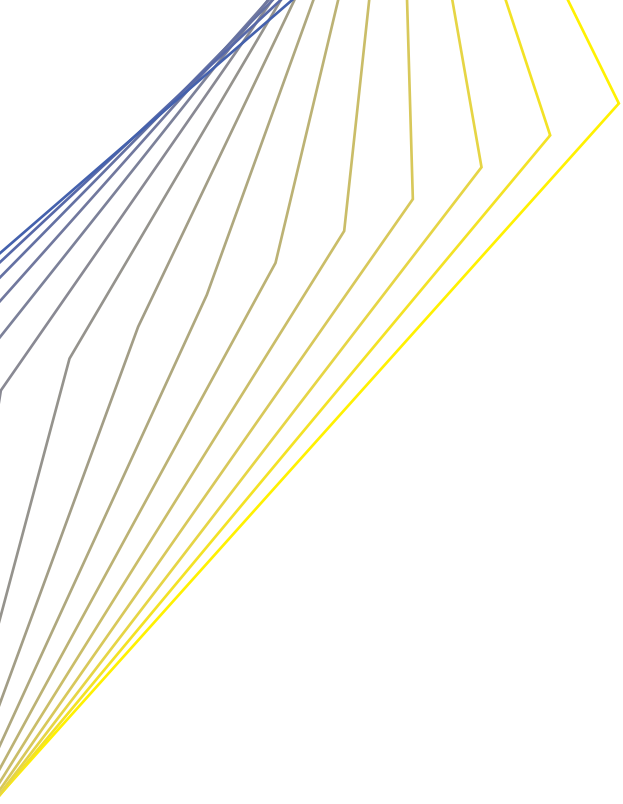
Correspondent central banking model (CCBM), novembre 1999.

Cross-border payments in TARGET: A users' survey, novembre 1999.

Payment systems in the European Union: Addendum incorporating 1998 figures, febbraio 2000.

Opuscoli informativi

TARGET, luglio 1998.

Le banconote e le monete in euro, luglio 1999.

TARGET: facts, figures, future, settembre 1999.