



BANCA CENTRALE EUROPEA

RAPPORTO ANNUALE 2005

2005

2005

2005

2005

BCE ECB EZB EKT EKP

2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

RAPPORTO ANNUALE
2005

BANCA CENTRALE EUROPEA





BANCA CENTRALE EUROPEA



RAPPORTO ANNUALE 2005

Nel 2006 tutte le pubblicazioni della BCE saranno caratterizzate da un motivo tratto dalla banconota da 5 euro.

© Banca Centrale Europea, 2006

Indirizzo

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main,
Germany

Indirizzo postale

Postfach 16 03 19
60066 Frankfurt am Main,
Germany

Telefono

+49 69 1344 0

Sito Internet

<http://www.ecb.int>

Fax

+49 69 1344 6000

Telex

411 144 ecb d

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

*Fotografie:
David Farrell
Martin Joppen
Robert Metsch
Constantin Meyer
Marcus Thelen*

*I dati contenuti in questo Rapporto
sono aggiornati al 24 febbraio 2006.*

ISSN 1561-4530 (stampa)
ISSN 1725-2903 (online)

INDICE

PREFAZIONE	11	3 LE BANCONOTE E LE MONETE	106
		3.1 La circolazione delle banconote e delle monete	106
		3.2 La contraffazione delle banconote in euro e i relativi deterrenti	107
		3.3 L'emissione e la produzione di banconote	108
CAPITOLO I L'EVOLUZIONE ECONOMICA E LA POLITICA MONETARIA		4 LE STATISTICHE	111
I DECISIONI DI POLITICA MONETARIA	18	4.1 Gli sviluppi statistici generali nell'area dell'euro	111
2 GLI ANDAMENTI MONETARI, FINANZIARI ED ECONOMICI	22	4.2 Statistiche nuove o più esaustive	112
2.1 Il contesto macroeconomico internazionale	22	4.3 Le statistiche per la valutazione della convergenza	113
2.2 Gli andamenti monetari e finanziari	25	5 LA RICERCA ECONOMICA	114
2.3 I prezzi	50	5.1 I programmi di ricerca	114
2.4 La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	56	5.2 I <i>network</i> di ricerca	116
2.5 La finanza pubblica	65	6 ALTRI COMPITI E ATTIVITÀ	118
2.6 I tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti	71	6.1 Rispetto dei divieti concernenti il finanziamento monetario e l'accesso privilegiato	118
3 L'EVOLUZIONE ECONOMICA E MONETARIA NEI PAESI MEMBRI DELL'UE NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO	79	6.2 Le funzioni consultive	118
		6.3 La gestione delle operazioni di prestito e indebitamento per conto della Comunità europea	120
CAPITOLO 2 LE OPERAZIONI E LE ATTIVITÀ DELL'EUROSISTEMA COME BANCA CENTRALE		CAPITOLO 3 LA STABILITÀ FINANZIARIA E L'INTEGRAZIONE	
I LE OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA, LE OPERAZIONI SUI MERCATI DEI CAMBI E LE ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO	92	I LA STABILITÀ FINANZIARIA	124
1.1 Le operazioni di politica monetaria	92	1.1 Il monitoraggio della stabilità finanziaria	124
1.2 Le operazioni sul mercato dei cambi	98	1.2 La cooperazione in situazioni di crisi	127
1.3 Le attività di investimento	98	2 LA REGOLAMENTAZIONE E LA VIGILANZA FINANZIARIA	128
2 I SISTEMI DI PAGAMENTO E DI REGOLAMENTO DELLE TRANSAZIONI IN TITOLI	100	2.1 Aspetti generali	128
2.1 Il sistema Target	100	2.2 Il settore bancario	128
2.2 Il sistema Target2	102	2.3 Il settore dei valori mobiliari	129
2.3 L'utilizzo transfrontaliero delle garanzie	103	2.4 I principi contabili	129
		3 L'INTEGRAZIONE FINANZIARIA	131

4 LA SORVEGLIANZA SULL'INFRASTRUTTURA DI MERCATO	137	CAPITOLO 7 L'ASSETTO ISTITUZIONALE, L'ORGANIZZAZIONE E IL BILANCIO	
4.1 La sorveglianza sull'infra- struttura e sui sistemi di pagamento di importo rilevante in euro	137	I GLI ORGANI DECISIONALI E IL GOVERNO SOCIETARIO DELLA BCE	171
4.2 I servizi di pagamento al dettaglio	138	1.1 L'Eurosistema e il Sistema europeo di banche centrali	171
4.3 Compensazione e regolamento delle transazioni in titoli	139	1.2 Il Consiglio direttivo	172
		1.3 Il Comitato esecutivo	174
		1.4 Il Consiglio generale	176
		1.5 I comitati dell'Eurosistema/ SEBC, il Comitato per il bilancio preventivo e la Conferenza per le risorse umane	177
		1.6 Il governo societario	178
CAPITOLO 4 LE RELAZIONI EUROPEE E INTERNAZIONALI		2 GLI SVILUPPI ORGANIZZATIVI	180
I LE TEMATICHE EUROPEE	144	2.1 Le risorse umane	180
1.1 Le tematiche relative alle politiche economiche	144	2.2 Esame dell'efficacia ed efficienza della BCE	182
1.2 Le problematiche istituzionali	148	2.3 La nuova sede della BCE	182
1.3 Gli andamenti nei paesi in fase di adesione e candidati all'adesione all'UE e relazioni con gli stessi	148		
2 LE TEMATICHE INTERNAZIONALI	150	3 IL DIALOGO SOCIALE NELL'AMBITO DEL SEBC	185
2.1 I principali sviluppi nel sistema monetario e finanziario internazionale	150	4 IL BILANCIO DELLA BCE	187
2.2 La cooperazione con i paesi al di fuori dell'UE	152	Relazione sulla gestione per l'esercizio terminato il 31 dicembre 2005	188
		Stato patrimoniale al 31 dicembre 2005	190
		Conto economico per l'esercizio terminato il 31 dicembre 2005	192
CAPITOLO 5 LA RESPONSABILITÀ PER IL PROPRIO OPERATO		Criteria di rilevazione contabile e di redazione del bilancio	193
I LA RESPONSABILITÀ PER IL PROPRIO OPERATO NEI CONFRONTI DEI CITTADINI E DEL PARLAMENTO EUROPEO	158	Note allo stato patrimoniale	198
		Note al conto economico	205
2 QUESTIONI SPECIFICHE SOLLEVATE DURANTE GLI INCONTRI CON IL PARLAMENTO EUROPEO	159	Nota sulla distribuzione degli utili/ripartizione delle perdite	209
		Relazione del revisore	211
		5 STATO PATRIMONIALE CONSOLIDATO DELL'EUROSISTEMA AL 31 DICEMBRE 2005	212
CAPITOLO 6 L'ATTIVITÀ DI COMUNICAZIONE ESTERNA			
I LA POLITICA DI COMUNICAZIONE	164		
2 L'ATTIVITÀ DI COMUNICAZIONE	165		

ALLEGATI

STRUMENTI GIURIDICI ADOTTATI DALLA BCE 216

PARERI ADOTTATI DALLA BCE 218

**CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA
MONETARIA DELL'EUROSISTEMA 225**

**DOCUMENTI PUBBLICATI DALLA BANCA
CENTRALE EUROPEA DAL GENNAIO 2005 227**

GLOSSARIO 233

ELENCO DEI RIQUADRI

- 1 La diversa natura delle vigorose
dinamiche monetarie degli ultimi anni **29**
Figura A Componenti di M3 **30**
Figura B Variazioni di M3 e delle sue
contropartite **30**
Figura C Composizione settoriale dei
depositi del settore privato **31**
- 2 Impatto dei rincari petroliferi sui
rendimenti obbligazionari e sulle
quotazioni azionarie: raffronto storico
per l'area dell'euro e gli Stati Uniti **38**
Tavola A Variazione dei rendimenti
sui titoli di Stato decennali
nell'area dell'euro e negli
Stati Uniti nei 12 mesi
precedenti i massimi dei
corsi petroliferi **39**
Tavola B Variazione dei corsi azionari
nell'area dell'euro e negli
Stati Uniti nei 12 mesi
precedenti i massimi dei
corsi petroliferi **40**
- 3 Differenze nella crescita dei prestiti
alle famiglie nei paesi dell'area
dell'euro **43**
Figura A Intervallo della crescita
dei prestiti delle IFM alle
famiglie nei paesi dell'area
dell'euro **44**
Figura B Coefficiente ponderato della
variazione della crescita
sui 12 mesi dei prestiti delle
IFM alle famiglie **44**

Figura C Crescita dei prestiti delle IFM
alle famiglie e indebitamento
delle famiglie nei vari paesi
dell'area dell'euro **45**

Figura D Dinamiche del mercato degli
immobili residenziali e prestiti
nell'area dell'euro nel periodo
1999-2004 **46**

4 Il *network* sulla persistenza
dell'inflazione e le modalità di
determinazione dei prezzi nell'area
dell'euro **53**

5 La composizione settoriale della
crescita dell'area dell'euro **59**

Figura A Scomposizione del valore
aggiunto lordo a prezzi
costanti complessivo **59**

Figura B Scomposizione del valore
aggiunto lordo a prezzi
costanti nei servizi **59**

Tavola Andamenti settoriali in
termini di valore aggiunto
lordo a prezzi costanti
nell'area dell'euro **60**

Figura C Valore aggiunto nel settore
dei servizi dell'area
dell'euro **61**

Figura D Valore aggiunto nel settore
industriale dell'area
dell'euro **61**

6 I progressi delle riforme strutturali
dei mercati del lavoro e dei beni
nell'Unione europea **64**

7 Andamento dell'emissione di titoli
pubblici nell'area dell'euro **67**

Tavola A Tasso di crescita annuale
dei titoli di debito emessi
dalle amministrazioni
pubbliche dell'area dell'euro **68**

Tavola B Struttura delle consistenze
di titoli di debito emessi
dalle amministrazioni
pubbliche dei paesi
dell'area dell'euro **68**

Figura A Titoli di debito pubblico in
essere nell'area dell'euro
nel 2005 suddivisi per paese
emittente **69**

Figura B	Emissioni nette di titoli di debito pubblico nel 2005 suddivise per paese emittente	69	ELENCO DELLE TAVOLE		
8	Gli effetti del reimpiego dei proventi petroliferi	74	1	Andamenti dei prezzi	51
Figura A	Proventi da esportazioni petrolifere	74	2	Indicatori del costo del lavoro	56
Figura B	Attività nette dei paesi dell'OPEC e quota per valuta sull'insieme dei loro depositi	75	3	Crescita del PIL in termini reali e delle sue componenti	57
Figura C	Attività nette della Russia e quota per valuta sull'insieme dei suoi depositi	75	4	Evoluzione del mercato del lavoro	62
Tavola	Quote di mercato di alcune economie sulle importazioni dei paesi dell'OPEC e della CSI	76	5	Posizioni di bilancio nell'area dell'euro	66
9	I servizi di gestione delle riserve offerti dall'Eurosistema	120	6	Crescita del PIL in termini reali negli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e nell'area dell'euro	79
10	Il <i>network</i> di ricerca sui mercati dei capitali e sull'integrazione finanziaria in Europa	131	7	Inflazione misurata sullo IAPC negli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e nell'area dell'euro	80
11	Raffronto interregionale dei tassi ipotecari nell'area dell'euro e negli Stati Uniti	133	8	Posizioni di bilancio negli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e nell'area dell'euro	82
Figura A	Dispersione dei tassi variabili e a breve termine sui prestiti alle famiglie per acquisti di abitazioni e corrispondenti tassi di mercato rispettivamente nelle regioni degli Stati Uniti e nei paesi dell'area dell'euro	133	9	Alcune voci della bilancia dei pagamenti	84
Figura B	Dispersione dei tassi a lungo termine sui prestiti alle famiglie per acquisti di abitazioni e corrispondenti tassi di mercato rispettivamente nelle regioni degli Stati Uniti e nei paesi dell'area dell'euro	133	10	Andamenti negli AEC II	85
12	Dichiarazioni pubbliche della BCE sulla riforma del Patto di stabilità e crescita	145	11	Strategia ufficiale di politica monetaria degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro	87
			12	Pagamenti gestiti da Target	101
			13	Disponibilità complessiva di Target	101
			14	Distribuzione delle banconote false per taglio	107
			15	Assegnazione della produzione di banconote nel 2005	110
			ELENCO DELLE FIGURE		
			1	Tassi di interesse della BCE e tassi di mercato monetario	19
			2	Principali andamenti delle maggiori economie industrializzate	22
			3	Principali andamenti dei mercati delle materie prime	25
			4	M3 e prestiti al settore privato	26
			5	Contributi al tasso di crescita sui dodici mesi di M3	26
			6	Tassi di interesse a breve termine sui depositi	27
			7	Contributo al tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a breve termine e dei contratti pronti contro termine	28
			8	Contropartite di M3	32

9	Stime del <i>gap</i> monetario	33	33	Saldo di conto corrente e delle sue componenti	73
10	Tassi di interesse a breve termine nell'area dell'euro e curva dei rendimenti del mercato monetario	34	34	Conto finanziario dell'area dell'euro	77
11	Tassi <i>future</i> sull'Euribor a tre mesi e volatilità implicita nei prezzi delle opzioni sui contratti <i>future</i> basati sull'Euribor a tre mesi	34	35	Deflussi finanziari dall'area dell'euro verso i nuovi Stati membri dell'UE	78
12	Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine	35	36	Posizione patrimoniale netta verso l'estero	78
13	Rendimento reale delle obbligazioni e tasso di inflazione di pareggio nell'area dell'euro	36	37	Variazioni dei tassi di cambio dell'euro nei confronti delle valute dell'UE non incluse negli AEC II	86
14	Indici dei corsi azionari	36	38	Determinanti della posizione di liquidità nell'area dell'euro nel 2005	92
15	Utili societari per azione effettivi e attesi	41	39	Attività idonee negoziabili	95
16	Prestiti delle IFM alle famiglie	41	40	Utilizzo delle attività idonee negoziabili come garanzia	95
17	Tassi di interesse sui prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie	41	41	Differenza fra la quota di attività ammesse come garanzia e di quelle costituite in garanzia nel 2005	96
18	Debito delle famiglie e onere per il servizio del debito	42	42	Valore totale delle banconote in circolazione nel periodo 2000-2005	106
19	Costo in termini reali del finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro	43	43	Numero totale delle banconote in euro in circolazione nel periodo 2002-2005	106
20	Indicatori di redditività delle società non finanziarie quotate dell'area dell'euro	47	44	Numero delle banconote in euro in circolazione nel periodo 2002-2005	107
21	Scomposizione del tasso di crescita reale sul periodo corrispondente del finanziamento alle società non finanziarie	47	45	Numero di banconote in euro false ritirate dalla circolazione nel periodo 2002-2005	108
22	Rapporti di indebitamento nel settore delle società non finanziarie	49	46	<i>Working Paper Series</i> della BCE: classificazione del <i>Journal of Economic Literature</i>	115
23	Dinamica delle principali componenti dello IAPC	50			
24	Contributi alla crescita dello IAPC nell'area dell'euro	52			
25	Prezzi degli immobili residenziali	52			
26	Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria	55			
27	Redditi per occupato per settore	55			
28	Contributi alla crescita trimestrale del PIL in termini reali	58			
29	Indicatori del clima di fiducia	58			
30	Disoccupazione	63			
31	Produttività del lavoro	63			
32	Tassi di cambio effettivi dell'euro nominali e reali	71			

SIGLARIO

PAESI

BE	Belgio
CZ	Repubblica Ceca
DK	Danimarca
DE	Germania
EE	Estonia
GR	Grecia
ES	Spagna
FR	Francia
IE	Irlanda
IT	Italia
CY	Cipro
LV	Lettonia
LT	Lituania
LU	Lussemburgo
HU	Ungheria
MT	Malta
NL	Paesi Bassi
AT	Austria
PL	Polonia
PT	Portogallo
SI	Slovenia
SK	Slovacchia
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
CLUPM	costo del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera
c.i.f.	costo, assicurazione e nolo al confine del paese dell'importatore
EUR	euro
FMI	Fondo monetario internazionale
f.o.b.	franco a bordo al confine del paese dell'esportatore
IAPC	indice armonizzato dei prezzi al consumo
IFM	istituzioni finanziarie monetarie
ILO	Organizzazione internazionale del lavoro
IME	Istituto monetario europeo
IPC	indice dei prezzi al consumo
IPP	indice dei prezzi alla produzione
MBP5	Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti (5ª edizione)
PIL	prodotto interno lordo
SEBC	Sistema europeo di banche centrali
SEC 95	Sistema europeo dei conti nazionali 1995
SEE	spazio economico europeo
TCE	tasso di cambio effettivo
UE	Unione europea
UEM	Unione economica e monetaria

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

La BCE organizza dal 1998 una serie di mostre intitolate *Arte contemporanea dagli Stati membri dell'Unione Europea*. Ciascuna mostra si propone, al personale della BCE e ai suoi ospiti, come un viaggio nell'arte di un determinato paese dell'UE. La scelta dell'arte contemporanea si ricollega al periodo in cui l'Unione monetaria è divenuta una realtà.

Alcune delle opere d'arte vengono acquistate per far parte della collezione della BCE, che è in corso di ampliamento. Le sette pagine che dividono i capitoli del presente Rapporto rappresentano una selezione di opere tratte dalla collezione.

Artista: Peter Sauerer

Titolo: Großmarkthalle, 2004

Materiali: Legno e spago, Formato: 90 × 20 × 15 cm 16

Artista: Ilse Haider

Titolo: Kopf eines Athleten, 1994

Materiali: Bacchette di salice, emulsione fotografica, Formato: 180 × 120 × 40 cm 90

Artista: Pep Agut

Titolo: Read your voice, 2000

Materiali: Tecniche miste, Formato: 190 × 195 cm 122

Artista: Maria Hedlund

Titolo: Loosing Ground, 2003

Materiali: Quattro stampe a colori su alluminio, Formato: 85 × 76 cm ciascuna 142

Artista: David Farrell

Titolo: Ballynultagh, 2000 (dalla serie Innocent Landscapes)

Materiali: Fotografia, Formato: 100 × 100 cm 156

Artista: Natividad Bermejo

Titolo: Duérmete niño, 2000

Materiali: Grafite su carta, Formato: 145 × 212 cm 162

Artista: Pedro Proença

Titolo: Alla turca (algumas anotações musicais), 2001

Materiali: Acrilico su tela, Formato: 200 × 150 cm 168

PREFAZIONE



Desidero innanzitutto rendere omaggio a Wim Duisenberg, primo Presidente della Banca centrale europea e mio predecessore, scomparso lo scorso anno. Questa istituzione, il personale, i colleghi del Comitato esecutivo, del Consiglio direttivo e del Consiglio generale, noi tutti abbiamo verso Wim un enorme debito di riconoscenza, come ho rammentato in diverse occasioni, ad Amsterdam, a Francoforte e in molte altre città europee. Serberemo sempre il suo ricordo; nelle parole di Chateaubriand, la morte non lo ha sconfitto, lo ha solo reso invisibile.

Lo scorso anno l'area dell'euro ha registrato una crescita del PIL dell'1,4 per cento, rispetto all'1,8 del 2004 e allo 0,7 del 2003. Il ritmo di espansione dell'attività economica è stato moderato nel primo semestre, mentre nel secondo si è osservata una tendenza al rafforzamento, grazie alla persistente vigorosa crescita della domanda mondiale, al forte incremento degli utili societari e alle condizioni di finanziamento molto favorevoli. L'attività economica ha pertanto mostrato una relativa tenuta, a fronte di corsi petroliferi elevati e variabili.

Tuttavia, a causa dei notevoli rincari delle materie prime e dell'energia e, in misura minore, degli aumenti dei prezzi amministrati e delle imposte indirette, il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC ha raggiunto il 2,2 per cento nel 2005, livello leggermente superiore a quello registrato nei due anni precedenti, pari al 2,1 per cento. Le pressioni inflazionistiche di origine interna sono rimaste nondimeno sotto controllo, poiché il protratto periodo di moderazione salariale e le favorevoli tendenze dei prezzi all'importazione dei manufatti hanno in certa misura compensato i rincari delle materie prime e dell'energia.

A fronte delle deboli spinte inflazionistiche di origine interna, il Consiglio direttivo ha mantenuto invariati i tassi di interesse di riferimento della BCE su livelli storicamente bassi per la maggior parte del 2005 (2 per cento quello sulle operazioni di rifinanziamento principali), continuando a tenere sotto stretta osservazione le aspettative di inflazione a più lungo termine. Nel corso dell'anno l'analisi economica svolta dalla BCE ha suggerito che i rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio periodo si sono andati intensificando; questa valutazione è stata confermata dall'analisi monetaria, stante la vigorosa crescita della moneta e del credito in un contesto di condizioni di liquidità già abbondanti. Sul finire del 2005 la regolare verifica incrociata dei risultati dell'analisi economica e dell'analisi monetaria ha messo in luce la necessità di adeguare l'orientamento di politica monetaria accomodante della BCE, per contrastare tali rischi. Il 1° dicembre il Consiglio direttivo ha deciso quindi di innalzare di 25 punti base i tassi di interesse di riferimento, dopo averli lasciati invariati per due anni e mezzo.

Le attese di inflazione per l'insieme dell'area dell'euro sono saldamente ancorate su livelli coerenti con la stabilità dei prezzi, come evidenziano le indagini congiunturali e gli indicatori finanziari. Ciò ha contribuito a preservare il basso livello dei premi al rischio incorporati

nei tassi di interesse nominali su tutte le scadenze, determinando valori più contenuti dei tassi di interesse a breve e lungo termine. L'elevata credibilità di cui gode la BCE e la sua politica monetaria orientata alla stabilità hanno concorso a mantenere condizioni di finanziamento molto favorevoli per gli investitori, sostenendo la crescita economica e la creazione di posti di lavoro. Inoltre, hanno contribuito a preservare il potere d'acquisto dei consumatori, di grande importanza per tutti i residenti nell'area dell'euro, non ultimi quanti percepiscono redditi meno elevati. È essenziale che questo punto di forza dell'economia dell'area sia preservato. A tal fine, il Consiglio direttivo continuerà a seguire con attenzione tutti gli sviluppi attinenti, in modo da assicurare che le aspettative di inflazione a medio-lungo termine rimangano saldamente ancorate su livelli coerenti con la stabilità dei prezzi.

Il successo dell'UEM dipende inoltre da politiche di bilancio sostenibili e riforme strutturali complessive volte a innalzare il potenziale di crescita dell'economia. Insieme, questi due elementi non solo promuovono la coesione e la flessibilità dell'economia dell'area dell'euro, ma sostengono anche la politica monetaria nel mantenimento della stabilità dei prezzi, migliorandone l'efficacia e contribuendo alla crescita sostenibile del prodotto e alla creazione di posti di lavoro.

L'osservanza delle regole di bilancio concordate rafforza la sostenibilità delle finanze pubbliche, che riveste importanza cruciale anche per l'incidenza attesa dell'invecchiamento demografico sui conti pubblici. Per questa ragione l'Eurosistema ha sempre sostenuto con forza il Patto di stabilità e crescita. Una rigorosa e coerente applicazione delle regole riviste favorisce la disciplina di bilancio e aiuta a ripristinare la credibilità del quadro di riferimento per le politiche di bilancio nell'UE, nonché la fiducia nella prudenza di queste ultime. L'attendibile compilazione e tempestiva segnalazione delle statistiche di finanza pubblica è essenziale anche per

tale quadro di riferimento e per l'efficace funzionamento della mutua sorveglianza.

Negli ultimi anni sono stati realizzati alcuni progressi nell'ambito delle riforme strutturali, ma la verifica intermedia della strategia di Lisbona effettuata nel marzo 2005 ha messo in luce che occorre impegnarsi molto di più per innalzare il potenziale di crescita e di occupazione dell'Europa. La maggiore flessibilità dei mercati finanziari, del lavoro e dei beni e servizi incoraggia una migliore allocazione delle risorse, e un contesto economico più stimolante promuove la capacità di innovare, investire e creare posti di lavoro. Un'altra sfida è rappresentata dal completamento del mercato interno, incluso quello dei servizi, che consentirebbe alle imprese di beneficiare di economie di scala e accrescere l'efficienza. Nel complesso, il modo migliore per cogliere le opportunità derivanti dalla globalizzazione e dalle rapide trasformazioni tecnologiche consiste nell'aprirsi al mutamento strutturale e nel promuoverne l'accelerazione, tenuto conto che ciò offre le prospettive più favorevoli per il futuro benessere dei cittadini europei.

L'Eurosistema presta molta attenzione agli sviluppi connessi all'integrazione finanziaria in Europa. L'integrazione finanziaria contribuisce alla fluida conduzione della politica monetaria unica in tutta l'area dell'euro, nonché all'efficiente allocazione delle risorse finanziarie e quindi alla crescita economica. Ha implicazioni per quanto riguarda il compito dell'Eurosistema di preservare la stabilità finanziaria ed è altresì importante per l'efficacia operativa e l'ordinato funzionamento dei sistemi di pagamento e di regolamento. Nel settembre 2005 la BCE ha pubblicato il suo primo rapporto su un insieme di indicatori relativi all'integrazione finanziaria nell'area dell'euro. Questi suggerivano un miglioramento dell'integrazione finanziaria, benché in gradi differenti per i vari segmenti di mercato. Infine, senza pregiudicare la stabilità dei prezzi, il SEBC sostiene gli obiettivi

generali dell'UE, tra i quali l'integrazione finanziaria.

Nell'ambito dei sistemi di regolamento lordo in tempo reale, è già stata conseguita la piena integrazione attraverso il sistema Target. L'Eurosistema è attivamente impegnato nella realizzazione di Target2, che offrirà un più elevato livello di servizio e un nuovo schema tariffario per i servizi fondamentali. Target2 inizierà a operare il 19 novembre 2007 per il primo gruppo di paesi che effettueranno la transizione. Tutte le banche centrali partecipanti a Target2, insieme alle rispettive comunità bancarie nazionali, dovrebbero utilizzare il nuovo sistema entro maggio 2008.

Per quanto concerne i sistemi di pagamento al dettaglio, la creazione di un'area unica dei pagamenti in euro (AUPE) rimane uno degli obiettivi fondamentali. Grazie all'AUPE, la clientela potrà effettuare pagamenti nell'intera area dell'euro da un unico conto bancario, avvalendosi di un unico insieme di strumenti di pagamento, con lo stesso grado di efficienza e sicurezza su cui può contare attualmente in ambito nazionale. Si prevede che i cittadini potranno avvalersi di questa opportunità entro il 2008. L'Eurosistema sostiene appieno il rispetto di tale scadenza, che richiede grande impegno da parte di tutti i soggetti interessati.

In seguito alla firma del Trattato che adotta una Costituzione per l'Europa (Costituzione europea), nell'ottobre 2004, gli Stati membri hanno avviato le necessarie procedure di ratifica. Sono attualmente quindici i paesi che hanno ratificato il testo oppure sono prossimi alla conclusione della procedura formale. In Francia e nei Paesi Bassi la Costituzione non ha ricevuto la maggioranza dei consensi. A parere della BCE, il testo costituzionale chiarisce il quadro giuridico e istituzionale dell'UE e accresce la capacità di quest'ultima di agire a livello sia europeo che internazionale, confermando al tempo stesso l'assetto corrente per la politica monetaria. Va sottolineato che il processo di ratifica non ha alcuna implicazione per il funzionamento dell'unione monetaria e non incide sulla stabilità

dell'euro. Sia con il Trattato attualmente in vigore sia con la Costituzione europea, la BCE continuerà a preservare la credibilità dell'euro e la stabilità dei prezzi, che rappresenta uno dei presupposti per un contesto macroeconomico non inflazionistico favorevole alla crescita economica e alla creazione di posti di lavoro.

Nel 2005 quattro Stati membri dell'UE hanno aderito ai nuovi accordi europei di cambio (AEC II) per poter entrare nell'area dell'euro una volta soddisfatti tutti i criteri di convergenza su base sostenibile. La BCE, al pari della Commissione europea, pubblicherà il rapporto biennale sulla convergenza nell'autunno 2006. Va rilevato che gli Stati membri saranno giudicati singolarmente in base alla performance economica e monetaria, nel pieno rispetto del principio di parità di trattamento. Con tali presupposti, l'allargamento dell'area dell'euro apporterà vantaggi sia all'area nella sua attuale composizione, sia ai paesi che vi aderiranno.

Nel 2005 la BCE ha conseguito un risultato lordo di 992 milioni di euro. Un importo equivalente è stato imputato a un fondo di accantonamento costituito per i rischi di cambio, di tasso di interesse e di prezzo dell'oro, determinando un utile netto d'esercizio pari esattamente a zero. Il fondo sarà utilizzato per ripianare perdite derivanti dall'esposizione a tali rischi, in particolare minusvalenze da valutazione non coperte dai conti di rivalutazione. Questo risultato fa seguito alla perdita netta registrata nel 2004, pari a 1.636 milioni di euro, che è stata principalmente dovuta all'apprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro statunitense. Nel 2005 l'euro si è invece deprezzato rispetto a questa valuta.

Per quanto concerne il personale, il numero complessivo di posizioni previste dalla BCE per l'esercizio 2005 era di 1.369,5 unità a tempo pieno, rispetto alle 1.362,5 del 2004. Alla fine dello scorso anno i dipendenti con contratto a tempo indeterminato o a tempo determinato per almeno un anno erano 1.360, equivalenti a 1.351

unità a tempo pieno. Dal 15 maggio 2005 la BCE ha iniziato ad accettare candidature da parte di cittadini dei due nuovi paesi in procinto di aderire all'UE: Bulgaria e Romania. Nel corso del 2005 è proseguita l'attuazione della nuova strategia per le risorse umane avviata nel 2004. Oltre a promuovere la mobilità, la strategia si incentra sullo sviluppo della gestione della BCE, nonché sulla continua acquisizione e sul costante accrescimento di capacità e competenze da parte del personale. Inoltre, i sei valori individuati dalla BCE nel 2004 sono stati gradualmente assimilati nelle politiche per le risorse umane e continueranno a guidare tutti i membri del personale nel loro impegno quotidiano.

Le tematiche attinenti alle risorse umane sono affrontate anche a livello dell'Eurosistema. Con il fine di promuovere ulteriormente la collaborazione e lo spirito di squadra tra le banche centrali dell'Eurosistema/SEBC in questo ambito, nel 2005 il Consiglio direttivo ha istituito una Conferenza per le risorse umane. Senza pregiudicare la competenza esclusiva delle BCN e della BCE in materia, la Conferenza consentirà lo scambio di esperienze, competenze e informazioni sulle relative politiche e prassi, contribuendo anche a individuare opportunità formative comuni e a elaborare misure volte a favorire scambi di personale. La Conferenza condivide con il Comitato per le comunicazioni dell'Eurosistema/SEBC il mandato di attuare misure concrete tese a promuovere la missione dell'Eurosistema, pubblicata nel gennaio 2005. L'attribuzione di un significato concreto alla missione definita per i dipendenti dell'Eurosistema nel loro lavoro quotidiano si delineerà come un processo in continua evoluzione che consoliderà lo spirito di squadra tra la BCE e le BCN dell'area dell'euro.

In quanto pubblica istituzione, la BCE si impegna a offrire i migliori servizi ai costi più bassi. Per tenere fede a questo impegno permanente, il Comitato esecutivo ha deciso di valutare l'efficacia e l'efficienza della BCE svolgendo un esercizio di bilancio "a base zero", a cui hanno attivamente partecipato il personale e i dirigenti.

Sulla base dei risultati ottenuti, il Comitato esecutivo ha deliberato che un numero consistente di posizioni poteva essere soppresso o destinato ad altre funzioni, senza ricorrere a licenziamenti. Le assunzioni di personale sono state temporaneamente congelate. Il Comitato esecutivo ha adottato diverse altre misure concernenti una più ampia gamma di questioni organizzative fra i vari settori di attività della BCE, che permetterà all'istituzione di accrescere la propria efficacia ed efficienza. È iniziata la graduale attuazione dei cambiamenti organizzativi innescati dall'esercizio a base zero, quali la riorganizzazione di alcune unità operative volta a trarre maggior beneficio dalle sinergie, la concentrazione di competenze e capacità analitiche, la razionalizzazione dei processi operativi e il riorientamento a medio termine della pianificazione strategica. L'impulso conferito da questo esercizio permetterà di consolidare la cultura manageriale tesa al migliore utilizzo delle risorse esistenti.

In seguito alla selezione dello studio di architettura per la progettazione della futura sede della BCE, avvenuta agli inizi del 2005, il Consiglio direttivo ha deciso di riesaminare l'insieme dei requisiti e la dimensione complessiva del progetto. L'esito di questa fase di ottimizzazione è stato una riduzione significativa delle stime dei costi di costruzione. Il Consiglio direttivo ha approvato il progetto rivisto e ha dato inizio alla fase di progettazione nel dicembre 2005. La BCE si impegna a gestire e seguire il progetto con la massima cura per quanto riguarda il costo totale e la tempestiva realizzazione delle varie tappe.

Francoforte sul Meno, marzo 2006



Jean-Claude Trichet

Artista

Peter Sauerer

Titolo

Großmarkthalle, 2004

Materiali

Legno e spago

Formato

90 x 20 x 15 cm

© BCE e artista



CAPITOLO I

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

I DECISIONI DI POLITICA MONETARIA

Nella seconda metà del 2004 e nella prima del 2005, l'economia dell'area dell'euro ha segnato un rallentamento, in parte imputabile al rincaro del greggio, alla temporanea decelerazione dell'interscambio mondiale e agli effetti ritardati del passato apprezzamento dell'euro. Nella seconda metà del 2005, tuttavia, la crescita economica dell'area è tornata a rafforzarsi, sostenuta dal perdurante vigore dell'espansione della domanda mondiale, dalla dinamica vivace degli utili societari e dalle condizioni di finanziamento molto favorevoli. Nel complesso del 2005, la crescita del PIL in termini reali, corretta, sebbene solo parzialmente, per le giornate lavorative, è stata dell'1,4 per cento, contro l'1,8 nel 2004 e lo 0,7 nel 2003. Pertanto, considerato il contesto caratterizzato da prezzi petroliferi elevati e volatili, nell'anno in esame l'attività economica ha mostrato una capacità di tenuta relativamente buona.

Nonostante il forte aumento dei prezzi delle materie prime e dei prodotti energetici, le spinte inflazionistiche interne sono state contenute dalla crescita economica ancora relativamente modesta, sebbene in ripresa; in particolare la dinamica salariale è stata debole. Anche l'andamento favorevole dei prezzi all'importazione dei beni manufatti ha contribuito a contenere le pressioni inflazionistiche. Le aspettative di inflazione a lungo termine nell'area sono rimaste saldamente ancorate su livelli coerenti con la stabilità dei prezzi. Tuttavia, nel 2005 l'inflazione complessiva è rimasta piuttosto elevata, principalmente per effetto del forte incremento dei prezzi energetici e, in misura minore, dell'aumento dei prezzi amministrati e delle imposte indirette. Nel complesso del 2005, l'inflazione armonizzata sui dodici mesi misurata dallo IAPC è stata del 2,2 per cento, in lieve aumento rispetto al 2,1 per cento dei due anni precedenti. I rischi al rialzo hanno continuato a prevalere, specie con riguardo ai potenziali effetti di secondo impatto del rincaro del greggio sui processi di formazione dei salari e dei prezzi.

Le dinamiche monetarie, che hanno iniziato a rafforzarsi a partire dalla metà del 2004, hanno

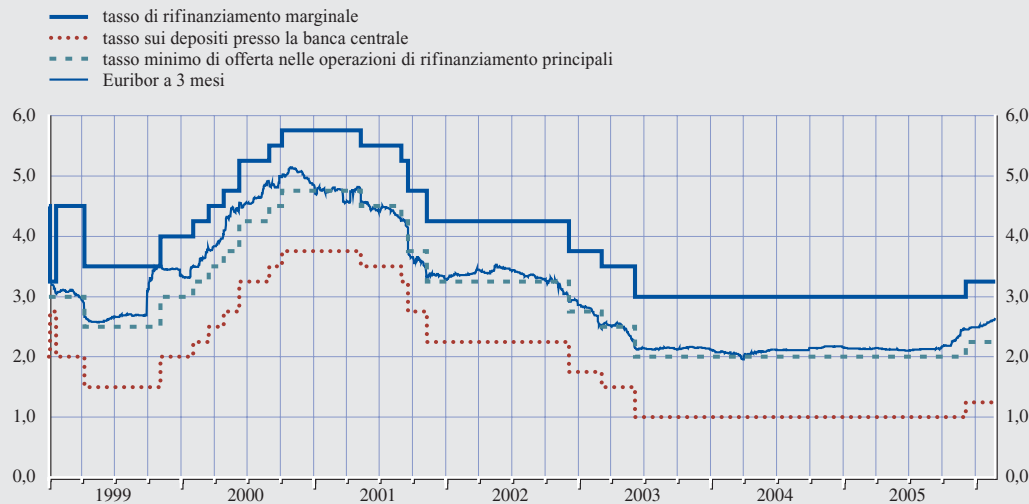
ulteriormente accelerato nel 2005, per poi rallentare lievemente negli ultimi tre mesi dell'anno. Questa accelerazione, in parte ascrivibile all'effetto di stimolo del basso livello prevalente dei tassi di interesse sulla domanda di moneta e di credito, ha contribuito ad ampliare ulteriormente la già abbondante liquidità presente nell'area dell'euro, delineando rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo termine.

In questo contesto, il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema è rimasto invariato sul livello storicamente basso del 2 per cento per quasi tutto il 2005. All'inizio dell'anno, l'analisi economica indicava che le pressioni inflazionistiche dall'interno erano contenute. Tuttavia, dato il contesto di vigorosa crescita monetaria e di ampia liquidità, il Consiglio direttivo ha affermato la necessità di avere un atteggiamento vigile riguardo ai rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi. Nel corso dell'anno, inoltre, le proiezioni sull'inflazione sono state progressivamente riviste al rialzo, in parte perché diveniva evidente che l'aumento del prezzo del petrolio si sarebbe protratto più del previsto, confermando l'esistenza di rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi. Da dicembre 2005, la consueta analisi economica e quella monetaria e la loro verifica incrociata hanno fatto concludere che, per contrastare tali rischi, era necessaria una correzione dell'orientamento accomodante della politica monetaria. Il Consiglio direttivo, pertanto, il 1° dicembre 2005 ha deciso di aumentare di 25 punti base i tassi ufficiali di riferimento, dopo averli mantenuti invariati per due anni e mezzo: il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema è stato portato al 2,25 per cento, mentre il tasso sui depositi presso la banca centrale e quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale, all'1,25 e al 3,25 per cento, rispettivamente (cfr. figura 1).

Considerando più in dettaglio le decisioni di politica monetaria nel 2005, è utile suddividere l'anno in due parti. Per quanto riguarda la prima metà, i dati diffusi nei primi mesi del 2005

Figura 1 Tassi di interesse della BCE e tassi di mercato monetario

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



Fonte: BCE.

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

facevano ritenere che il rallentamento del PIL in termini reali osservato nella seconda metà del 2004 sarebbe stato temporaneo. Nel secondo trimestre del 2005, tuttavia, la valutazione è divenuta lievemente più pessimista, in gran parte a causa del livello persistentemente elevato e della volatilità dei corsi petroliferi, mentre si configuravano crescenti incertezze circa l'evoluzione a breve termine della domanda interna. A giugno 2005 le proiezioni macroeconomiche sulla crescita del PIL in termini reali formulate dagli esperti dell'Eurosistema sono state riviste al ribasso rispetto a quelle di dicembre del 2004. Il tasso di crescita del PIL nell'anno è stato previsto in diminuzione dall'1,8 per cento del 2004 a un valore compreso fra l'1,1 e l'1,7 per cento nel 2005, per poi risalire nel 2006 su livelli fra l'1,5 e il 2,5 per cento. Indicazioni analoghe provenivano dalle previsioni prodotte da organizzazioni internazionali e dal settore privato. Nonostante i rischi al ribasso per la crescita connessi alla debolezza del clima di fiducia dei consumatori, ai corsi petroliferi elevati e volatili e agli squilibri mondiali, i presupposti per un rafforzamento dell'attività economica parevano sussistere. Dal lato esterno, la vigorosa crescita economica mondiale continuava a

sostenere le esportazioni dell'area dell'euro; da quello interno, le condizioni di finanziamento molto favorevoli, la vivace dinamica degli utili societari e le ristrutturazioni aziendali creavano un contesto favorevole per gli investimenti. Si prevedeva che la crescita dei consumi privati sarebbe stata stimolata dall'atteso aumento del reddito disponibile in termini reali, indotto da un'accelerazione dell'occupazione e da una riduzione dell'inflazione. Le statistiche riviste (divenute disponibili solo nel prosieguo dell'anno) indicano che nella prima metà del 2005 vi è stata effettivamente una graduale, ancorché modesta, ripresa della crescita del PIL (dallo 0,2 per cento dell'ultimo trimestre del 2004 allo 0,3 e 0,4 rispettivamente nel primo e secondo trimestre del 2005), riconducibile principalmente al maggiore contributo delle esportazioni nette.

Per quanto riguarda l'andamento dei prezzi, nella prima metà del 2005 il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato dallo IAPC è stato in media del 2,0 per cento, contro circa il 2,3 nella seconda metà del 2004; la flessione, tuttavia, è imputabile soprattutto a effetti base. Sebbene il forte rincaro del greggio abbia continuato a esercitare significative spinte al rialzo

sull'inflazione, la dinamica salariale è rimasta moderata, così che non vi sono state evidenze di un aumento delle pressioni inflazionistiche di fondo dall'interno dell'area dell'euro. Di conseguenza, nelle proiezioni di giugno 2005 gli esperti dell'Eurosistema prevedevano che il tasso di inflazione si sarebbe situato in media fra l'1,8 e il 2,2 per cento nel 2005 e fra lo 0,9 e il 2,1 per cento nel 2006. Se da un lato le pressioni inflazionistiche di fondo interne all'area rimanevano contenute nello scenario di base, dall'altro venivano individuati rischi al rialzo per tali proiezioni, ricollegabili in particolare con gli andamenti futuri dei corsi petroliferi e con il potenziale aumento delle imposte indirette e dei prezzi amministrati. Inoltre, il Consiglio direttivo sottolineava la necessità di restare vigili rispetto ai potenziali effetti di secondo impatto che il rincaro del petrolio avrebbe potuto avere sui processi di formazione dei salari e dei prezzi.

Il rafforzamento delle dinamiche monetarie, iniziato a metà del 2004, è proseguito nella prima parte del 2005. A differenza del periodo precedente di forte crescita della moneta, osservato fra il 2001 e la metà del 2003, in quello più recente l'incremento di M3 è stato alimentato dalle sue componenti più liquide ed è stato associato, dal lato delle contropartite, all'espansione del credito al settore privato. Questi andamenti hanno rispecchiato in larga misura l'effetto di stimolo del livello storicamente molto basso dei tassi di interesse nell'area dell'euro. La sostenuta dinamica di M3 negli ultimi anni ha determinato un livello di liquidità nell'area notevolmente superiore a quello necessario per finanziare una crescita economica non inflazionistica. A ciò si aggiungono il vigore della domanda di prestiti per l'acquisto di abitazioni, che ha contribuito alla vivace dinamica dei prezzi degli immobili residenziali in alcune regioni dell'area, e il graduale recupero della crescita sui dodici mesi dei prestiti alle società non finanziarie.

Nel complesso il Consiglio direttivo ha raggiunto la conclusione che, pur restando appropriato mantenere i tassi di interesse sui minimi

storici date le modeste spinte interne sui prezzi, la verifica incrociata fra i risultati dell'analisi economica e di quella monetaria confermava la necessità di rimanere vigili riguardo al concretizzarsi di rischi per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo. In tale contesto, gli andamenti delle aspettative di inflazione a più lungo termine sono stati seguiti con particolare attenzione.

Nella seconda metà del 2005, l'analisi economica ha progressivamente confermato il rafforzamento dell'attività economica previsto dagli esperti dell'Eurosistema nelle proiezioni di giugno di quell'anno. Nel terzo trimestre, la crescita sul trimestre precedente del PIL in termini reali dell'area è aumentata allo 0,7 per cento. Permanevano inoltre le condizioni necessarie al perdurare della crescita individuate nel precedente esercizio previsivo. Pertanto, le proiezioni di dicembre degli esperti dell'Eurosistema sono state ampiamente in linea con quelle di giugno, situando la crescita del PIL fra l'1,2 e l'1,6 per cento nel 2005 e fra l'1,4 e il 2,4 per cento sia nel 2006 che nel 2007. Le previsioni delle organizzazioni internazionali e del settore privato delineavano un quadro sostanzialmente analogo. Al tempo stesso, sulle prospettive per l'attività economica continuavano a gravare rischi al ribasso, connessi principalmente a quotazioni petrolifere più alte del previsto, a squilibri mondiali e a un clima di fiducia dei consumatori ancora debole, sebbene in miglioramento.

Per quanto riguarda gli andamenti dei prezzi, nella seconda metà del 2005 l'inflazione armonizzata è salita su tassi significativamente superiori al 2 per cento, raggiungendo in settembre il livello massimo del 2,6 per cento, principalmente per effetto dell'aumento dei prezzi dei beni energetici. Inoltre, diversamente da quanto previsto nella prima parte del 2005, diveniva sempre più chiaro che il rialzo dei corsi del greggio sarebbe stato piuttosto prolungato. Di conseguenza, mentre le proiezioni e le previsioni disponibili agli inizi del 2005 indicavano un calo relativamente marcato dell'inflazione al consumo nel 2006, tale valutazione si è notevolmente modificata nel corso dell'anno. Nella

seconda metà del 2005 sembrava probabile che nel 2006 l'inflazione media annua si sarebbe mantenuta al di sopra del 2 per cento, anche mantenendo l'ipotesi che l'aumento delle retribuzioni sarebbe rimasto contenuto. In particolare, le proiezioni di dicembre degli esperti dell'Eurosistema indicavano un tasso di inflazione al consumo compreso in media fra l'1,6 e il 2,6 per cento nel 2006, e fra l'1,4 e il 2,6 per cento nel 2007. Le previsioni fornite dalle organizzazioni internazionali e dal settore privato erano sostanzialmente simili. Inoltre, il Consiglio direttivo confermava che su tale scenario continuavano a gravare i rischi al rialzo precedentemente individuati.

Sempre nella seconda metà del 2005, l'analisi monetaria ha continuato a rilevare rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo termine. La liquidità nell'area dell'euro era ampia secondo tutte le misure pertinenti. Nel terzo trimestre, inoltre, il rafforzamento della crescita monetaria in atto dalla metà del 2004 aveva acquistato ulteriore slancio. L'espansione dell'aggregato monetario M3 ha continuato a essere alimentata principalmente dalle componenti più liquide, in un contesto di tassi di interesse molto bassi. Anche la crescita dell'indebitamento, specie sotto forma di prestiti ipotecari, è rimasta molto robusta. In tale contesto, si è reso necessario tenere sotto stretta osservazione la dinamica dei prezzi in diversi mercati degli immobili residenziali.

Di conseguenza, nella seconda metà del 2005, il Consiglio direttivo ha espresso una crescente preoccupazione circa i rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi, sottolineando la necessità di tenere un atteggiamento molto vigile riguardo agli andamenti delle aspettative di inflazione a più lungo termine. In effetti, alla luce dei rischi per la stabilità dei prezzi individuati dall'analisi economica e confermati dalla verifica incrociata con l'analisi monetaria, a dicembre è risultato necessario operare una correzione all'orientamento accomodante della politica monetaria. Il 1° dicembre il Consiglio direttivo ha pertanto deciso di aumentare di 25 punti base i tassi di interesse di riferimento della BCE, rite-

nendo che questa decisione avrebbe contribuito a mantenere le aspettative di inflazione a medio-lungo termine nell'area dell'euro saldamente ancorate su livelli coerenti con la stabilità dei prezzi. Tale stabilità delle aspettative di inflazione rappresenta un presupposto fondamentale affinché la politica monetaria continui a offrire un sostegno alla crescita economica dell'area. Dopo la decisione del 1° dicembre, i tassi di interesse sono rimasti su livelli molto bassi su tutte le scadenze, in termini sia nominali sia reali. La politica monetaria della BCE pertanto è rimasta accomodante e ha continuato a prestare un notevole sostegno all'attività economica e alla creazione di posti di lavoro. Il Consiglio direttivo ha ribadito che avrebbe continuato a seguire con attenzione tutti gli sviluppi relativi ai rischi per la stabilità dei prezzi.

2 GLI ANDAMENTI MONETARI, FINANZIARI ED ECONOMICI

2.1 IL CONTESTO MACROECONOMICO INTERNAZIONALE

L'ECONOMIA MONDIALE HA CONTINUATO A CRESCERE VIGOROSAMENTE

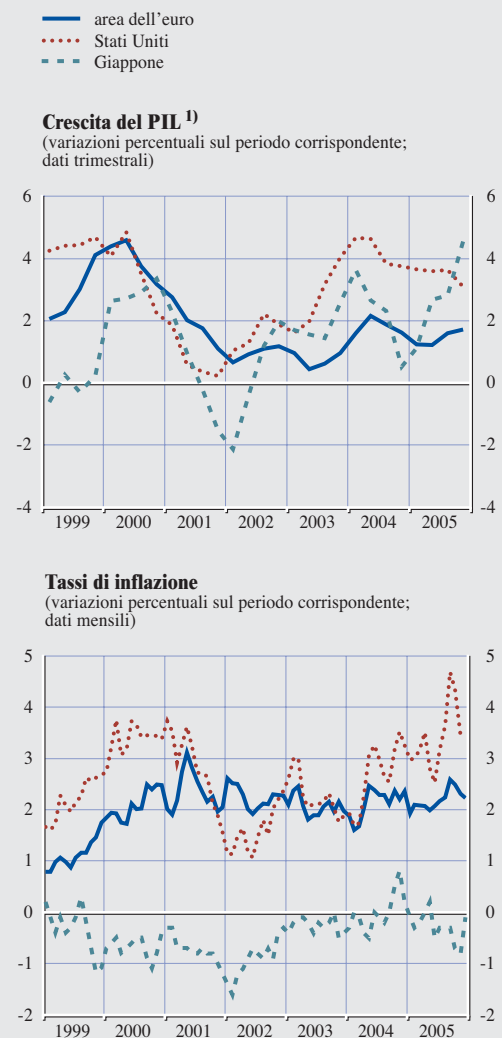
Nel 2005 la crescita mondiale è rimasta vigorosa e solo lievemente inferiore rispetto al valore straordinariamente elevato dell'anno precedente. Come nel 2004, l'espansione è stata particolarmente robusta in Asia. In particolare, l'attività economica ha continuato a crescere a tassi pressoché invariati in Cina e ha acquisito slancio in Giappone. L'attività mondiale ha tratto ancora beneficio dalle favorevoli condizioni di finanziamento e dall'elevata redditività delle imprese in molti paesi. La vigorosa espansione dell'economia statunitense ha continuato a sostenere la crescita mondiale.

Riflettendo in larga misura la robusta espansione dell'economia mondiale e il connesso aumento della domanda di energia, nonché la progressiva erosione dei margini di capacità inutilizzata lungo l'intera catena della produzione petrolifera, i corsi del petrolio hanno continuato ad aumentare per gran parte dell'anno e agli inizi di settembre le quotazioni del greggio Brent hanno raggiunto un massimo storico pari a 67,5 dollari al barile. Ciò nonostante, l'effetto dell'aumento delle quotazioni del petrolio sulla crescita mondiale e sull'inflazione sembra finora essere stato relativamente contenuto. Mentre l'indice generale dei prezzi al consumo (IPC) ha risentito dell'aumento della componente energetica, le pressioni inflazionistiche di fondo si sono mantenute alquanto moderate in gran parte delle economie. Nei paesi dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE), l'inflazione generale misurata sull'IPC è stata pari al 2,7 per cento nel complesso dell'anno.

Gli Stati Uniti hanno registrato ritmi sostenuti di espansione del PIL nel 2005, pari al 3,5 per cento nel complesso dell'anno. Al sostegno che è continuato a venire dalla crescita vigorosa dei consumi privati e da quella della spesa per investimenti, si è contrapposto un contributo leggermente negativo dell'interscambio netto.

L'andamento dei consumi privati è rimasto vivace per gran parte dell'anno, grazie alle favorevoli condizioni di finanziamento, all'aumento dei prezzi degli immobili residenziali e all'ulteriore miglioramento delle condizioni dell'occupazione. In presenza di una dinamica salariale ancora relativamente debole, il rincaro dei prodotti energetici ha contenuto la crescita del reddito disponibile reale, contribuendo a deprimere ulteriormente, da un valore già basso, il saggio

Figura 2 Principali andamenti delle maggiori economie industrializzate



Fonti: dati nazionali, BRI, Eurostat ed elaborazioni della BCE.
1) Per l'area dell'euro sono stati utilizzati dati di fonte Eurostat; per gli Stati Uniti e il Giappone, dati di fonti nazionali. I dati relativi al PIL sono stati destagionalizzati.

di risparmio personale. Allo stesso tempo, il debito delle famiglie in percentuale del reddito disponibile è aumentato ulteriormente nel 2005. Gli investimenti delle imprese sono cresciuti a tassi elevati, sostenuti dalle favorevoli condizioni di finanziamento e dall'elevato livello dei profitti delle imprese. Nonostante gli alti prezzi del petrolio e l'aumento del costo delle materie prime, la combinazione di un'evoluzione modesta dei salari e di guadagni di produttività cospicui, benché declinanti, ha concorso ad ampliare i margini di profitto durante l'anno.

Il saldo esterno degli Stati Uniti si è ulteriormente deteriorato nel 2005 e il disavanzo del conto corrente misurato in rapporto al PIL è salito a un livello storicamente elevato (6,4 per cento). La crescita delle importazioni ha superato quella delle esportazioni, contribuendo all'ampliamento del disavanzo esterno.

I prezzi al consumo sono temporaneamente risaliti nel terzo trimestre, per le conseguenze negative delle turbative dovute agli uragani e dei continui rincari dei prodotti energetici. A fine anno, tuttavia, le spinte sui prezzi si sono attenuate e l'inflazione sui dodici mesi misurata dall'IPC è stata pari al 3,4 per cento. Se si escludono i prodotti alimentari e quelli energetici, il tasso di inflazione è rimasto relativamente contenuto (2,2 per cento). Nonostante l'aumento dei corsi petroliferi, il maggior costo delle materie prime e gli effetti negativi degli uragani, le pressioni sui prezzi sono state limitate dall'apprezzamento del dollaro in termini effettivi nominali e dall'incremento modesto del costo del lavoro per unità di prodotto. Allo stesso tempo, le aspettative di inflazione sono rimaste contenute.

Nel 2005 il Federal Open Market Committee (FOMC) del Federal Reserve System ha innalzato di 200 punti base il tasso obiettivo sui Federal Fund. In seguito a otto incrementi consecutivi di 25 punti base ciascuno, alla fine dell'anno il tasso risultava pari al 4,25 per cento. Nella dichiarazione che ha fatto seguito all'ultima riunione dell'anno, il FOMC ha rilevato che sarebbe stato probabilmente necessario pro-

seguire nella graduale azione di restrizione della politica monetaria. Per quanto riguarda la finanza pubblica, nell'esercizio 2005 il disavanzo del bilancio federale è diminuito rispetto al 2004, collocandosi al 2,6 per cento del PIL, grazie in primo luogo al maggior gettito proveniente dalle imposte sul reddito delle persone fisiche e delle imprese.

In Giappone è proseguita nel 2005 la fase di ripresa economica e, per il secondo anno consecutivo, la crescita del PIL è stata superiore a quella potenziale (2,8 per cento, dal 2,3 del 2004). L'attività economica ha acquisito rapidamente slancio agli inizi del 2005, sostenuta dalla forte espansione dei consumi privati e degli investimenti in settori diversi dall'edilizia residenziale. La robusta dinamica registrata dalla spesa per consumi ha riflesso l'ulteriore miglioramento delle condizioni reddituali e dell'occupazione, mentre il rapido incremento della spesa per investimenti in settori diversi dall'edilizia residenziale ha beneficiato delle favorevoli condizioni di finanziamento, degli elevati utili societari, della migliorata situazione finanziaria e del processo di sostituzione del capitale divenuto obsoleto. Sebbene la domanda interna sia rimasta la determinante principale della crescita economica, nel 2005 si sono d'altra parte rafforzati i segnali di ripresa delle esportazioni (in particolare verso la Cina). Nel corso dell'anno il settore bancario ha tratto beneficio dalla graduale ripresa delle condizioni macroeconomiche e dalle migliorate condizioni del rischio di credito.

I timori connessi alle tendenze deflazionistiche si sono attenuati ulteriormente. Il tasso di variazione dei prezzi al consumo, nullo nel 2004, è stato solo lievemente negativo (-0,3 per cento) nell'insieme del 2005; l'indice dei prezzi calcolato escludendo gli alimentari freschi ha smesso di calare verso la fine dell'anno. Nel 2005 la Banca del Giappone ha mantenuto invariato, a 30-35 mila miliardi di yen, l'intervallo obiettivo per il saldo sui conti correnti detenuti presso di essa. A fine anno, tuttavia, ha indicato che nell'esercizio 2006 avrebbe probabilmente abbandonato la strategia di espansione della

liquidità (che era stata in vigore sin dal marzo 2001) qualora si fossero realizzate le favorevoli proiezioni sull'andamento dei prezzi (la Banca del Giappone ha indicato in uno stabile aumento dei prezzi al consumo un presupposto per l'abbandono dell'attuale strategia di politica monetaria).

Nei paesi asiatici escluso il Giappone la crescita si è mantenuta robusta nel 2005, anche se leggermente inferiore rispetto ai ritmi assai elevati dell'anno precedente. Il lieve calo va ricondotto principalmente alla decelerazione della domanda estera, all'espansione meno vigorosa della domanda interna e al rincaro del petrolio. Per quanto riguarda l'evoluzione dei prezzi, le elevate quotazioni petrolifere hanno determinato alti tassi di inflazione in alcune delle principali economie della regione (fatta eccezione per la Cina) e le autorità monetarie hanno iniziato a innalzare gradualmente i tassi di interesse. L'economia cinese ha continuato a crescere a ritmi robusti, sorretta dalla notevole vivacità della domanda estera e dalla vigorosa espansione di quella interna. L'adozione di misure restrittive in campo macroeconomico ha smorzato la forte dinamica degli investimenti, soprattutto nel settore immobiliare, e stabilizzato l'inflazione. Il passaggio a un regime di cambio più flessibile (ma ancora rigidamente controllato) nel luglio 2005 non sembra avere avuto effetti rilevanti sull'economia. In dicembre, dopo un'esauriente indagine economica per la prima volta estesa all'intero paese, l'Istituto nazionale di statistica della Cina ha rivisto al rialzo sia il livello del PIL nominale nel 2004 (di 2.300 miliardi di renminbi, pari al 16,8 per cento del valore comunicato in precedenza) sia i tassi di crescita del PIL dal 1993 in poi (che sono stati innalzati mediamente di circa 0,5 punti percentuali). La revisione è dovuta principalmente al fatto che, grazie a una più accurata misurazione, il settore dei servizi è risultato più ampio di quasi il 50 per cento rispetto alla precedente stima. Nel complesso del 2005 il PIL cinese è aumentato del 9,9 per cento.

In America latina la situazione economica ha mostrato ulteriori segnali di consolidamento,

sebbene il ritmo di espansione sia stato lievemente inferiore rispetto al 2004. La regione ha tratto beneficio da un contesto esterno estremamente favorevole e dai più elevati corsi delle materie prime, che hanno consentito di ridurre il grado di vulnerabilità finanziaria. Benché trainata dalla robusta dinamica delle esportazioni, la crescita della regione ha tratto beneficio anche dal rafforzamento della domanda di consumi e dall'aprirsi di nuove opportunità di investimento. In Argentina la crescita del prodotto è stata rapida mentre nelle due maggiori economie della regione, Brasile e Messico, il ritmo di espansione economica è stato moderato.

I PREZZI DELLE MATERIE PRIME SONO AUMENTATI NOTEVOLMENTE NEL 2005

Nel 2005 le quotazioni petrolifere hanno registrato forti aumenti per il secondo anno consecutivo. Agli inizi di settembre il prezzo del greggio di qualità Brent ha raggiunto un nuovo massimo storico a 67,5 dollari al barile, per poi scendere lievemente e collocarsi intorno a 58 dollari alla fine dell'anno. Nel 2005 tale prezzo è stato mediamente pari a 55 dollari, un livello superiore del 45 per cento a quello medio del 2004.

Benché la domanda di petrolio abbia rallentato in corso d'anno, i margini di capacità produttiva inutilizzata lungo tutta la catena dell'offerta si sono ulteriormente ridotti e le quotazioni petrolifere sono rimaste estremamente reattive al variare delle condizioni della domanda e dell'offerta. La bassa crescita dell'offerta dei paesi non appartenenti all'OPEC ha inoltre contribuito a rendere più tese le condizioni di mercato. Nella Confederazione degli Stati Indipendenti (che negli anni precedenti ha costituito la fonte principale della crescita dell'offerta di petrolio dei paesi non appartenenti all'OPEC) nel 2005 la produzione è rallentata e nel Mare del Nord è diminuita. Inoltre, le condizioni climatiche eccezionalmente avverse (ossia, gli uragani) hanno provocato gravi interruzioni della produzione lungo la costa statunitense del Golfo del Messico. La domanda che si rivolge al petrolio prodotto dai paesi dell'OPEC (cosiddetto "call on OPEC") è

di conseguenza aumentata. L'espansione della produzione dell'OPEC non è stata in grado di ridurre i prezzi, in quanto l'assottigliarsi della capacità inutilizzata di tali paesi ha alimentato il timore degli operatori circa la mancanza di margini di sicurezza per assorbire eventuali interruzioni dell'offerta.

La maggiore domanda di prodotti petroliferi raffinati ha compresso i margini di capacità inutilizzata delle raffinerie. Le strozzature sono aumentate anche a causa della mancanza di sufficiente capacità in grado di lavorare le qualità più pesanti e sulfuree di greggio. Anche gli squilibri al margine tra la domanda e l'offerta delle diverse qualità di petrolio hanno sospinto verso l'alto i prezzi del greggio "leggero" e a basso tenore di zolfo, come il Brent. L'instabilità geopolitica e il (ri)emergere di rischi in vari paesi produttori hanno alimentato timori circa la sicurezza degli approvvigionamenti, esercitando ulteriori pressioni sui corsi del petrolio.

I prezzi delle materie prime non energetiche misurati dall'indice dell'Istituto per l'economia internazionale di Amburgo (Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv, HWWA), in forte ripresa dal 2003, hanno raggiunto un massimo

nel marzo 2005. Dopo un lieve indebolimento in aprile e maggio e una generalizzata stabilizzazione nei sei mesi successivi, essi sono tornati a registrare forti incrementi a partire da novembre. Nell'insieme, i prezzi in dollari delle materie prime non energetiche sono aumentati in media del 9,5 per cento nel 2005. Le quotazioni dell'oro sono salite al livello più alto dal 1981 e a dicembre hanno raggiunto i 538 dollari per oncia "troy".

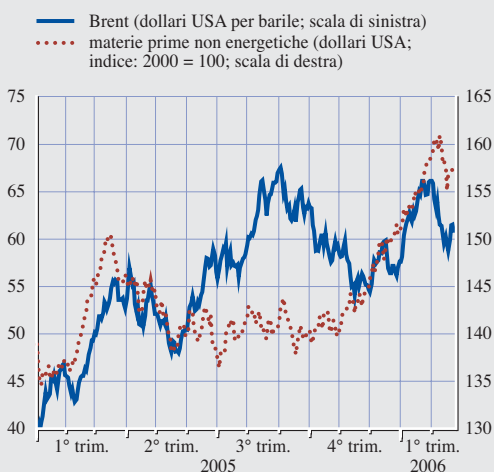
2.2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

LE DINAMICHE DI M3 CONTINUANO A RAFFORZARSI IN UN CONTESTO DI BASSI TASSI DI INTERESSE

Nel 2005 la crescita monetaria si è notevolmente rafforzata, sospinta dall'effetto di stimolo impartito dal basso livello dei tassi di interesse nell'area dell'euro. Nel contempo, l'effetto di freno alla crescita di M3 prodotto dalla normalizzazione delle scelte di portafoglio dei residenti nell'area (dopo la forte preferenza per le attività liquide fra il 2001 e metà 2003) ha perso vigore, specie nella prima metà dell'anno. Complessivamente, il rafforzamento della crescita monetaria nel corso del 2005 ha alimentato ulteriormente la già abbondante situazione di liquidità nell'area dell'euro.

Dopo essere aumentata nella seconda metà del 2004, la crescita di M3 è rimasta sostenuta nei primi mesi del 2005. A partire da aprile l'espansione della moneta si è rafforzata nuovamente a tutti gli effetti, e nel terzo trimestre dell'anno la crescita sui dodici mesi di M3 ha raggiunto l'8,0 per cento. Le dinamiche monetarie a più breve termine sono state particolarmente vigorose a metà anno; il tasso di incremento di M3 su sei mesi espresso in ragione d'anno ha raggiunto in settembre il livello più elevato dall'avvio della Terza fase dell'UEM. Nell'ultimo trimestre del 2005 la crescita monetaria ha mostrato alcuni segnali di moderazione, sebbene la M3 sia comunque cresciuta su base annua al considerevole tasso del 7,8 per cento.

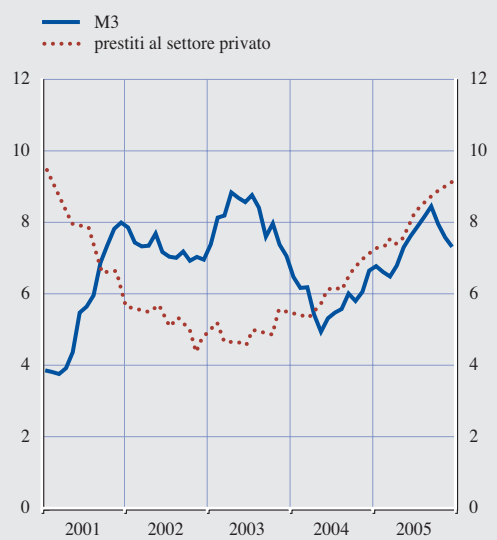
Figura 3 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



Fonti: Bloomberg e HWWA.

Figura 4 M3 e prestiti al settore privato

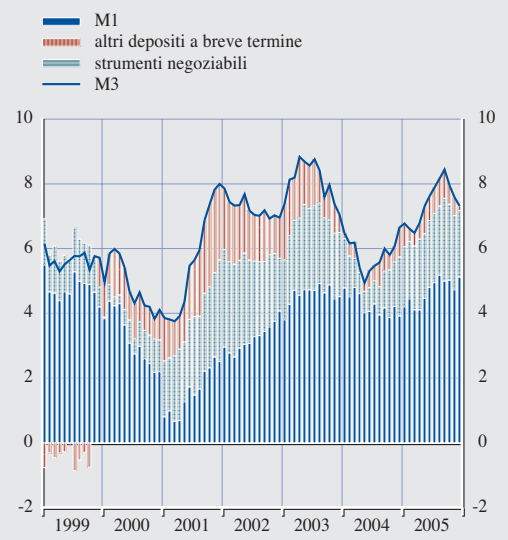
(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

Figura 5 Contributi al tasso di crescita sui dodici mesi di M3

(punti percentuali; crescita di M3 in percentuale; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

Per quanto riguarda le componenti, il maggiore contributo alla crescita complessiva di M3 è provenuto dalle attività più liquide comprese nell'aggregato ristretto M1. Dal lato delle contropartite, l'espansione monetaria è stata alimentata in ampia misura dal credito delle IFM al settore privato. Entrambi questi andamenti indicano che il basso livello dei tassi di interesse prevalente nell'area dell'euro, implicando un modesto costo opportunità di detenere strumenti liquidi e una riduzione dei costi di indebitamento, ha rappresentato la principale determinante sottostante le dinamiche monetarie nel 2005.

Questi andamenti implicano inoltre che il sostanziale rafforzamento della crescita di M3 a partire da metà 2004 ha avuto una natura diversa rispetto a quello osservato fra il 2001 e gli inizi del 2003. All'epoca, in un periodo di accresciuta incertezza economica e finanziaria, l'aumento della crescita sui dodici mesi di M3 si era accompagnato a una diminuzione costante della crescita dei prestiti al settore privato (cfr. figura 4). Al contrario, il più recente rafforzamento delle dinamiche di M3 è stato associato

a un aumento della crescita dei prestiti al settore privato. È quindi più probabile che esso rifletta fattori fondamentali, come il basso livello dei tassi di interesse, piuttosto che l'impatto di riallocazioni di portafoglio, indotte dalla volatilità dei mercati finanziari, come osservato fra il 2001 e il 2003 (per un'analisi delle determinanti della crescita di M3 a partire da metà 2004, cfr. il riquadro 1 *La diversa natura delle vigorose dinamiche monetarie degli ultimi anni*).

La normalizzazione delle scelte di portafoglio dei residenti dell'area dell'euro dopo l'accennata preferenza per le attività liquide fra il 2001 e metà 2003 è proseguita durante tutto il 2005, anche se a un ritmo assai lento. Vi è stato uno spostamento di fondi dalle attività monetarie a quelle a più lungo termine, con un effetto di freno sulla crescita di M3, sebbene di entità ben più contenuta di quanto fosse prevedibile sulla base dell'esperienza passata. In particolare, il settore detentore di moneta dell'area dell'euro ha continuato a mostrarsi restio a investire in attività estere, in contrasto con la propensione dei soggetti esteri all'investimento in attività

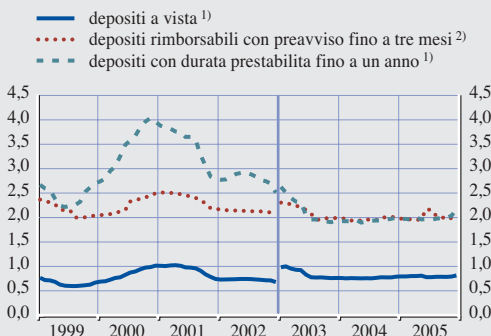
dell'area. Tuttavia, verso la fine dell'anno si sono osservati i primi segnali di una possibile ripresa del disinvestimento dalle attività liquide, come riflesso dall'andamento delle attività nette sull'estero delle IFM. Nella misura in cui tale disinvestimento attenua la crescita monetaria, ciò implica che i dati ufficiali sulla crescita di M3 sottostimano il tasso sottostante dell'espansione monetaria.

Come già nel 2003 e nel 2004, anche nel 2005 il principale contributo alla crescita sui dodici mesi di M3 è provenuto dalle sue componenti più liquide, contenute in M1 (cfr. figura 5). Il protratto contributo elevato di M1 riflette andamenti in parte divergenti delle sue componenti sottostanti. Da un lato, nel corso del 2005 vi è stata una moderazione del tasso di espansione sui dodici mesi del circolante, sceso fra gennaio e dicembre dal 18,5 al 13,7 per cento. Questo andamento è coerente con le attese di un prolungato processo di aggiustamento delle disponibilità di banconote e monete a seguito dell'introduzione del contante in euro nel gennaio 2002. Dall'altro lato, il 2005 ha visto rafforzarsi il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a vista, favorito dal costo opportunità di detenere questi strumenti assai contenuto in un contesto di tassi di interesse molto bassi. Il tasso di interesse medio corrisposto sui depositi a vista di famiglie e società non finanziarie è rimasto sostanzialmente invariato rispetto al suo livello di fine 2003, collocandosi allo 0,81 per cento alla fine del 2005 (cfr. figura 6). Allo stesso tempo, anche le innovazioni finanziarie, come ad esempio i conti di deposito su Internet altamente liquidi e remunerati, che vengono in parte contabilizzati come depositi a vista, potrebbero aver avuto un ruolo.

Sebbene nel 2005 il maggiore contributo all'incremento di M3 sia provenuto da M1, il rafforzamento della crescita di M3 nel 2005 è attribuibile in ampia misura anche agli andamenti dei depositi a breve termine diversi da quelli a vista (cfr. figura 5), il cui contributo medio è stato di circa 2,1 punti percentuali, quasi il doppio che nel 2004. Ciò ha riflesso l'aumento sostenuto del tasso di crescita dei depositi a ter-

Figura 6 Tassi di interesse a breve termine sui depositi

(variazioni percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

Note: fino a dicembre 2002, dati sui tassi di interesse al dettaglio; da gennaio 2003, dati sui tassi di interesse delle IFM sulle nuove operazioni, esclusi gli scoperti di conto (ponderati a partire da dicembre 2003). Per maggiori informazioni sulle statistiche relative ai tassi di interesse delle IFM e sulla ponderazione utilizzata, cfr. il Bollettino mensile della BCE, rispettivamente il riquadro 2 nel numero di dicembre 2003 e il riquadro 3 nel numero di agosto 2004.

1) Prima del 2003, tasso di interesse sui depositi delle imprese. Da gennaio 2003, tasso di interesse sui depositi delle famiglie e delle società non finanziarie.

2) Prima del 2003, tasso di interesse sui depositi delle imprese. Da gennaio 2003, tasso di interesse sui depositi delle famiglie.

mine (ossia con una durata prestabilita fino a due anni), mentre quello dei depositi a risparmio (rimborsabili con un preavviso fino a tre mesi) è gradualmente diminuito nel corso dell'anno. Nell'insieme, è probabile che il relativo vigore della domanda dei depositi a breve termine diversi da quelli a vista rifletta il basso costo opportunità di detenere queste attività a bassa remunerazione, ma anche relativamente liquide, in un contesto di tassi di interesse contenuti.

Per quanto concerne gli strumenti negoziabili, nel 2005 il loro contributo medio al tasso di crescita nell'anno di M3 è aumentato moderatamente, a 0,6 punti percentuali, dagli 0,5 dell'anno precedente. Tale incremento ha riflesso andamenti divergenti tra le singole componenti. Da una parte il tasso di crescita sui dodici mesi delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari è rimasto su livelli relativamente modesti. Poiché queste attività sono spesso detenute da famiglie e imprese come strumento di risparmio sicuro in tempi di incertezza economica

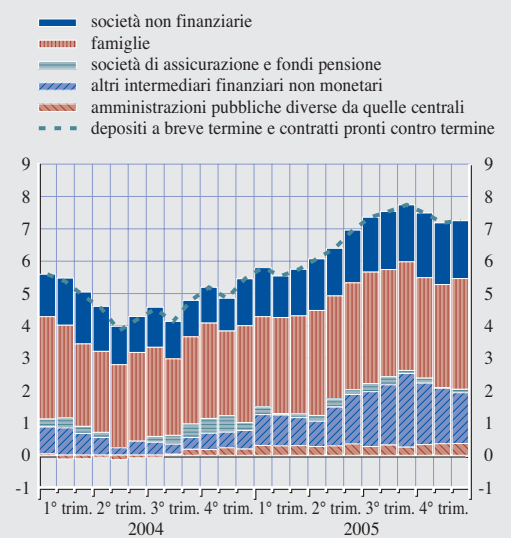
e finanziaria, la loro moderata crescita è coerente con un progressivo ma lento processo di normalizzazione delle scelte di portafoglio dei residenti nell'area dell'euro nel 2005. Dall'altra parte, la domanda di obbligazioni con scadenza fino a due anni si è significativamente rafforzata, forse riflettendo il diffondersi di nuovi prodotti strutturati che combinano questi titoli con strumenti derivati che comportano una qualche esposizione agli andamenti dei mercati azionari, proteggendo allo stesso tempo gli investitori da forti perdite in conto capitale. Anche il tasso medio di incremento nell'anno delle operazioni pronti contro termine è fortemente salito nel 2005 rispetto all'anno precedente, sebbene la crescita di tali strumenti può essere caratterizzata da un'elevata volatilità.

Da una scomposizione settoriale dei depositi a breve termine e delle operazioni pronti contro termine (ovvero l'aggregazione più ampia di componenti di M3 per cui è disponibile una scomposizione settoriale affidabile) emerge che il rafforzamento della crescita monetaria nel corso del 2005 è in gran parte attribuibile ai depositi detenuti dagli intermediari finanziari diversi dalle IFM (cfr. figura 7). In particolare, gli intermediari finanziari non monetari esclusi i fondi pensione e le società di assicurazione (noti come "altre istituzioni finanziarie") sono stati in larga misura responsabili della dinamica al rialzo della M3 osservata durante gran parte del 2005, nonostante essi detengano solo una piccola frazione delle consistenze monetarie complessive. L'accresciuta importanza delle altre istituzioni finanziarie quale settore detentore di moneta negli ultimi anni potrebbe riflettere in larga misura la deregolamentazione e la liberalizzazione finanziaria, nonché il connesso sviluppo di mercati mobiliari più ampi e liquidi.

Allo stesso tempo, anche il contributo fornito dai depositi detenuti dalle società non finanziarie è lievemente aumentato rispetto al 2004. I depositi detenuti dalle società non finanziarie sono concentrati nel segmento più liquido, indicando come questi vengano utilizzati solitamente per fini transattivi e siano connessi con esigenze di finanziamento e di reperimento di

Figura 7 Contributo al tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a breve termine e dei contratti pronti contro termine

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; contributo in punti percentuali; dati non corretti per la stagionalità e per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

Nota: i dati si riferiscono al totale delle IFM esclusi l'Euro-sistema e le amministrazioni centrali.

capitale circolante a breve termine. Inoltre, la maggiore crescita dei depositi delle imprese potrebbe riflettere motivazioni precauzionali, poiché le società non finanziarie potrebbero detenere depositi liquidi per evitare i costi opportunità connessi a piani di investimento prefissati e/o i costi del reperimento di finanziamenti esterni qualora insorgessero esigenze di liquidità impreviste.

Infine, i dati sulla scomposizione settoriale dei depositi a breve termine e delle operazioni pronti contro termine indicano che le famiglie hanno continuato a fornire il maggiore contributo alla forte crescita di questi strumenti per tutto il 2005.

LA DIVERSA NATURA DELLE VIGOROSE DINAMICHE MONETARIE DEGLI ULTIMI ANNI

Gli andamenti monetari negli ultimi anni si sono contraddistinti per due periodi caratterizzati da un significativo rafforzamento del tasso di crescita sui dodici mesi di M3. Il primo periodo inizia con il raddoppio del tasso di crescita dal 4 all'8 per cento circa nel 2001 e si conclude con un ulteriore incremento a quasi il 9 per cento nella prima metà del 2003. Il secondo comincia alla metà del 2004, quando i tassi di crescita sui dodici mesi di M3 sono aumentati dal 5 per cento a un picco dell'8 per cento nel terzo trimestre del 2005. In questo riquadro vengono utilizzati i dati sulle componenti e le contropartite di M3 e sulla scomposizione settoriale dei depositi per illustrare la diversa natura dell'accelerazione monetaria nei due periodi.

I principali fattori all'origine dell'incremento della crescita di M3 fra il 2001 e la prima metà del 2003 sono stati l'intensificarsi delle incertezze geopolitiche, economiche e soprattutto finanziarie che prevalevano all'epoca, nonché una serie di forti shock all'economia mondiale¹, fra cui un calo sostanziale delle quotazioni azionarie, gli attacchi terroristici dell'11 settembre 2001 negli Stati Uniti, una serie di scandali contabili da entrambe le sponde dell'Atlantico all'indomani della correzione dei mercati azionari, e infine le guerre in Afghanistan (fine 2001) e in Irak (inizio 2003). Alla ricerca di un "approdo sicuro" per i propri risparmi, il settore detentore di moneta (principalmente le famiglie e le società non finanziarie) ha riallocato la propria ricchezza da attività rischiose e a lungo termine verso attività sicure e liquide a breve termine, incrementando così la crescita monetaria. Nel periodo iniziato dalla metà del 2004, invece, la crescita sostenuta della moneta sembra essere stata legata maggiormente ai fondamentali, in quanto scaturita dal basso livello dei tassi di interesse e quindi dal modesto costo opportunità di detenere moneta.

Un'analisi dettagliata delle componenti di M3 rivela che le riallocazioni di portafoglio dalle attività rischiose a quelle liquide fra il 2001 e metà 2003 hanno alimentato gli afflussi verso le obbligazioni con scadenza fino a due anni e verso le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari, che sono detenute da famiglie e imprese per "parcheggiare" la liquidità in momenti di accresciuta incertezza. Di conseguenza, gli andamenti di queste due componenti hanno esercitato un effetto significativo sulle dinamiche monetarie complessive, mentre il contributo delle componenti più liquide ha avuto un ruolo minore. Per converso, l'elevata crescita di M3 a partire dalla metà del 2004 è stata trainata dalle componenti più liquide contenute nell'aggregato ristretto M1, mentre i flussi annuali verso le obbligazioni con scadenza fino a due anni e le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari sono stati modesti (cfr. figura A).

Passando alle contropartite di M3, la diversa natura della forte crescita monetaria nei due periodi appare evidente dagli andamenti dei prestiti al settore privato (cfr. figura 4 del testo principale). Fra il 2001 e la metà del 2003 il rafforzamento della crescita di M3 si è accompagnato a un costante calo del tasso di variazione sui dodici mesi dei prestiti al settore privato. In altre parole, durante il prolungato periodo di acuta incertezza economica e finanziaria i tassi di crescita di M3 e dell'indebitamento privato si sono mossi in direzione opposta. Al contrario, il periodo iniziato a metà 2004 è stato caratterizzato da un rafforzamento sia della crescita della moneta sia di quella dei prestiti al settore privato, riflettendo i bassi costi opportunità di detenere

¹ Cfr. l'articolo *Domanda di moneta e incertezza* nel numero di ottobre 2005 del Bollettino mensile della BCE.

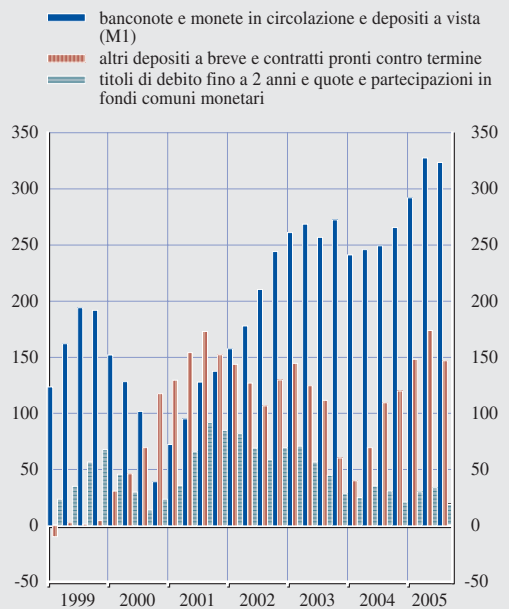
attività monetarie e le favorevoli condizioni di finanziamento implicite nel livello contenuto dei tassi di interesse.

La figura B illustra il ruolo fondamentale che hanno avuto i forti afflussi di capitali verso l'area dell'euro (rappresentati dalle variazioni delle attività nette sull'estero) per il rafforzamento delle dinamiche monetarie fra il 2001 e la metà del 2003. In un contesto di accentuata incertezza finanziaria e geopolitica, i residenti dell'area dell'euro hanno rimpatriato i fondi precedentemente investiti in azioni estere, ricercando un "approdo sicuro" a fronte degli shock che colpivano l'economia mondiale. Nel periodo dalla metà del 2004, invece, la variazione delle attività nette sull'estero, pur restando positiva, ha avuto un ruolo ben più modesto nel rafforzamento delle dinamiche monetarie. Sebbene questo indichi che il settore detentore di moneta dell'area dell'euro continui a essere restio a investire in attività estere (almeno al confronto con la domanda di attività dell'area dell'euro da parte dei non residenti), l'impatto sulla crescita di M3 è stato modesto rispetto allo slancio impartito dall'espansione dei prestiti.

Per quanto riguarda l'evoluzione complessiva delle contropartite di M3, il periodo tra il 2001 e la metà del 2003 può essere caratterizzato dal passaggio da attività rischiose a più lungo

Figura A Componenti di M3

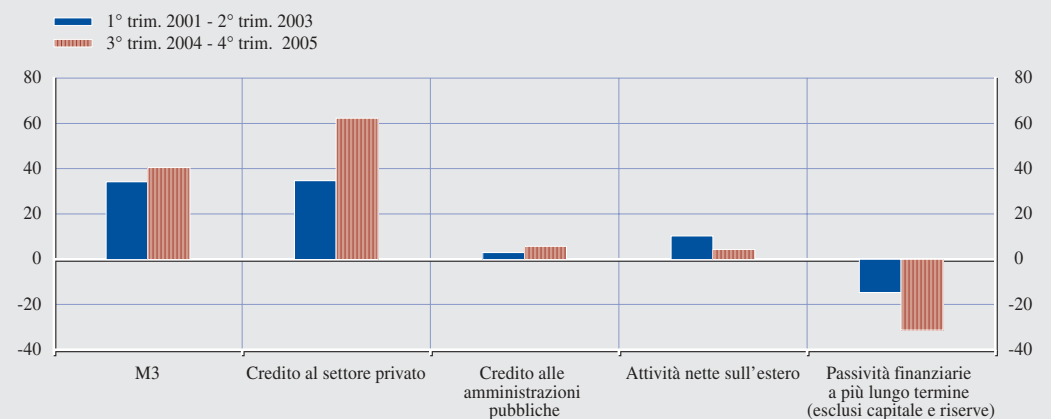
(flussi sui dodici mesi; in miliardi di euro; dati corretti per la stagionalità e gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

Figura B Variazioni di M3 e delle sue contropartite

(flussi mensili calcolati come medie di periodo; in miliardi di euro; dati corretti per la stagionalità e gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

Nota: M3 è riportata soltanto come riferimento. Le passività finanziarie a più lungo termine (esclusi capitale e riserve) sono riportate con il segno invertito in quanto costituiscono passività del settore delle IFM.

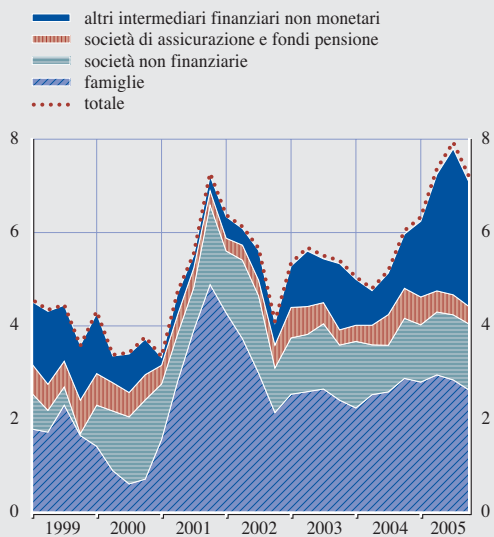
termine ad attività monetarie a più breve termine, come evidenziato dal modesto afflusso verso le passività finanziarie a più lungo termine delle IFM. Nel periodo iniziato dalla metà del 2004, in un contesto di espansione del bilancio consolidato complessivo delle IFM, si sono potuti osservare afflussi consistenti verso le passività a più lungo termine delle IFM parallelamente a una dinamica vigorosa della moneta.

Infine, da un esame della scomposizione settoriale dei depositi relativi a tutte le scadenze (aggregato che comprende anche i depositi a più lungo termine non appartenenti a M3, per il quale dal 1999 è disponibile una scomposizione settoriale), è possibile notare che, nel primo periodo, il rafforzamento della domanda di depositi (includere le operazioni pronti contro termine) è stato originato prevalentemente dal settore delle famiglie (cfr. figura C). Ciò riflette un aumento dell'avversione al rischio e della preferenza per la liquidità di questo settore dopo lo scoppio della bolla del mercato azionario e il manifestarsi di incertezze geopolitiche. Nel secondo periodo il rafforzamento della crescita dei depositi su tutte le scadenze si caratterizza per il contributo crescente del settore degli "altri intermediari finanziari non monetari", mentre quello delle famiglie risulta modesto. Tuttavia, i dati sui depositi a breve termine e sulle operazioni pronti contro termine (ossia quelle componenti di M3 per cui una scomposizione settoriale è disponibile, ma solo dal 2003) indicano che il contributo delle famiglie in questo periodo è più pronunciato per i depositi compresi in M3 piuttosto che per l'insieme dei depositi.

In sintesi, l'analisi della scomposizione settoriale dei depositi e delle componenti e delle contropartite di M3 conferma che i due periodi di forte crescita di M3 negli ultimi anni, il primo dal 2001 alla prima metà del 2003 e il secondo da metà 2004, sono di natura diversa. In particolare, il rafforzamento della crescita delle componenti più liquide e il dinamismo della domanda di credito fanno ritenere che nel periodo più recente il fattore determinante ad alimentare la crescita monetaria è stato il basso livello dei tassi di interesse. Per quanto riguarda le implicazioni sul piano della stabilità dei prezzi, il primo periodo di forte crescita di M3, avvenuto in un contesto di eccezionale incertezza finanziaria e geopolitica che ha indotto un'accresciuta preferenza per la liquidità, sembra riflettere modifiche nelle scelte di portafoglio e può considerarsi relativamente benigno in termini di prospettive per l'evoluzione dei prezzi, mentre la differente natura dei vigorosi andamenti monetari osservati dalla metà del 2004 implica un maggiore rischio di pressioni inflazionistiche nel medio-lungo periodo.

Figura C Composizione settoriale dei depositi del settore privato

(variazioni percentuali sui dodici mesi; contributi in punti percentuali; dati non corretti per la stagionalità né per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.
Nota: nel settore privato sono comprese le IFM ad esclusione dell'Eurosistema.

LA CRESCITA DEL CREDITO DELLE IFM AL SETTORE PRIVATO È AUMENTATA ULTERIORMENTE

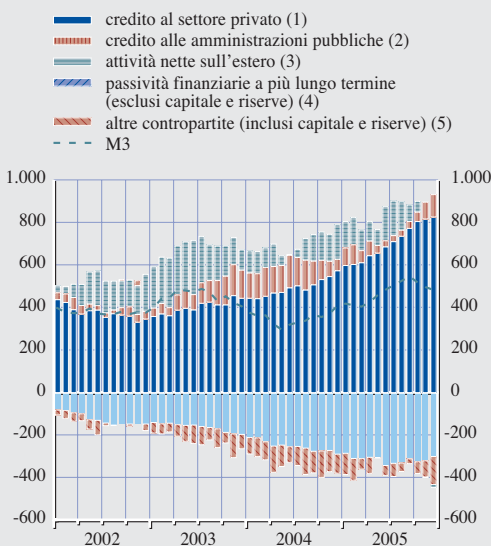
Dal lato delle contropartite, le dinamiche monetarie sono state sospinte dal continuo rafforzamento del credito delle IFM al settore privato (cfr. figura 8). Ciò ha riflesso il forte aumento del tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti al settore privato, in un contesto di bassi tassi di interesse, di migliorate condizioni dell'offerta di credito (come si evince dall'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro) e di rialzi considerevoli dei prezzi delle attività, soprattutto nel mercato degli immobili residenziali. Alla fine del 2005 il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti al settore privato era salito al 9,1 per cento, dal 7,1 del dicembre 2004. L'accelerazione dei prestiti delle IFM al settore privato nel 2005 ha interessato i principali settori detentori di moneta. Mentre il contributo principale è ascrivibile alle famiglie, e in particolare ai mutui per l'acquisto di abitazioni, il protratto rafforzamento della crescita dei prestiti ha riflesso, in larga misura, anche l'andamento del credito alle società non finanziarie e agli altri intermediari finanziari.

Quanto alle altre contropartite di M3, nel 2005, la dinamica delle passività finanziarie a più lungo termine (al netto di capitale e riserve) delle IFM, che si era già rafforzata notevolmente nell'anno precedente, si è mantenuta su ritmi sostenuti. Ciò fa ritenere che il settore detentore di moneta dell'area dell'euro continui a essere propenso all'investimento in attività a più lungo termine denominate in euro. Tuttavia, dal momento che, diversamente dal 2004, nel 2005 non vi è stata un'accelerazione delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM, questi sviluppi segnalano altresì una moderazione del processo di normalizzazione delle scelte di portafoglio dei residenti dell'area dell'euro, che era stato caratterizzato dal passaggio da attività monetarie liquide a strumenti con scadenza più lunga.

Per gran parte del 2005 l'evoluzione delle attività nette sull'estero delle IFM è stata ancora contraddistinta da flussi positivi nell'anno, che

Figura 8 Contropartite di M3

(flussi sui dodici mesi; in miliardi di euro; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

Nota: M3 è riportata come riferimento ($M3 = 1+2+3-4+5$). Le passività finanziarie a più lungo termine (esclusi capitale e riserve) sono riportate con il segno invertito in quanto costituiscono passività del settore delle IFM.

hanno esercitato pressioni al rialzo sulle dinamiche di M3 (cfr. figura 8). Secondo i dati di bilancia dei pagamenti, questo fenomeno ha tratto origine dalla maggiore propensione dei soggetti non residenti a investire in azioni e obbligazioni dell'area dell'euro, rispetto a quella dei soggetti residenti nell'area a investire all'estero. Tale andamento degli investimenti nella prima metà dell'anno potrebbe essere stato connesso con l'evoluzione del tasso di cambio dell'euro¹.

Nella seconda metà dell'anno si è invece osservata una serie di deflussi netti mensili di capitali dall'area dell'euro, forse per l'ulteriore ampliamento del differenziale di tasso tra Stati Uniti e area dell'euro nel segmento a breve della curva dei rendimenti. Tale andamento potrebbe essere associato a una parziale inversione delle

¹ Per maggiori dettagli sul nesso fra gli andamenti del tasso di cambio e le attività nette sull'estero delle IFM, cfr. il riquadro *Gli andamenti recenti delle attività nette sull'estero delle IFM* nel numero di luglio 2005 del Bollettino mensile della BCE.

precedenti riallocazioni di portafoglio verso attività monetarie, con un ritorno all'acquisto di titoli esteri più rischiosi, a seguito di un'apparente minore avversione da parte dei residenti dell'area dell'euro a investire all'estero. Queste tendenze hanno gradualmente ridotto il flusso annuo delle attività nette sull'estero delle IFM, che nel novembre 2005 è divenuto negativo per la prima volta dal dicembre 2001. Verso la fine dell'anno, l'effetto di freno alla crescita di M3 derivante dagli andamenti delle attività nette sull'estero e delle passività finanziarie a più lungo termine ha più che compensato quello espansivo derivante dal rafforzamento della crescita del credito.

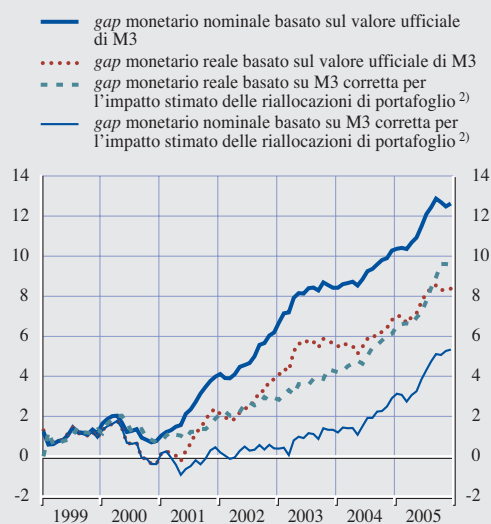
LA LIQUIDITÀ RESTA ABBONDANTE

Il rafforzamento delle dinamiche di M3 nel corso del 2005 ha ulteriormente alimentato la già abbondante liquidità nell'area dell'euro. Le stime disponibili delle condizioni di liquidità (rappresentate dal *gap* monetario nominale e reale), che cercano di misurare la liquidità in eccesso rispetto al livello necessario per finanziare una crescita economica non inflazionistica, sono ulteriormente aumentate nel 2005 (cfr. figura 9). Il *gap* monetario nominale è definito come la differenza tra il livello effettivo di M3 e il livello di M3 che si sarebbe osservato se la sua crescita fosse risultata sistematicamente pari al valore di riferimento del 4½ per cento dal dicembre 1998, mentre il *gap* monetario reale corregge il *gap* nominale per l'eccesso di liquidità riassorbito dalla passata evoluzione dei prezzi (ossia per la deviazione cumulata dell'inflazione dalla definizione di stabilità dei prezzi della BCE). Verso la fine dell'anno, entrambi gli indicatori hanno mostrato alcuni segnali di stabilizzazione, pur restando su livelli elevati.

La BCE pubblica regolarmente anche gli indicatori dei *gap* monetari costruiti in base a una serie corretta di M3, che tiene conto dell'impatto stimato delle riallocazioni di portafoglio verso le attività monetarie indotte dall'accresciuta incertezza economica e finanziaria fra il 2001 e il 2003². Gli indicatori corretti hanno mostrato nel 2005 il medesimo andamento

Figura 9 Stime del *gap* monetario¹⁾

(in percentuale rispetto alla relativa misura dello stock di M3; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario; dicembre 1998 = 0)



Fonte: BCE.

1) Il *gap* monetario nominale è definito come la differenza tra il livello effettivo di M3 e il livello che sarebbe risultato da una crescita di M3 costante e in linea con il valore di riferimento del 4½ per cento a partire dal dicembre 1998. Il *gap* monetario reale è definito come la differenza tra il livello effettivo di M3 deflazionato con l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e il livello di M3 in termini reali risultante da una crescita nominale di M3 costante e pari al valore di riferimento del 4½ per cento e da una inflazione al consumo in linea con la definizione di stabilità dei prezzi della BCE utilizzando dicembre 1998 come periodo base.

2) Le stime dell'ampiezza delle riallocazioni di portafoglio verso M3 sono calcolate sulla base dell'approccio discusso nella sezione 4 dell'articolo *Analisi monetaria in tempo reale*, nel numero di ottobre 2004 del Bollettino mensile della BCE.

ascendente, rimanendo tuttavia considerevolmente inferiori ai corrispondenti *gap* monetari calcolati sui dati ufficiali di M3.

Nel valutare questi indicatori, tuttavia, va ricordato che si tratta di stime imperfette delle condizioni di liquidità. Poiché la scelta del periodo base è in parte arbitraria, i livelli assunti dagli indicatori sono soggetti a considerevole incertezza e andrebbero pertanto interpretati con cautela. Inoltre, non si può completamente escludere che la situazione di liquidità corrente rifletta in qualche misura un cambiamento

2) Per maggiori dettagli, cfr. la sezione 4 dell'articolo intitolato *Analisi monetaria in tempo reale* nel numero di ottobre 2004 del Bollettino mensile della BCE.

permanente nel comportamento degli agenti economici riguardo alla domanda di moneta, ossia una preferenza per la liquidità strutturalmente più elevata e, quindi, un incremento del livello desiderato di scorte monetarie. Infine, la stima di M3 corretta per le riallocazioni di portafoglio è soggetta a un considerevole grado di incertezza collegato alla stima delle correzioni stesse apportate a M3.

Queste considerevoli incertezze trovano un chiaro riscontro nell'ampia gamma di stime fornite dai quattro indicatori della liquidità qui esaminati. Tuttavia, ciò malgrado, il quadro complessivo delineato da questi indicatori è che le condizioni di liquidità nell'area dell'euro rimangono distese nel 2005. In una prospettiva di medio-lungo periodo, una liquidità abbondante presenta dei rischi per la stabilità dei prezzi. Inoltre, la forte crescita della moneta e del credito in un contesto di liquidità già abbondante implica la necessità di monitorare da vicino gli andamenti dei prezzi delle attività, specie nei mercati degli immobili residenziali, vista la possibilità che si manifestino dei disallineamenti.

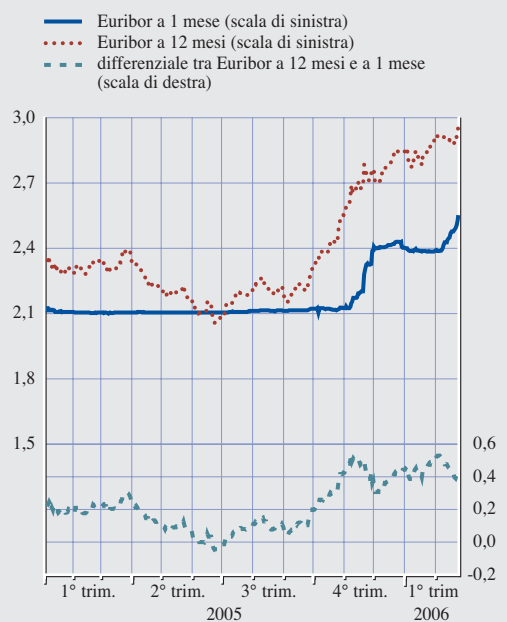
DOPO ESSERE RIMASTI STABILI, I TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO SONO AUMENTATI VERSO LA FINE DELL'ANNO

Per gran parte del 2005 il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i principali tassi di riferimento. Il 1° dicembre 2005 i tassi di interesse di riferimento della BCE sono stati innalzati di 25 punti base, pur rimanendo su livelli storicamente contenuti. I tassi del mercato monetario nel segmento a breve termine della curva dei rendimenti (quali l'Euribor a un mese raffigurato nella figura 10) hanno seguito da vicino l'andamento dei tassi di interesse di riferimento della BCE, rimanendo sostanzialmente stabili su livelli appena superiori al 2 per cento fino a novembre, per poi risalire riflettendo aspettative di un aumento dei tassi di riferimento.

Nel segmento a più lungo termine i tassi di interesse del mercato monetario sono rimasti fondamentalmente stabili nel primo trimestre del 2005, su livelli lievemente superiori a quelli dei

Figura 10 Tassi di interesse a breve termine nell'area dell'euro e curva dei rendimenti del mercato monetario

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



Fonte: Reuters.

tassi a più breve termine. Nel secondo trimestre l'Euribor a dodici mesi ha cominciato a diminuire, raggiungendo a fine giugno lo stesso livello dei tassi del segmento a breve termine (scendendo momentaneamente anche a livelli inferiori). Questo movimento discendente ha subito un'inversione verso la fine di luglio e, a partire dal quarto trimestre, si è accentuata la tendenza al rialzo dei tassi a più lungo termine, andamento ancora osservabile all'inizio del 2006.

Tali andamenti si sono riflessi nell'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario. Verso la fine di maggio 2005 le aspettative di un abbassamento dei tassi di interesse di riferimento della BCE hanno innescato un movimento al ribasso dei tassi, specie sul segmento a più lungo termine della curva. La sua pendenza, misurata dalla differenza fra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese, è diventata negativa in giugno, raggiungendo un minimo di -5 punti base il giorno 23 del mese. Tuttavia, le

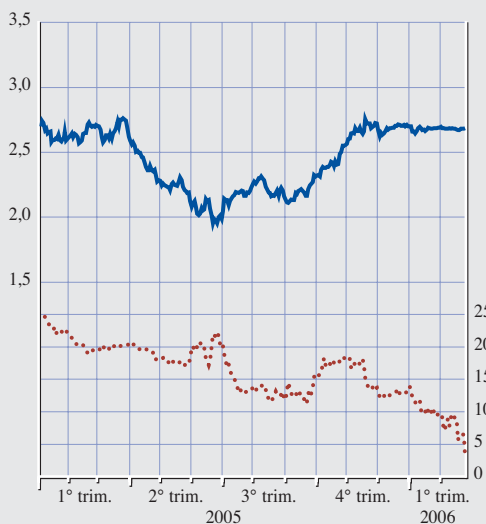
attese di un'ulteriore riduzione dei tassi di riferimento si sono rapidamente dissipate con il miglioramento delle prospettive di crescita economica dell'area dell'euro. Ciò ha dato luogo a una maggiore inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario, protrattasi fino a metà novembre, quando i tassi a breve termine si sono mossi in reazione all'aumento delle aspettative di un innalzamento dei tassi di interesse di riferimento e la curva dei rendimenti si è leggermente appiattita. Dopo il volgere dell'anno, i tassi del mercato monetario a più breve termine si sono ampiamente stabilizzati, mentre quelli a più lungo termine hanno continuato a salire. Di conseguenza, l'inclinazione della curva è aumentata a gennaio 2006, raggiungendo livelli comparabili a quelli osservati a metà novembre. A febbraio, tuttavia, questi andamenti si sono invertiti, con i tassi a più breve termine in aumento e quelli a più lungo termine rimasti sostanzialmente invariati, lasciando l'Euribor a uno e a dodici mesi rispettivamente al 2,55 e al 2,96 per cento, il 24 del mese. Di conseguenza, la pendenza della curva dei rendimenti dei mercati monetari è diminuita ancora di 10 punti base durante il mese di febbraio.

La volatilità implicita desunta dai prezzi delle opzioni sui contratti *future* sui tassi Euribor a tre mesi è diminuita considerevolmente fra gennaio e maggio 2005, a indicare che gli operatori attribuivano un grado di incertezza assai contenuto all'andamento futuro atteso dei tassi di interesse a breve termine. Tuttavia, la volatilità è in seguito aumentata da questo basso livello in due occasioni successive: nel mese di giugno e, più marcatamente, durante il quarto trimestre. In entrambe le occasioni l'incremento della volatilità si è associato all'emergere di aspettative di una variazione dei tassi di interesse di riferimento della BCE. Verso la fine dell'anno, e in particolare dopo la decisione del Consiglio direttivo di innalzare i tassi il 1° dicembre, la volatilità è dapprima diminuita e poi si è stabilizzata. All'inizio del 2006 è nuovamente scesa, raggiungendo livelli molto contenuti rispetto a quelli osservati nel 2005 (cfr. figura 11).

Figura 11 Tassi *future* sull'Euribor a tre mesi e volatilità implicita nei prezzi delle opzioni sui contratti *future* basati sull'Euribor a tre mesi

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

— contratto *future* con scadenza a marzo 2006 (scala di sinistra)
 volatilità implicita nei prezzi delle opzioni sui contratti *future* basati sull'Euribor a tre mesi con scadenza a marzo 2006 (scala di destra)



Fonti: Reuters e Bloomberg.

I RENDIMENTI DEI TITOLI DI STATO A LUNGO TERMINE TOCCANO I MINIMI STORICI NEL 2005

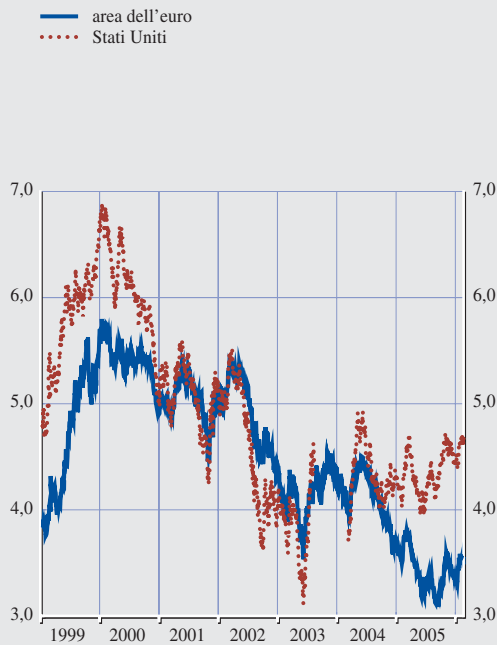
Nel 2005 i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine nell'area dell'euro hanno fatto registrare i livelli più bassi da un secolo a questa parte³. Dopo aver toccato il livello minimo storico del 3,1 per cento in settembre, i rendimenti dei titoli decennali sono risaliti al 3,4 per cento alla fine dell'anno, un livello inferiore di circa 35 punti base a quello di un anno prima (cfr. figura 12).

Nel complesso, i bassi livelli dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro nel 2005 hanno riflesso le attese degli operatori di pressioni inflazionistiche contenute e di bassi tassi reali (cfr. figura 13). Le aspettative di inflazione a lungo termine desunte dai tassi di

³ Cfr. il riquadro *Tassi di interesse nominali a lungo e a breve termine nei maggiori paesi dell'area dell'euro in una prospettiva storica* nel numero di agosto 2005 del Bollettino mensile della BCE.

Figura 12 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine¹⁾

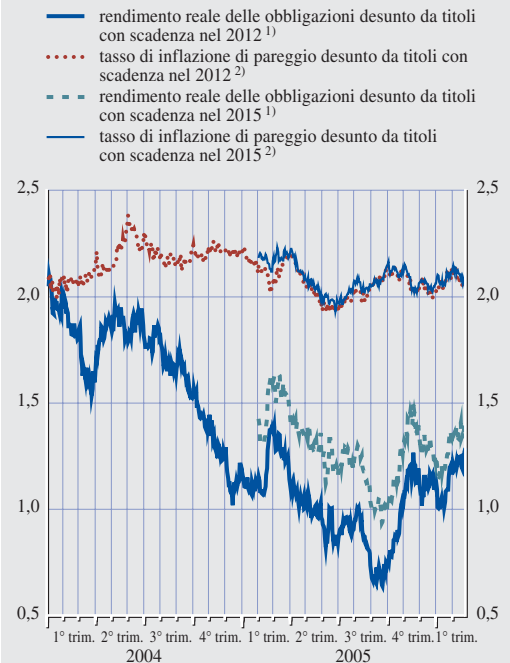
(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



Fonti: Reuters, Bloomberg e Thomson Financial Datastream.
1) Titoli a 10 anni o alla scadenza più vicina disponibile.

Figura 13 Rendimento reale delle obbligazioni e tasso di inflazione di pareggio nell'area dell'euro

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



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.
1) i rendimenti reali dei titoli sono ricavati dai prezzi di mercato dei titoli di Stato francesi indicizzati allo IAPC dell'area dell'euro (esclusi i prezzi del tabacco).
2) il metodo utilizzato per calcolare il tasso di inflazione di pareggio è stato descritto nel riquadro 2 del numero di febbraio 2002 del Bollettino mensile della BCE.

inflazione di pareggio hanno oscillato all'interno di una fascia piuttosto ristretta nel corso dell'anno, rimanendo pertanto ben ancorate su valori relativamente bassi. I rendimenti reali dei titoli di Stato a lungo termine sarebbero stati influenzati non soltanto da revisioni al ribasso delle aspettative di crescita nel lungo periodo, determinate anche dal rincaro del petrolio (cfr. il riquadro 2 *Impatto dei rincari petroliferi sui rendimenti obbligazionari e sulle quotazioni azionarie: raffronto storico per l'area dell'euro e gli Stati Uniti*), ma anche dall'elevata domanda di titoli di Stato.

Nel corso del primo trimestre del 2005 i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine nell'area dell'euro hanno toccato il livello massimo dell'anno, al 3,8 per cento, riflettendo, in parti-

colare, l'aumento dei corrispondenti rendimenti statunitensi, in un contesto caratterizzato dall'intensificarsi delle pressioni inflazionistiche e dalla pubblicazione di dati generalmente favorevoli sulle prospettive economiche negli Stati Uniti.

Nei due trimestri successivi i rendimenti hanno ripreso la loro tendenza al ribasso, toccando il minimo storico del 3,1 per cento prima dell'inizio del quarto trimestre. Questo calo ha riflesso una diminuzione dei rendimenti reali, mentre i timori per l'inflazione sono rimasti contenuti, nonostante il forte rincaro del petrolio (cfr. figura 13). La flessione dei rendimenti reali appare attribuibile solo in parte ai fondamentali economici, ossia alle prospettive di crescita di lungo periodo, mentre sarebbero

determinanti altri fattori collegati principalmente alla domanda insolitamente vigorosa di titoli a lungo termine⁴. Nell'area dell'euro i fondi pensione in particolare hanno accresciuto le proprie disponibilità di titoli a lunga scadenza, sospinti da modifiche regolamentari e dall'esigenza di meglio bilanciare le loro attività con le loro passività (a lungo termine). In una prospettiva di più lungo periodo, un altro fattore strutturale che potrebbe aver concorso al basso livello dei rendimenti dei titoli a lungo termine è stata la crescente attività di risparmio della generazione del *baby boom*, e, in generale, di una popolazione che invecchia. Le operazioni speculative, come quelle di *carry trade* sulla curva dei rendimenti (che consistono nell'indebitarsi a breve termine a tassi contenuti e nell'investire contestualmente in strumenti a più lunga scadenza), possono aver amplificato il calo dei rendimenti.

Il fenomeno dei bassi livelli dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine ha interessato tutti i maggiori mercati. Ciò può indicare che nell'area dell'euro i rendimenti non sono calati solo per l'effetto di fattori interni, ma anche, in larga misura, a causa dell'accresciuta domanda di titoli dell'area dell'euro a livello mondiale. Sotto questo aspetto possono aver influito la maggiore domanda di titoli da parte dei paesi esportatori di petrolio e quella, ancora elevata, delle banche centrali dell'Asia e di altre aree, nonché la crescente diversificazione valutaria. Inoltre, non si può escludere che il basso livello dei rendimenti dei titoli a lungo termine nel 2005 sia anche ricollegabile alla situazione di abbondante liquidità nel sistema finanziario internazionale dopo un prolungato periodo in cui la politica monetaria è stata accomodante.

Il calo dei rendimenti nominali e reali dei titoli a lungo termine nell'area dell'euro si è arrestato alla fine del terzo trimestre del 2005. L'incremento dei rendimenti nominali e di quelli dei titoli indicizzati a lungo termine nel quarto trimestre fanno ritenere che i mercati si attendano per il breve periodo un lieve aumento del ritmo di crescita economica nell'area dell'euro. Il rialzo dei rendimenti nominali e reali a lungo

termine nell'area ha riflesso anche la revisione al rialzo delle attese di breve e di medio periodo sui tassi di interesse a breve termine, come fa ritenere il graduale spostamento verso l'alto della curva dei tassi a termine impliciti osservato nel quarto trimestre.

A causa di questi andamenti, i rendimenti nominali dei titoli di Stato decennali nell'area dell'euro hanno chiuso l'anno al 3,4 per cento, circa 35 punti base in meno rispetto alla fine del 2004. Negli Stati Uniti, al contrario, nello stesso periodo gli analoghi rendimenti sono saliti approssimativamente di 20 punti base. Di conseguenza, il differenziale fra i tassi a dieci anni negli Stati Uniti e nell'area dell'euro si è ampliato significativamente nel corso dell'anno: dopo essersi situato a 55 punti base alla fine del 2004, ha toccato un massimo di 120 punti base all'inizio del quarto trimestre 2005. Il diverso andamento avuto dai tassi a lungo termine nelle due economie è attribuibile alle differenti attese sugli andamenti macroeconomici e sui tassi di interesse a breve termine. Nel 2005, i rendimenti reali dei titoli a più lunga scadenza sono diminuiti nell'area dell'euro, mentre sono cresciuti significativamente negli Stati Uniti.

Nel 2005 i tassi di inflazione di pareggio a lungo termine si sono mossi all'interno di una fascia ristretta compresa fra l'1,9 e il 2,2 per cento, come mostra la figura 13, nonostante il forte aumento dei prezzi del greggio. Il tasso di inflazione di pareggio calcolato per la scadenza del 2012 ha concluso l'anno al 2,0 per cento, con un calo di 20 punti base rispetto alla fine del 2004.

La volatilità implicita dei mercati obbligazionari, che fornisce informazioni sull'ampiezza degli intervalli entro i quali ci si attende che i rendimenti si muovano nel breve periodo, è rimasta nel 2005 sui bassi livelli osservati nella seconda metà del 2004. Ciò indica che lo scorso

⁴ Cfr. il riquadro intitolato *Andamenti recenti dei tassi di interesse reali a lungo termine* nel numero di aprile 2005 del Bollettino mensile della BCE.

anno gli operatori prevedevano, per il breve periodo, oscillazioni piuttosto contenute nei rendimenti obbligazionari dell'area dell'euro.

Nei primi due mesi del 2006 i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine nei mercati internazionali sono cresciuti. Il 24 febbraio i ren-

di-
menti decennali nell'area dell'euro si collocavano a 20 punti base al di sopra dei livelli di fine 2005. Questo incremento si è riflesso in un aumento dei rendimenti dei titoli indicizzati a più lungo termine e, in misura minore, nelle aspettative di inflazione misurate dai tassi di inflazione di pareggio.

Riquadro 2

IMPATTO DEI RINCARI PETROLIFERI SUI RENDIMENTI OBBLIGAZIONARI E SULLE QUOTAZIONI AZIONARIE: RAFFRONTO STORICO PER L'AREA DELL'EURO E GLI STATI UNITI

Il presente riquadro analizza l'impatto dei rincari del petrolio sulle aspettative circa la crescita economica e l'inflazione nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, come riflesse nei rendimenti obbligazionari a lungo termine e nelle quotazioni azionarie. La reazione dei mercati finanziari al recente forte rialzo dei corsi petroliferi viene messa a confronto con quella osservata in precedenti episodi di rincaro. In contrasto piuttosto netto con l'esperienza passata, nell'ultimo anno la reazione dei rendimenti obbligazionari e dei prezzi delle azioni nell'area dell'euro e negli Stati Uniti è stata relativamente modesta.

La "relazione di Fisher" è utile per chiarire come e perché i rendimenti obbligazionari reagiscano alle variazioni dei corsi petroliferi. Essa postula che i tassi di interesse nominali a lungo termine possono essere scomposti in un tasso di interesse reale atteso e in un premio richiesto dagli investitori a fronte dell'inflazione attesa durante la vita dell'obbligazione. La componente del tasso di interesse reale può a sua volta essere ricondotta, fra l'altro, alla percezione che gli investitori obbligazionari hanno delle prospettive di crescita media dell'economia nel corso della vita dell'obbligazione. Un aumento dei corsi del greggio peggiora generalmente le prospettive di crescita a breve-medio termine delle economie che non producono petrolio, accrescendo al tempo stesso le pressioni inflazionistiche e quindi le attese di inflazione. In teoria, la reazione complessiva dei rendimenti obbligazionari riconducibile al "canale delle aspettative" è pertanto ambigua, poiché dipende dalla forza relativa dell'impatto che avrà sulle aspettative di crescita e di inflazione.

In passato i rendimenti obbligazionari nominali sono tendenzialmente cresciuti nei periodi di rialzo del petrolio, dal momento che il forte incremento dell'inflazione e delle relative aspettative ha chiaramente dominato le pressioni al ribasso sui tassi reali associate con il contestuale rallentamento economico. Le prime tre righe della tavola A mostrano le variazioni dei rendimenti decennali durante i dodici mesi precedenti i due massimi toccati dai corsi del greggio durante gli shock petroliferi degli anni settanta (gennaio 1974 e novembre 1979) e il rialzo causato dalla guerra del Golfo nel 1990 (ottobre)¹. I rendimenti dei titoli di Stato decennali sono effettivamente cresciuti su entrambe le sponde dell'Atlantico, di 90-180 punti base nel caso della Germania e di 50-150 punti base nel caso degli Stati Uniti. In queste occasioni, l'inflazione effettiva è considerevolmente salita in entrambe le economie, innescando un aumento

¹ Per questi tre periodi i rendimenti dei titoli di Stato decennali tedeschi vengono utilizzati per rappresentare i rendimenti obbligazionari dell'area dell'euro.

delle aspettative di inflazione fra gli investitori. È inoltre assai probabile che la recessione economica che caratterizzò quegli episodi abbia anche esercitato pressioni al ribasso sul tasso di interesse reale. Di conseguenza, i forti aumenti dei rendimenti obbligazionari nominali che ne sono risultati fanno ritenere che le maggiori aspettative di inflazione abbiano più che compensato le probabili diminuzioni dei tassi di interesse reali a lungo termine.

In occasione del più recente picco dei corsi petroliferi, tuttavia, i tassi di interesse a lungo termine hanno reagito in modo molto diffe-

rente, specie nell'area dell'euro (cfr. quarta riga della tavola A). Nei dodici mesi precedenti il picco del prezzo del greggio del settembre 2005, i rendimenti dei titoli di Stato decennali si sono ridotti di 90 punti base circa nell'area dell'euro e sono cresciuti di 20 punti base negli Stati Uniti. Ciò sembra riflettere il fatto che, rispetto ai precedenti shock petroliferi, in questo caso l'inflazione effettiva e attesa è rimasta piuttosto stabile. In effetti, come mostra sempre la tavola A, i tassi di inflazione di pareggio a dieci anni, per quanto non siano una misura perfetta delle aspettative di inflazione, sono variati solo di poco nel periodo esaminato². Sembra inoltre che i rincari petroliferi abbiano altresì indotto alcune correzioni al ribasso nelle aspettative di crescita degli operatori e, di conseguenza, una flessione dei tassi di interesse reali. Nel periodo antecedente il picco dei prezzi del petrolio di settembre 2005, il rendimento delle obbligazioni decennali indicizzate dell'area dell'euro è sceso di circa 80 punti base, mentre negli Stati Uniti vi sono scarse indicazioni di una reazione simile (cfr. tavola A). Il calo dei rendimenti obbligazionari nominali a lungo termine nell'area dell'euro in questo periodo potrebbe pertanto riflettere i più bassi rendimenti reali, mentre le aspettative di inflazione sarebbero rimaste fondamentalmente invariate. In aggiunta, la maggiore credibilità e prevedibilità delle banche centrali potrebbe aver contribuito a ridurre l'incertezza, concorrendo così anch'essa ad attenuare le oscillazioni dei rendimenti obbligazionari nell'ultimo anno. Tuttavia, spiegare il nesso fra l'andamento recente dei rendimenti obbligazionari a lungo termine e i prezzi del petrolio semplicemente attraverso l'impatto di quest'ultimo sulle aspettative degli operatori riguardo alla crescita e all'inflazione significa trascurare vari altri fattori che potrebbero aver esercitato un influsso diretto su entrambe le variabili³.

I prezzi azionari potrebbero essere stati anch'essi influenzati dall'andamento delle quotazioni del greggio. In linea teorica, il prezzo di un'azione equivale alla somma dei dividendi futuri attesi attualizzati in base al tasso di interesse privo di rischio e al premio per il rischio richiesto dagli investitori per detenere l'azione stessa. I dividendi futuri attesi possono essere sostituiti nella valutazione dalle aspettative sugli utili, nell'ipotesi che una data proporzione degli utili venga utilizzata per corrispondere un dividendo. Le variazioni dei prezzi del petrolio possono avere un impatto su tutti questi tre fattori. Ad esempio, un aumento del costo

Tavola A Variazione dei rendimenti sui titoli di Stato decennali nell'area dell'euro e negli Stati Uniti nei 12 mesi precedenti i massimi dei corsi petroliferi

(punti base)

	Area dell'euro	Stati Uniti
Gen. 1973 - gen. 1974	91	46
Nov. 1978 - nov. 1979	117	152
Ott. 1989 - ott. 1990	176	73
Set. 2004 - set. 2005	-89	20
<i>di cui:</i>		
tassi di interesse reale a lungo termine	-79	-4
tassi di inflazione di pareggio a lungo termine	-10	24

Fonti: BRI, Reuters ed elaborazioni della BCE.

Nota: per i primi tre periodi sono stati utilizzati per l'area dell'euro dati relativi ai titoli di Stato tedeschi.

² Il mercato delle obbligazioni indicizzate è piuttosto recente, pertanto non è possibile effettuare questa stessa scomposizione per i tre precedenti periodi in cui i corsi petroliferi hanno toccato livelli massimi.

³ Ad esempio, è probabile che l'andamento recente dei tassi di interesse reali a lungo termine abbia risentito anche di altri fattori che determinano i premi al rischio incorporati nei rendimenti obbligazionari. Cfr. il riquadro dal titolo *Andamenti recenti dei tassi di interesse reali a lungo termine* nel numero di aprile 2005 del Bollettino mensile della BCE.

dell'energia potrebbe ridurre la crescita attesa degli utili per alcune società, ma potrebbe farla aumentare per altre società che tendono a beneficiare dei rincari del petrolio, come ad esempio le società di estrazione del greggio. Per quanto riguarda il tasso reale privo di rischio, esso è spesso approssimato dai rendimenti reali dei titoli del Tesoro a lungo termine, che possono parimenti risentire delle variazioni dei prezzi del petrolio, come già illustrato. Infine, nei periodi in cui le quotazioni petrolifere sono elevate, gli investitori nutrono solitamente maggiori incertezze riguardo alle prospettive degli utili societari, il che, a sua volta, potrebbe spingerli a richiedere più elevati premi per il rischio azionario. Sebbene alcune di queste componenti possano controbilanciarsi, livelli alti e crescenti dei corsi petroliferi sono in genere sfavorevoli ai corsi azionari, che solitamente risentono del futuro impatto negativo sulla redditività prospettica delle società (cfr. prime tre righe della tavola B).

La tavola B presenta il rendimento sui dodici mesi dei mercati azionari dell'area dell'euro e degli Stati Uniti per gli stessi quattro periodi di massimo dei corsi petroliferi. Essa inoltre evidenzia alcune spiccate differenze nell'andamento delle quotazioni azionarie nel periodo antecedente i picchi dei prezzi del greggio tra il più recente episodio e i precedenti. Mentre i due shock petroliferi degli anni settanta e il picco dei primi anni novanta avevano coinciso con rendimenti azionari relativamente scarsi, nel periodo fra settembre 2004 e settembre 2005 i corsi delle azioni sono cresciuti, specie nell'area dell'euro. In quest'ultimo episodio, pertanto, gli operatori sembrano aver attribuito minore importanza a quei fattori collegati con i prezzi petroliferi che tendono a influenzare negativamente i prezzi delle azioni.

Uno dei motivi di ciò potrebbe essere che, rispetto agli anni settanta e ai primi anni ottanta, le economie mature dipendono molto meno dal petrolio e i recenti rincari del greggio originano più dal lato della domanda, alimentati da un'attività economica mondiale complessivamente sostenuta. Inoltre, i rischi di escalation nel processo di negoziazione dei salari e di spirali salari-inflazione appaiono più contenuti che nei periodi precedenti. Quanto alla performance relativa, il maggiore rialzo dei mercati dell'area dell'euro rispetto a quello statunitense nel periodo 2004-05 riflette, in certa misura, il maggiore calo dei tassi di interesse reali a lungo termine nell'area (cfr. nuovamente la tavola A).

In conclusione, diversamente dai precedenti storici di picco dei corsi petroliferi, nell'episodio più recente di rincaro del greggio la reazione dei mercati obbligazionari e azionari dell'area dell'euro e degli Stati Uniti è stata più contenuta. Il calo dei rendimenti reali offerti dai titoli indicizzati dell'area dell'euro potrebbe indicare che il recente massimo del prezzo del petrolio abbia indotto una certa preoccupazione per le prospettive della crescita economica nell'area dell'euro, sebbene anche altri fattori strutturali e di breve periodo potrebbero avere avuto un qualche peso. Per quanto concerne il tasso di inflazione di pareggio nell'area dell'euro, non è da escludersi che la maggiore credibilità acquisita dalle banche centrali nell'assicurare un contesto di stabile e moderata crescita dei prezzi abbia avuto un ruolo cruciale ai fini della buona tenuta dei corsi delle attività finanziarie in occasione del più recente shock petrolifero.

Tavola B Variazione dei corsi azionari nell'area dell'euro e negli Stati Uniti nei 12 mesi precedenti i massimi dei corsi petroliferi

(valori percentuali)

	Area dell'euro	Stati Uniti
Gen. 1973 - gen. 1974	-2	-19
Nov. 1978 - nov. 1979	2	3
Ott. 1989 - ott. 1990	-1	-9
Set. 2004 - set. 2005	30	12

Fonti: Datastream, Reuters ed elaborazioni della BCE.

Nota: l'indice utilizzato nel calcolo è quello generale del mercato azionario elaborato da Datastream.

LE QUOTAZIONI AZIONARIE DELL'AREA DELL'EURO HANNO CONTINUATO AD AUMENTARE NEL 2005

Nel 2005 è proseguita la crescita dei corsi azionari dell'area dell'euro, cominciata agli inizi del 2003 (cfr. figura 14). L'indice Dow Jones Euro Stoxx è salito del 23 per cento nel corso dell'anno, una variazione inferiore a quella del Nikkei 225, ma superiore al risultato dell'indice Standard & Poor's 500, che nel 2005 ha avuto modeste variazioni. Oltre che all'evoluzione relativa dei tassi di interesse, il peggiore andamento del mercato azionario statunitense può in parte anche ricondursi all'andamento del tasso di cambio: nel corso dell'anno il dollaro si è apprezzato del 13 e del 15 per cento nei confronti dell'euro e dello yen giapponese, rispettivamente.

La crescita sostenuta dei corsi azionari nell'area dell'euro nel 2005 appare riconducibile a vari

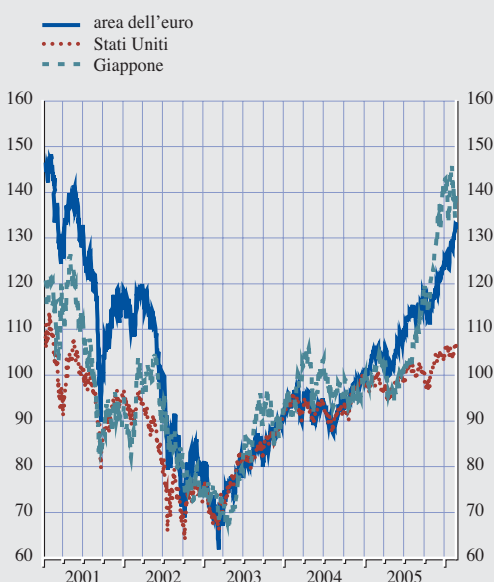
fattori, quali il livello inferiore dei tassi di interesse a lungo termine, con i quali vengono scontati i flussi di cassa futuri attesi, e il protratto forte aumento degli utili realizzati per azione (cfr. figura 15). Gli analisti hanno generalmente rivisto al rialzo le loro stime degli utili. La protratta bassa volatilità dei mercati azionari, che indicherebbe una ridotta incertezza degli operatori sulle prospettive a breve termine per il mercato azionario, è anch'essa parsa creare un contesto favorevole per l'evoluzione dei prezzi delle azioni.

I fattori potenzialmente negativi, come le prospettive meno ottimistiche per l'economia derivanti dal rincaro del petrolio (cfr. il riquadro 2), hanno solo parzialmente attenuato l'aumento dei corsi azionari.

Dall'analisi settoriale si evince che il rialzo dei corsi azionari nell'area dell'euro nel 2005 è

Figura 14 Indici dei corsi azionari

(indice: 31 dicembre 2004 = 100; dati giornalieri)

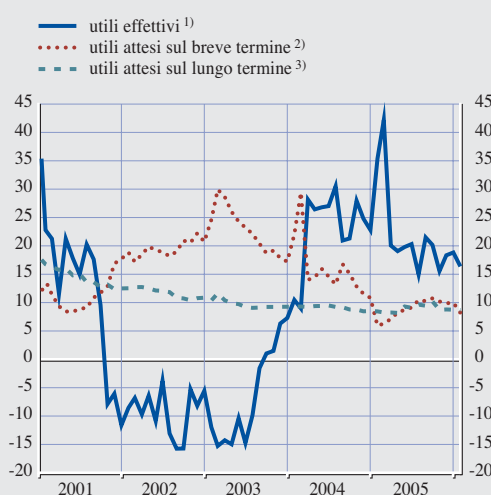


Fonti: Reuters e Thomson Financial Datastream.

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

Figura 15 Utili societari per azione effettivi e attesi

(variazioni percentuali in ragione d'anno; dati mensili)



Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.
Nota: crescita degli utili per azione dell'indice Dow Jones Euro Stoxx.

1) Tasso di variazione sul periodo corrispondente degli utili effettivi per azione.

2) Tasso di variazione sul periodo corrispondente degli utili per azione attesi dagli analisti su un orizzonte di 12 mesi.

3) Tasso di variazione sul periodo corrispondente degli utili per azione attesi dagli analisti su un orizzonte da 3 a 5 anni.

stato più pronunciato nei settori del petrolio e del gas naturale (coerentemente con la forte crescita degli utili del comparto, originata in ampia misura dall'andamento dei prezzi del petrolio) e nel settore finanziario. Fra i dieci settori economici dell'indice Dow Jones Euro Stoxx, solo quello delle telecomunicazioni ha chiuso il 2005 su livelli più bassi rispetto all'anno precedente. Anche i settori dei servizi di consumo e di quelli sanitari hanno registrato risultati inferiori all'indice complessivo. Ciò fa ritenere che le prospettive per gli utili delle società che più dipendono dai consumi privati siano state relativamente modeste nel 2005.

Agli inizi del 2006 le quotazioni azionarie hanno continuato a crescere. Al 24 febbraio l'indice Dow Jones Euro Stoxx era aumentato dell'8 per cento rispetto alla fine del 2005. Nello stesso periodo gli indici Standard & Poor's 500 e Nikkei 225 erano anch'essi aumentati, seppure in misura inferiore. Questi rialzi sono ascrivibili a una solida crescita complessiva dei profitti societari, nonché a un'accresciuta propensione degli investitori all'acquisto di titoli azionari.

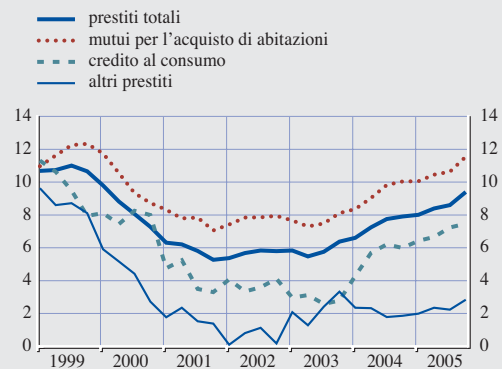
FORTE DOMANDA DI FINANZIAMENTO DELLE FAMIGLIE

Nel 2005 è proseguita la tendenza alla crescita dell'indebitamento delle famiglie iniziata a metà del 2003, che ha riflesso il forte aumento dei prestiti per l'acquisto di abitazioni e la rapida espansione del credito al consumo. Il tasso di variazione sui dodici mesi dei prestiti delle IFM alle famiglie è salito al 9,4 per cento in dicembre, dal 7,9 di fine 2004; tale andamento a livello dell'area dell'euro tende a nascondere forti differenze fra i vari paesi (cfr. il riquadro 3 dal titolo *Differenze nella crescita dei prestiti alle famiglie nei paesi dell'area dell'euro*).

La dinamica dei prestiti alle famiglie erogati da altri intermediari finanziari, che nell'anno precedente era stata ben più vivace di quella dei prestiti delle IFM, ha segnato un forte rallentamento nel 2005, facendo convergere il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti totali alle

Figura 16 Prestiti delle IFM alle famiglie

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

famiglie con quello dei prestiti concessi alle famiglie dalle IFM.

Da una scomposizione per finalità dei prestiti delle IFM emerge che durante l'anno la crescita del debito delle famiglie sembra essersi generalizzata a più categorie di prestiti rispetto al 2004. Ciò nonostante, la dinamica generale ha continuato a essere influenzata soprattutto dalla forte domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni (cfr. figura 16). È probabile che la protratta crescita di questa forma di debito sia riconducibile sia a un ulteriore calo dei tassi di interesse sui mutui in tutta l'area dell'euro, sia al positivo andamento del mercato delle abitazioni in molte regioni (cfr. la sezione 2.3 di questo capitolo).

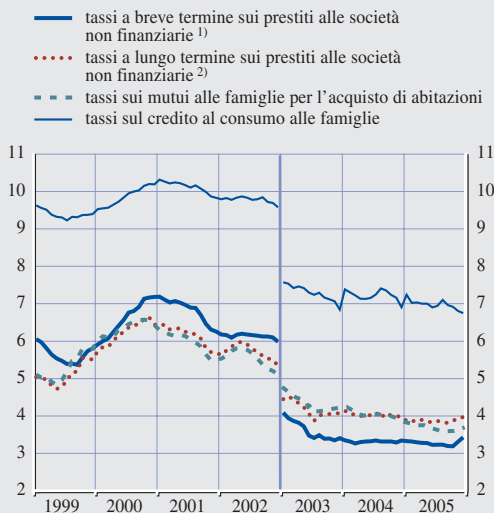
I tassi sui mutui ipotecari hanno continuato a diminuire nel 2005, dai livelli già contenuti degli anni precedenti (cfr. figura 17). Ad esempio, i tassi praticati dalle IFM sui nuovi mutui per l'acquisto di abitazioni con un periodo di determinazione iniziale del tasso compreso fra cinque e dieci anni si sono ridotti di 13 punti base nel corso dell'anno, collocandosi al 3,7 per cento nel dicembre 2005.

Inoltre, i risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro fanno ritenere che la sostenuta crescita dei prestiti per l'acquisto di abitazioni, sebbene alimentata soprattutto dalla forte domanda delle famiglie, potrebbe essere stata connessa anche con un lieve allentamento dei criteri applicati dalle banche per la concessione di prestiti di questo tipo nel primo e nel terzo trimestre del 2005. Tale allentamento e la forte domanda hanno in parte riflesso una valutazione più positiva delle prospettive per il mercato delle abitazioni da parte delle banche e dei mutuatari.

Nonostante l'aumento relativamente modesto della spesa nominale per consumi nell'area dell'euro, nel 2005 il tasso di crescita sui dodici mesi del credito al consumo ha seguito una tendenza al rialzo, raggiungendo il 7,5 per cento nell'ultimo trimestre del 2005. Questo rafforzamento è in linea con il basso livello dei tassi di interesse sul credito al consumo prevalenti nel 2005 ed è anche corroborato dai risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro, che mostrano un allentamento delle condizioni di offerta del credito.

Figura 17 Tassi di interesse sui prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

Note: fino a dicembre 2002, dati sui tassi di interesse al dettaglio; da gennaio 2003, dati sui tassi di interesse delle IFM sulle nuove operazioni, esclusi gli scoperti di conto (ponderati a partire da dicembre 2003). Per maggiori informazioni sulle statistiche relative ai tassi di interesse delle IFM e sulla ponderazione utilizzata, cfr. il Bollettino mensile della BCE, rispettivamente il riquadro 2 nel numero di dicembre 2003 e il riquadro 3 nel numero di agosto 2004.

1) Prima del 2003, tasso di interesse sui prestiti alle imprese con scadenza fino a un anno. Da gennaio 2003, tasso di interesse sui prestiti alle società non finanziarie con tasso variabile e periodo di determinazione iniziale fino a un anno.

2) Prima del 2003, tasso di interesse sui prestiti alle imprese con scadenza superiore a un anno. Da gennaio 2003, tasso di interesse sui prestiti alle società non finanziarie con periodo di determinazione iniziale superiore a un anno.

Riquadro 3

DIFFERENZE NELLA CRESCITA DEI PRESTITI ALLE FAMIGLIE NEI PAESI DELL'AREA DELL'EURO

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM alle famiglie nell'area dell'euro è aumentato a un ritmo relativamente costante da metà 2003 e a fine 2005 si collocava al 9,4 per cento. Tuttavia, la sostenuta dinamica dei prestiti nell'area nasconde divergenze pronunciate nei tassi di crescita dei vari paesi dell'area dell'euro. Nel riquadro si analizzano queste divergenze con l'ausilio di indicatori statistici di dispersione, fornendo alcune spiegazioni delle differenze fra i diversi paesi.

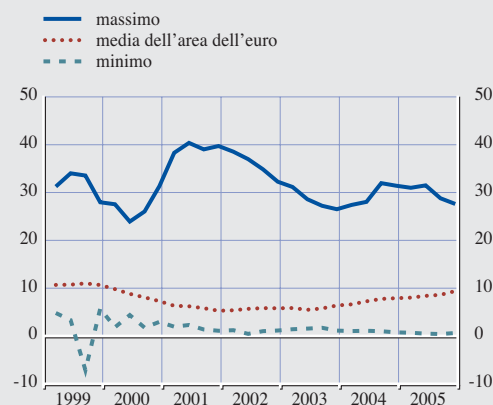
Misurazione delle differenze tra paesi dell'area dell'euro nella crescita dei prestiti alle famiglie

Le differenze tra paesi nella crescita dei prestiti alle famiglie possono essere analizzate da vari punti di vista. La figura A rappresenta l'intervallo fra il livello massimo e quello minimo dei

tassi di crescita sui dodici mesi dei prestiti totali delle IFM alle famiglie registrati nei paesi dell'area dell'euro nel periodo a partire dalla Terza fase dell'UEM. Tale intervallo è generalmente stato molto ampio, superando in varie occasioni i 30 punti percentuali. Mentre i tassi di crescita nei paesi caratterizzati da una maggiore espansione dei prestiti hanno oscillato fra il 25 e il 40 per cento, nei paesi in cui la crescita è stata minore nel periodo di riferimento la dinamica di indebitamento delle famiglie si è rivelata assai debole, scendendo talvolta sotto lo zero. Di fronte ai tassi di crescita fra il 5 e il 10 per cento rilevati per l'insieme dell'area dell'euro, si può affermare che i paesi con i tassi di crescita più elevati sono casi "anomali" e/o hanno un peso relativamente contenuto in termini di prestiti in essere alle famiglie al livello dell'area dell'euro.

Figura A Intervallo della crescita dei prestiti delle IFM alle famiglie nei paesi dell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)

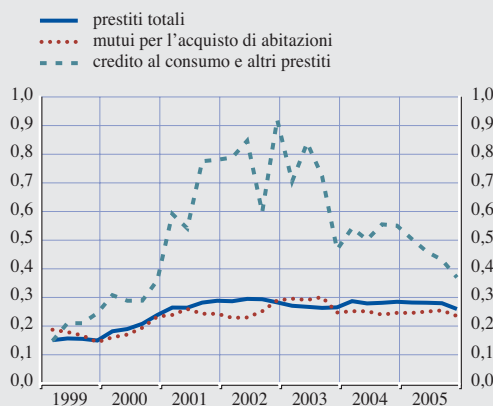


Fonte: BCE.

Prendendo in considerazione il peso dei singoli paesi all'interno dell'aggregato per l'area dell'euro, la figura B mostra la dispersione fra paesi della crescita sui dodici mesi dei prestiti nel periodo 1999-2005, data dal coefficiente di variazione ponderato. Questa misura ha il vantaggio di essere meno soggetta a dati anomali. Nondimeno, in termini generali l'evoluzione dei due indicatori della dispersione dal 1999 è piuttosto simile; dopo avere toccato un massimo a metà del 2002, la dispersione fra paesi della crescita dei prestiti alle famiglie appare lievemente diminuita nel corso del 2003 per poi sostanzialmente stabilizzarsi su livelli maggiori di quelli del 1999.

I prestiti totali delle IFM alle famiglie possono essere suddivisi in prestiti per l'acquisto di abitazioni, credito al consumo e altri prestiti. Come mostra la figura B, il coefficiente di variazione ponderato per i mutui ipotecari è aumentato fino alla fine del 2002, ma da allora è rimasto abbastanza stabile. Data l'incidenza elevata (prossima al 70 per cento a fine 2005) di questi prestiti sulle consistenze totali del credito delle IFM alle famiglie, la dispersione della crescita dei mutui ipotecari influenza fortemente quella della crescita complessiva dei prestiti alle famiglie. Il coefficiente di variazione ponderato della crescita del credito al consumo e degli altri prestiti è stato molto più erratico di quello della crescita dei mutui ipotecari, ma sembra anch'esso essersi stabilizzato di recente, seppure a un livello significativamente superiore a quello del coefficiente di variazione ponderato della crescita dei mutui.

Figura B Coefficiente ponderato della variazione della crescita sui 12 mesi dei prestiti delle IFM alle famiglie



Fonte: BCE.

Nota: il coefficiente ponderato di variazione di una variabile è dato dal rapporto fra la sua deviazione standard e la sua media, entrambe ponderate. I pesi si basano sulle quote dei vari paesi per ciascuna categoria di prestito.

Crescita dei prestiti alle famiglie e differenze nei livelli di debito tra i paesi dell'area dell'euro

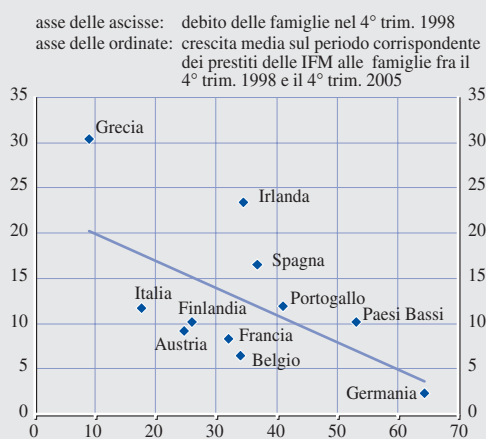
Le differenze fra i vari paesi nella crescita dei prestiti alle famiglie negli anni passati possono riflettere numerosi fattori, fra cui la disparità nella posizione finanziaria delle famiglie e il grado di convergenza dei tassi di interesse prima dell'Unione monetaria, la diversa struttura dei mercati finanziari (specie per il credito ipotecario) e differenze nelle principali determinanti economiche dell'indebitamento delle famiglie (in particolare la dinamica dei mercati immobiliari e dei prezzi delle abitazioni).

La figura C mette a confronto la crescita media sui dodici mesi dei prestiti totali erogati dalle IFM alle famiglie nei vari paesi dell'area dell'euro nel periodo quarto trimestre 1998- quarto trimestre 2005 con il livello del debito delle famiglie nei singoli paesi alla fine del 1998. All'inizio della Terza fase dell'UEM vi era una considerevole disparità fra i vari paesi dell'area nel livello del debito delle famiglie, misurato come rapporto fra le consistenze di prestiti delle IFM e il PIL. La figura illustra come i paesi dove inizialmente le famiglie presentavano indici di indebitamento inferiori abbiano, in media, registrato una crescita dei prestiti più vigorosa dei paesi che, viceversa, partivano da un livello maggiore di indebitamento delle famiglie. Parte della discrepanza nella crescita media dei prestiti osservata dal 1999 potrebbe pertanto riflettere un processo di "convergenza" degli indici di indebitamento, parallelamente al convergere dei tassi di interesse e dei tassi di inflazione.

Anche la struttura dei mercati finanziari risultava notevolmente diversa tra paesi nel 1999, ed è pertanto probabile che abbia contribuito ai diversi livelli iniziali di debito delle famiglie. Nel caso dei mercati ipotecari, questa diversità trova ad esempio riscontro nelle differenze tra prodotti disponibili in termini di caratteristiche quali la durata dei contratti, l'impiego di tassi di interesse fissi o variabili, nonché il livello medio e massimo del rapporto fra ammontare del prestito e valore della garanzia. Se da un lato la liberalizzazione dei mercati finanziari e l'accresciuta concorrenza fra gli intermediari finanziari sono state pervasive negli ultimi anni, dall'altro l'impatto dei cambiamenti strutturali dei mercati finanziari è stato più profondo in alcuni paesi che in altri, a causa sia della loro situazione di partenza, sia dei tempi e dell'entità delle riforme effettuate. In alcuni paesi piuttosto che in altri ciò ha indotto ad esempio una riduzione maggiore dei margini di interesse e degli altri costi del debito, nonché un ampliamento della gamma di prodotti ipotecari innovativi e diversificati, come i prestiti a 30 o persino a 50 anni o i nuovi mutui a tasso variabile "a fisarmonica" e quelli "senza ammortamento", consentendo così a un numero maggiore di famiglie l'accesso al finanziamento per l'acquisto dell'abitazione. Le differenze fra paesi nella dinamica di indebitamento delle famiglie potrebbero pertanto riflettere parzialmente l'eterogeneità del livello e della velocità di cambiamento della

Figura C Crescita dei prestiti delle IFM alle famiglie e indebitamento delle famiglie nei vari paesi dell'area dell'euro

(asse delle ascisse: in percentuale del PIL; asse delle ordinate: variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

Nota: il Lussemburgo non appare nella figura a causa della quota elevata di prestiti internazionali sullo stock dei prestiti totali erogati alle famiglie del paese.

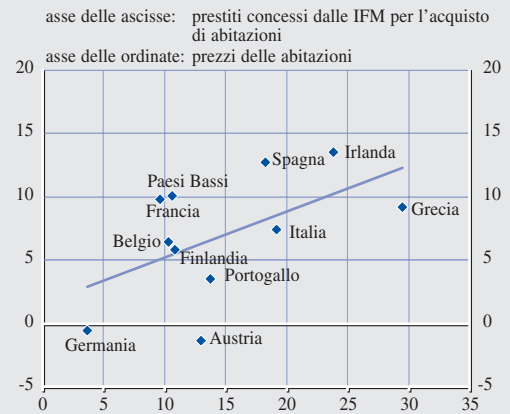
sofisticatezza e della profondità dei mercati finanziari.

Anche se l'Unione monetaria ha conseguito un tasso di interesse a breve termine uniforme nei vari paesi dell'area, le differenze nelle dinamiche del debito delle famiglie rispecchiano altresì l'eterogeneità degli andamenti macroeconomici nei vari paesi dell'area, che è stata particolarmente marcata per i mercati immobiliari. Come mostra la figura D, a partire dal 1999 in vari paesi (come in Irlanda e in Spagna) i prezzi delle abitazioni sono cresciuti molto rapidamente, mentre in altri (come Germania e Austria) sono rimasti stabili. Poiché i mutui ipotecari rappresentano la principale componente del debito complessivo delle famiglie e sono per loro natura collegati alla dinamica degli andamenti del mercato delle abitazioni, le differenze sostanziali nell'andamento dei prezzi degli immobili trovano riscontro nell'eterogeneità dei tassi di crescita dei prestiti alle famiglie. A loro volta, le divergenze riscontrate per il credito al consumo possono originare dal diverso andamento nei vari paesi del reddito disponibile e dei consumi privati delle famiglie.

In sintesi, fra il 1999 e il 2005 vi sono state differenze sostanziali fra i vari paesi dell'area dell'euro nei tassi di crescita sui dodici mesi dei prestiti totali delle IFM alle famiglie. Inoltre tali differenze persistono nel tempo. La convergenza nel livello dell'inflazione e dei tassi di interesse prima dell'avvio dell'UEM – e quindi l'impatto del passaggio a un contesto credibile di bassa inflazione con l'inizio della Terza fase – può contribuire a spiegare le differenze fra un paese e l'altro, ma l'eterogeneità delle esperienze nazionali dall'introduzione dell'euro, specie per quanto riguarda l'evoluzione dei mercati delle abitazioni e i cambiamenti della struttura del mercato finanziario, ha avuto anch'essa un ruolo importante. Naturalmente, altri fattori possono avere concorso alle differenze nei tassi di crescita dei prestiti alle famiglie nei vari paesi. Fra questi figurano ad esempio divergenze nell'andamento dei redditi e dei consumi privati, nonché differenze nell'evoluzione demografica o nell'atteggiamento verso la casa di proprietà, ma anche eterogeneità relative alla deducibilità a fini fiscali dei pagamenti di interessi, alle imposte sulle plusvalenze immobiliari e alla cartolarizzazione dei mutui ipotecari. Infine, anche differenze nei progressi delle metodologie quantitative di analisi all'interno del settore finanziario, che accrescono la capacità delle banche di valutare l'andamento dei mercati delle attività e del rischio di credito, potrebbero spiegare parte delle disparità osservate.

Figura D Dinamiche del mercato degli immobili residenziali e prestiti nell'area dell'euro nel periodo 1999-2004

(tassi medi di crescita sui dodici mesi; variazioni percentuali)



Fonte: BCE.

Nota: il Lussemburgo non appare nella figura a causa della quota elevata di prestiti internazionali sullo stock dei prestiti totali erogati alle famiglie del paese.

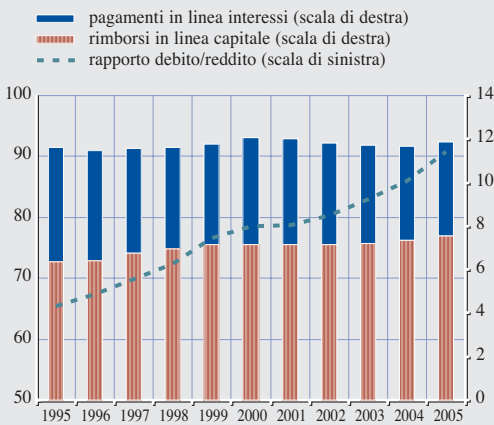
DEBITO DELLE FAMIGLIE IN CRESCITA

Per effetto della protratta crescita del debito, il rapporto fra debito delle famiglie e reddito disponibile è ulteriormente aumentato nel 2005 (cfr. figura 18). Ciò nonostante, l'indebitamento delle famiglie nell'area dell'euro è rimasto infe-

riore a quello di altre economie industrializzate, come gli Stati Uniti, il Regno Unito e il Giappone. Inoltre, malgrado l'aumento del debito, l'onere totale per il suo servizio (il rapporto fra pagamenti in linea capitale e interessi e reddito disponibile) è rimasto sostanzialmente invariato

Figura 18 Debito delle famiglie e onere per il servizio del debito

(in percentuale del reddito disponibile)



Fonte: BCE.

Nota: i dati relativi al 2005 sono stimati.

per il settore delle famiglie. Il maggiore onere associato alla forte crescita dei prestiti osservata negli ultimi anni è stato più o meno controbilanciato dal calo della quota di reddito necessaria al pagamento degli interessi, in un contesto di tassi di interesse contenuti.

Il maggiore indebitamento ha comunque accresciuto l'esposizione delle famiglie alle variazioni dei tassi di interesse, del reddito e dei prezzi delle attività. Inoltre, nel valutare i dati aggregati va considerato che si tratta di valori medi per l'intero settore delle famiglie dell'area dell'euro e che il servizio del debito delle famiglie che hanno acceso un mutuo risulta superiore. In aggiunta, l'onere per il servizio del debito può variare fra un paese e l'altro dell'area, oltre che fra famiglie appartenenti a fasce di reddito diverse. Infine, sussistono alcune incertezze connesse con il fatto che la quota del debito ipotecario esposta a variazioni delle condizioni prevalenti dei tassi di interesse dipende dalle caratteristiche specifiche dei contratti di mutuo sottostanti, che variano considerevolmente all'interno dell'area dell'euro.

SI MANTIENE BASSO IL COSTO REALE DEL FINANZIAMENTO ESTERNO DELLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE

Il costo reale complessivo del finanziamento esterno per le società non finanziarie, calcolato ponderando le varie fonti di finanziamento esterno sulla base dei corrispondenti importi in essere (corretti per gli effetti di valutazione), è rimasto su livelli storicamente bassi durante tutto il 2005 (cfr. figura 19)⁵. Si è osservato un marcato incremento del finanziamento mediante debito, in ragione del suo costo assai contenuto, mentre le emissioni di azioni quotate sono cresciute solo lievemente nella seconda metà dell'anno.

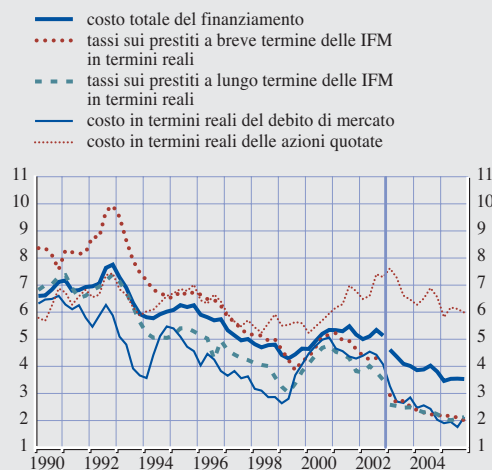
Per quanto riguarda le componenti del costo reale del finanziamento esterno, i tassi reali sui prestiti erogati dalle IFM alle società non finanziarie sono lievemente calati fino al secondo trimestre 2005 (cfr. figura 17). Tale andamento ha rispecchiato l'ulteriore diminuzione dei rendimenti sui titoli di Stato a breve e a medio termine nella prima metà dell'anno. L'aumento dei rendimenti dei titoli di Stato nella seconda metà dell'anno ha trovato riscontro solo parziale nell'andamento dei tassi attivi delle IFM. Nel quarto trimestre il costo reale del credito bancario è rimasto invariato su livelli bassi, dopo un lieve aumento nel terzo trimestre. Nel complesso, il contenuto costo reale del credito bancario riflette una valutazione positiva del rischio di credito delle società non finanziarie da parte delle banche. Ciò emerge altresì dai risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro, che segnalano un allentamento netto o una sostanziale stabilità dei criteri per la concessione del credito alle imprese nel 2005.

Il costo reale del debito obbligazionario è stato più variabile di quello del credito bancario durante l'anno. Dal minimo del primo trimestre del 2005 esso è aumentato fino alla metà del secondo trimestre. L'incremento è riconducibile alla crescita dei differenziali di rendimento delle

5 Per una descrizione dettagliata dell'indicatore del costo reale del finanziamento esterno per le società non finanziarie dell'area dell'euro, cfr. il riquadro 4 nel numero di marzo 2005 del Bollettino mensile della BCE.

Figura 19 Costo in termini reali del finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: BCE, Thomson Financial Datastream, Merrill Lynch e Consensus Economics Forecast.

Note: il costo in termini reali del finanziamento esterno delle società non finanziarie è calcolato come media ponderata del costo dei prestiti bancari, dei titoli di debito e delle azioni, basata sui rispettivi ammontari in essere e deflazionata con le aspettative di inflazione (cfr. il riquadro 4 del Bollettino mensile di marzo 2005). L'introduzione all'inizio del 2003 dei tassi sui prestiti delle IFM armonizzati ha indotto una discontinuità strutturale nella serie.

obbligazioni societarie, indotta principalmente da una serie di eventi specifici a singole imprese, soprattutto nel settore automobilistico. In seguito, il costo reale del ricorso al mercato obbligazionario è diminuito fino al terzo trimestre, soprattutto per la parziale inversione nel secondo e nel terzo trimestre dell'ampliamento dei differenziali di rendimento sulle obbligazioni private, ma è tornato a crescere nel quarto trimestre. Questo andamento si deve in larga misura alla crescita dei tassi di interesse di mercato nella seconda metà dell'anno e a quella dei differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie durante l'ultimo trimestre dell'anno. A fine 2005 il costo reale di questa tipologia di finanziamento risultava lievemente superiore rispetto a fine 2004, ma era ancora storicamente molto contenuto.

Nel 2005 il costo reale dell'emissione di azioni quotate per le imprese non finanziarie è rimasto su valori considerevolmente superiori a

quelli del costo reale del debito e in linea con i valori medi osservati dal 1995. Nella prima metà dell'anno il costo reale delle azioni quotate è leggermente aumentato, forse per il fatto che la redditività superiore alle aspettative conseguita dalle imprese non finanziarie non si è riflessa pienamente nelle quotazioni azionarie, o forse a causa di un aumento del premio per il rischio delle azioni. Verso la fine dell'anno, tuttavia, soprattutto per effetto dell'andamento favorevole dei mercati azionari, il costo reale dell'emissione di azioni è diminuito, tornando a un livello pressappoco equivalente a quello dell'inizio dell'anno.

AUMENTO DELLA DOMANDA DI FINANZIAMENTO ESTERNO DA PARTE DELLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE

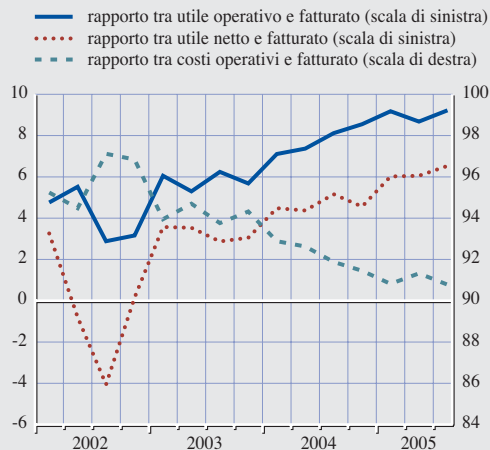
Le società non finanziarie hanno incrementato considerevolmente la domanda di finanziamenti esterni nel 2005. Ciò è avvenuto in un contesto caratterizzato da una elevata redditività aziendale (e quindi dall'aumento dell'autofinanziamento) nel 2005, dopo la forte crescita della redditività nel 2003 e nel 2004, come desumibile dai bilanci aggregati delle società non finanziarie quotate nell'area dell'euro (cfr. figura 20)⁶. Fondamentale per il miglioramento della redditività è stata la riduzione delle spese operative in rapporto alle vendite. Mentre fra febbraio e ottobre 2005 si attendeva un aumento della crescita degli utili societari nei dodici mesi seguenti, verso la fine dell'anno le misure della redditività azionaria indicavano che le aspettative per i dodici mesi seguenti propendevano per una crescita moderata della redditività delle grandi società quotate. Allo stesso tempo, i livelli attesi della redditività societaria sono rimasti relativamente elevati.

Nel corso del 2005 il tasso di crescita reale sui dodici mesi del finanziamento esterno delle società non finanziarie è aumentato molto, al 2,8 per cento nel quarto trimestre, dall'1,3 per cento di fine 2004. Ciò si deve soprattutto al

⁶ Per maggiori dettagli sulla metodologia e sugli andamenti di più lungo periodo, cfr. l'articolo *Evoluzione del finanziamento alle imprese nell'area dell'euro* nel numero di novembre 2005 del Bollettino mensile della BCE.

Figura 20 Indicatori di redditività delle società non finanziarie quotate dell'area dell'euro

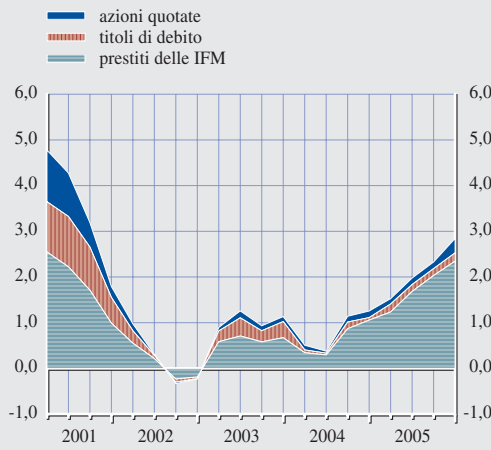
(valori percentuali)



Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.
 Note: le elaborazioni si basano sui dati dei bilanci trimestrali aggregati delle società non finanziarie quotate nell'area dell'euro. Il campione è stato depurato delle anomalie. Rispetto all'utile operativo, definito come fatturato meno costi operativi, l'utile netto si riferisce all'utile operativo e non operativo, al netto di imposte, svalutazioni e altre voci straordinarie.

Figura 21 Scomposizione del tasso di crescita reale sul periodo corrispondente del finanziamento alle società non finanziarie¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.
 1) Il tasso di crescita reale sul periodo corrispondente è definito come la differenza fra il tasso di crescita corrispondente del valore corrente e il tasso di crescita del deflatore del PIL.

forte incremento del contributo fornito dai prestiti, mentre il contributo dei titoli di debito e delle azioni quotate è stato più modesto (cfr. figura 21).

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie è aumentato all'8,0 per cento in dicembre, dal 5,4 per cento di fine 2004. Nella prima metà dell'anno, l'incremento è stato dovuto in larga parte ai prestiti a breve termine. Tuttavia, nella seconda metà dell'anno il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti a lungo termine è fortemente aumentato. Mentre i prestiti a breve sono spesso impiegati come capitale circolante, quelli a lungo termine sono in genere strettamente associati agli investimenti. In linea con questo andamento, le indagini sul credito bancario di ottobre 2005 e gennaio 2006 segnalavano che gli investimenti fissi avevano contribuito a un aumento della domanda netta di prestiti o di linee di credito da parte delle imprese. Inoltre, il tasso di crescita sui dodici mesi degli investimenti fissi lordi è considerevolmente aumentato nel secondo e terzo trimestre del 2005. A tale

riguardo, è possibile che le società non finanziarie abbiano desiderato avvantaggiarsi nelle loro decisioni di investimento del basso costo del finanziamento e dei criteri relativamente accomodanti di concessione del credito.

Le evidenze disponibili per il periodo fino alla fine del terzo trimestre 2005 indicano che, diversamente dai prestiti delle IFM, quelli erogati alle società non finanziarie da altri soggetti hanno continuato a far registrare un tasso di variazione annuo negativo. Ciò è forse ancora attribuibile alla modifica della normativa fiscale di un paese dell'area dell'euro, che ha fatto sì che i prestiti infra-gruppo siano stati in parte sostituiti da azioni non quotate.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da società non finanziarie è rimasto nel complesso modesto nel 2005. Dopo essersi ripreso nel primo trimestre, in parte per effetto dell'aumento delle operazioni di fusione e acquisizione, è diminuito nel secondo e nel terzo trimestre, rimanendo contenuto nel quarto. Fra le possibili spiegazioni delle ridotte

emissioni nette di titoli di debito figurano la sostituzione di tali emissioni con il finanziamento tramite prestiti, nonché l'incremento della redditività delle grandi società quotate. Nel contempo, se nel 2005 le emissioni nette di titoli di debito a tasso fisso delle società non finanziarie sono risultate contenute, quelle di titoli a lungo termine a tasso variabile sono fortemente aumentate. Inoltre, lo scorso anno si è caratterizzato per l'elevato livello dei rimborsi di titoli emessi nel periodo 1999-2001, in una fase di forte espansione del mercato delle obbligazioni private dell'area dell'euro.

Il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse dalle società non finanziarie è leggermente aumentato nel 2005, pur rimanendo nel complesso modesto, in parte a causa del fatto che il costo reale dell'emissione di azioni era significativamente maggiore di quello del debito. Tuttavia l'emissione di azioni quotate da parte delle società non finanziarie è cresciuta di poco nella seconda metà dell'anno.

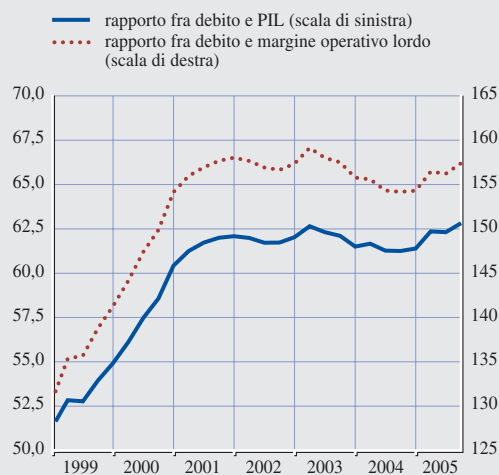
Per quanto riguarda l'andamento dei bilanci delle società non finanziarie nell'area dell'euro, l'incremento della domanda di credito ha indotto durante l'anno un lieve aumento dei debiti, saliti al 63 per cento del PIL alla fine del quarto trimestre (cfr. figura 22). Ciò potrebbe indicare che nel 2005 è giunto a termine il periodo di intensa ristrutturazione dei bilanci delle società non finanziarie. Allo stesso tempo, tuttavia, è probabile che la situazione vari considerevolmente a livello di impresa.

Il lieve aumento degli indici di indebitamento va valutato in connessione con il miglioramento della redditività delle società non finanziarie e con il livello ancora storicamente basso del costo reale del finanziamento esterno. Inoltre, gli oneri finanziari netti delle società non finanziarie a fronte dei prestiti e dei depositi presso le IFM sono rimasti su valori bassi (in percentuale del PIL).

Nell'insieme, nonostante il leggero incremento degli indici di indebitamento, i bilanci delle società non finanziarie sembrano essere in

Figura 22 Rapporti di indebitamento nel settore delle società non finanziarie

(valori percentuali)



Fonti: BCE ed Eurostat.

Note: il margine operativo lordo include il reddito misto e si riferisce all'intera economia. I dati sul debito sono tratti dalle statistiche sui conti finanziari trimestrali. Fanno parte del debito: i prestiti, i titoli di debito e le riserve di fondi pensione. Rispetto ai dati elaborati sulla base dei conti finanziari annuali, i rapporti di indebitamento qui riportati risultano lievemente inferiori, principalmente a causa sia dell'inclusione dei prestiti erogati da banche esterne all'area dell'euro, sia della copertura più ampia riservata ai prestiti concessi dai settori non finanziari all'interno dei conti finanziari annuali. I dati relativi all'ultimo trimestre sono stimati.

generale migliorati nel 2005, soprattutto grazie a una buona redditività. Ciò emerge altresì dall'andamento complessivamente favorevole dei criteri applicati ai prestiti alle imprese, come indicato dall'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro, e delle valutazioni del merito di credito.

2.3 I PREZZI

Nel 2005 l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC nell'area dell'euro si è collocata in media al 2,2 per cento, rispetto al 2,1 osservato nei due anni precedenti (cfr. tavola 1). Le pressioni inflazionistiche interne sono rimaste contenute, in parte a riflesso del proseguimento della moderazione salariale nel contesto di una modesta dinamica del mercato del lavoro. Pressioni al rialzo sono provenute principalmente

Tavola I Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2003	2004	2005	2004 4° trim.	2005 1° trim.	2005 2° trim.	2005 3° trim.	2005 4° trim.	2005 dic.	2006 gen.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti										
Indice complessivo	2,1	2,1	2,2	2,3	2,0	2,0	2,3	2,3	2,2	2,4
Beni energetici	3,0	4,5	10,1	8,5	7,6	8,8	12,7	11,1	11,2	.
Alimentari trasformati	3,3	3,4	2,0	2,8	2,4	1,6	1,8	2,2	1,8	.
Alimentari non trasformati	2,1	0,6	0,8	-0,7	0,5	0,8	0,8	1,4	1,5	.
Beni industriali non energetici	0,8	0,8	0,3	0,8	0,3	0,3	0,1	0,4	0,4	.
Servizi	2,5	2,6	2,3	2,7	2,4	2,3	2,2	2,1	2,1	.
Altri indicatori di prezzi e costi										
Prezzi alla produzione nell'industria ¹⁾	1,4	2,3	4,1	3,8	4,1	3,9	4,2	4,4	4,7	.
Prezzo del petrolio (euro per barile) ²⁾	25,1	30,5	44,6	34,5	36,6	42,2	50,9	48,6	48,5	52,5
Prezzi delle materie prime ³⁾	-4,5	10,8	9,4	1,3	1,9	2,2	11,6	23,2	29,8	23,1

Fonti: Eurostat, Thomson Financial Datastream e HWWA.

1) Escluse le costruzioni.

2) Qualità Brent (per consegne a termine di un mese).

3) Esclusi i beni energetici; dati in euro.

dall'aumento dei prezzi del petrolio, soprattutto nella seconda metà dell'anno. Tuttavia, sono pochi i segnali di una trasmissione di questi aumenti alle fasi successive del processo di produzione. Al contrario, l'inflazione è stata contenuta dagli effetti ritardati del passato apprezzamento dell'euro e dall'impatto dell'intensa concorrenza globale. Anche il contributo delle imposte indirette nette e dei prezzi amministrati è stato lievemente inferiore rispetto al 2004.

L'INFLAZIONE HA RISENTITO PRINCIPALMENTE DELLA DINAMICA DEI PREZZI DEL PETROLIO

Il profilo dell'inflazione misurata dallo IAPC complessivo nel 2005 ha risentito fortemente dell'andamento della componente energetica, a sua volta riconducibile alla vigorosa dinamica dei prezzi del petrolio (cfr. figura 23). Il prezzo medio in euro di un barile di greggio di qualità Brent è aumentato del 45 per cento circa rispetto al 2004, esercitando un impatto diretto sui prezzi al consumo dei prodotti energetici, che sono cresciuti in media del 10,1 per cento, dal 4,5 nel 2004. Il contributo della componente energetica al tasso di inflazione medio nel 2005, pari a 0,8 punti percentuali, è stato il più elevato negli ultimi cinque anni (cfr. figura 24).

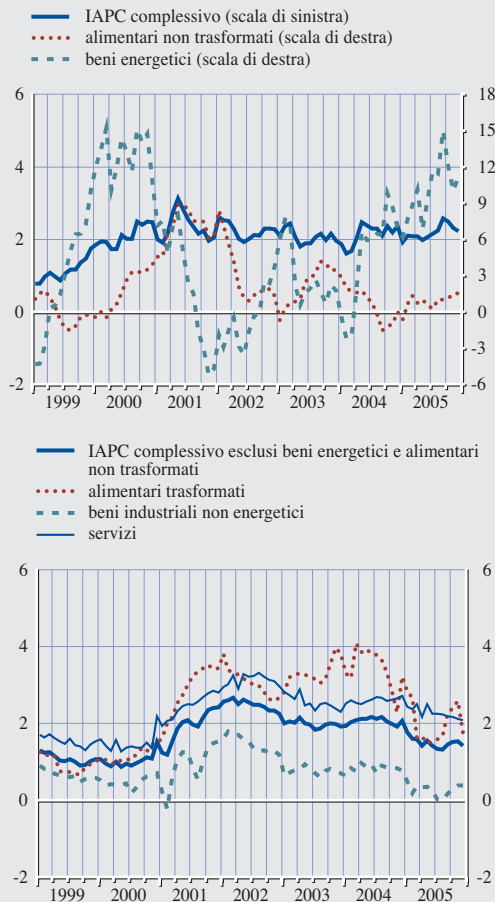
L'inflazione complessiva è rimasta vicina al 2,0 per cento nella prima metà del 2005, per poi

toccare un massimo del 2,6 per cento in settembre, a riflesso dell'andamento delle quotazioni petrolifere, e ridiscendere al 2,2 per cento a fine anno. L'impatto dei rincari del petrolio sull'inflazione al consumo si è riflesso anche nelle revisioni delle attese di inflazione nel corso dell'anno. In particolare, le aspettative di inflazione per il 2005 indicate dalla *Survey of Professional Forecasters* (SPF) della BCE sono state riviste dall'1,9 al 2,2 per cento fra il primo e il quarto trimestre, a fronte di una sostanziale stabilità delle attese sull'inflazione a lungo termine, all'1,9 per cento. Andamenti analoghi hanno interessato anche altri indicatori basati su sondaggi delle aspettative di inflazione a breve e lungo termine.

Le componenti meno variabili dello IAPC hanno contribuito in misura considerevole al contenimento delle pressioni al rialzo esercitate dai prezzi del petrolio sull'inflazione complessiva. Dopo essere diminuito nella prima metà dell'anno, il tasso di crescita sui dodici mesi dello IAPC al netto dell'energia e dei prodotti alimentari non trasformati si è stabilizzato nel secondo semestre, collocandosi nella media del 2005 all'1,5 per cento, contro il 2,1 nel 2004. Tale calo è in parte riconducibile al minor contributo delle imposte indirette nette e dei prezzi amministrati all'inflazione complessiva, sceso

Figura 23 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

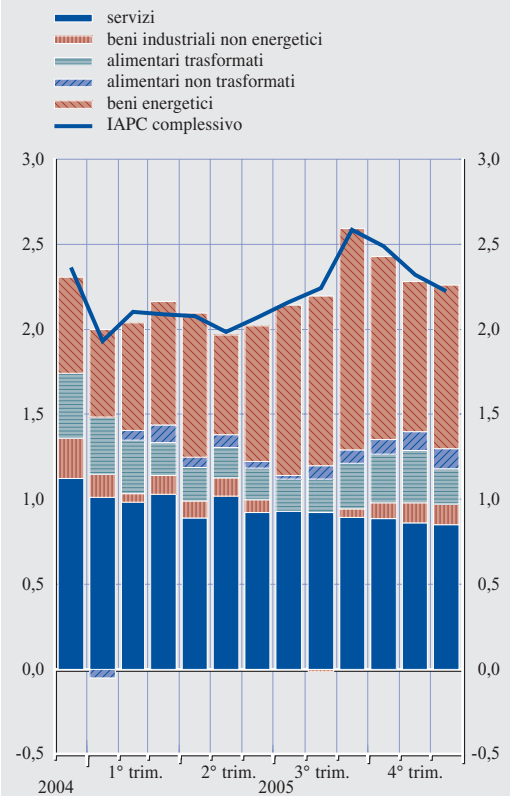
(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

Figura 24 Contributi alla crescita dello IAPC nell'area dell'euro

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



Fonte: Eurostat.

Nota: la somma dei contributi non coincide esattamente con l'indice complessivo per effetto di arrotondamenti.

a 0,4 punti percentuali da 0,6 circa nel 2004⁷. Ad esempio, nella prima metà del 2005 la dinamica dei prezzi dei prodotti alimentari trasformati ha beneficiato di effetti base favorevoli, associati al rialzo delle imposte sui tabacchi in diversi paesi all'inizio dell'anno precedente. Tali effetti sono stati solo parzialmente contrastati da un incremento delle imposte sui tabacchi in Germania in settembre. Nel complesso, i prezzi dei prodotti alimentari trasformati sono cresciuti del 2,0 per cento nel 2005, significativamente inferiore al 3,4 per cento del 2004. Anche la variazione dei prezzi dei beni industriali non energetici è diminuita rispetto al

2004, dallo 0,8 allo 0,3 per cento. Il contributo molto contenuto in termini storici di questa componente potrebbe riflettere pressioni al ribasso sui prezzi provenienti dall'intensa concorrenza estera e dagli effetti ritardati del passato apprezzamento dell'euro. Malgrado una certa variabilità nel breve termine, dovuta ad alcune componenti più volatili quali i pacchetti vacanze e i servizi di trasporto, l'inflazione dei

⁷ Per dettagli sulle componenti dello IAPC utilizzate per valutare l'impatto dell'andamento delle imposte indirette e dei prezzi amministrati cfr. il riquadro *L'impatto della dinamica delle imposte indirette e dei prezzi amministrati sull'inflazione* nel numero di gennaio 2004 del Bollettino mensile della BCE.

prezzi dei servizi è calata nel corso del 2005 ed è stata nella media dell'anno pari al 2,3 per cento, dal 2,6 nel 2004. Complessivamente, nel 2005 vi sono state scarse indicazioni di significativi effetti indiretti dei rincari dei prezzi energetici.

Il fatto che l'inflazione al consumo complessiva si sia mantenuta lievemente al di sopra del 2 per

cento nel 2005 per il quinto anno consecutivo evidenzia la rilevanza dell'analisi dei fattori sottostanti la persistenza dell'inflazione. Il riquadro 4 presenta le principali conclusioni del *network* dell'Eurosistema sulla persistenza dell'inflazione (Inflation Persistence Network) per quanto riguarda le dinamiche dell'inflazione e le modalità di determinazione dei prezzi nell'area dell'euro.

Riquadro 4

IL NETWORK SULLA PERSISTENZA DELL'INFLAZIONE E LE MODALITÀ DI DETERMINAZIONE DEI PREZZI NELL'AREA DELL'EURO

Il *network* sulla persistenza dell'inflazione (Inflation Persistence Network, IPN) è stato costituito nel 2003 allo scopo di studiare le dinamiche, le determinanti e le implicazioni della persistenza dell'inflazione e le modalità di determinazione dei prezzi sia nell'area dell'euro sia nei singoli paesi membri. Il concetto di persistenza dell'inflazione si riferisce alla lentezza con cui l'inflazione, dopo uno shock, tende a convergere verso il proprio valore di lungo termine. L'IPN ha completato i propri lavori nel 2005.

L'IPN è un progetto di ricerca che ha coinvolto tutte le banche centrali dell'Eurosistema. Si è avvalso di una banca dati senza precedenti, che include un'ampia quantità di informazioni su variabili macroeconomiche e settoriali e sui meccanismi di determinazione dei prezzi adottati dalle singole imprese. Ha inoltre potuto attingere ai dati sui prezzi elementari sottostanti la costruzione degli indici dei prezzi al consumo e alla produzione in molti paesi dell'area dell'euro e ha condotto indagini sui meccanismi di determinazione dei prezzi in nove paesi. Le banche dati utilizzate offrono un'opportunità unica per comprendere le modalità con cui gli operatori (*price setters*) determinano i prezzi. Si tratta di un'analisi senza precedenti, anche a livello internazionale, considerato che la copertura dei dati utilizzati è di gran lunga superiore a quella disponibile per altre economie.

I risultati preliminari della ricerca sono stati presentati nel corso di conferenze, al fine di ricevere un primo riscontro della comunità accademica, di cui tenere conto nel proseguimento dei lavori. Nel 2005 i lavori sono stati presentati alle assemblee annuali dell'American Economic Association a Philadelphia e della European Economic Association ad Amsterdam. Diversi studi sono stati pubblicati (o stanno per essere pubblicati) sotto forma di *Working Paper* della BCE oppure in altre riviste specialistiche soggette al meccanismo della *peer-review*.

I principali risultati dell'IPN sulle modalità di determinazione dei prezzi possono essere sintetizzati come segue. I prezzi nell'area dell'euro non variano frequentemente (in media solo una volta all'anno)¹. Gli aggiustamenti tendono però a essere abbastanza significativi: intorno all'8-10 per cento per i prezzi al consumo e al 5 per cento per quelli alla produzione. È inoltre interessante notare che la periodicità e l'entità degli aggiustamenti sono pressoché uguali tanto per gli aumenti che per le riduzioni di prezzo, con la significativa eccezione del settore dei

¹ Tale frequenza è nettamente inferiore a quella osservata, per esempio, negli Stati Uniti. Per un'analisi più dettagliata dei risultati, cfr. l'articolo *Modalità di determinazione dei prezzi nell'area dell'euro* nel numero di novembre 2005 del Bollettino mensile della BCE.

servizi, in cui sono frequenti aumenti di contenuta entità, a fronte di riduzioni molto rare. I risultati complessivi, tuttavia, celano un notevole grado di eterogeneità fra settori, in particolare per quanto riguarda la frequenza degli aggiustamenti. Inoltre, la frequenza, l'entità e la direzione delle modifiche tariffarie risentono dell'influenza delle condizioni macroeconomiche (come il tasso di inflazione), di fattori temporali (come la stagionalità) e di eventi specifici (quali variazioni delle aliquote IVA).

I sondaggi presso le imprese mostrano che la maggior parte delle imprese sottopone i propri prezzi a revisione sia a intervalli regolari, sia in risposta a cambiamenti delle condizioni economiche. Le revisioni dei prezzi avvengono più di frequente che le modifiche degli stessi; ciò potrebbe dipendere sia dal fatto che le revisioni non indicano la necessità di adeguare i prezzi, sia dalla presenza di fattori che impediscono gli aggiustamenti anche quando questi appaiono necessari in sede di revisione. I sondaggi condotti dall'IPN hanno riscontrato la rilevanza di alcuni ostacoli alla modifica dei prezzi, fra cui in particolare l'esistenza di contratti impliciti o espliciti fra imprese e clienti e le interazioni strategiche fra imprese.

Un ulteriore importante risultato dell'IPN è che il grado di persistenza dell'inflazione aumenta con il livello di aggregazione. Le serie dei prezzi elementari o quelle fortemente disaggregate presentano, in media, una persistenza molto inferiore a quella delle serie aggregate. Secondo stime empiriche, l'attuale regime di politica monetaria è caratterizzato da un contenuto grado di persistenza dell'inflazione; nelle stime su orizzonti temporali più estesi è tuttavia importante tenere conto delle passate variazioni occasionali del livello medio dell'inflazione. Anche quando si tiene conto di tali variazioni, tuttavia, le stime continuano a essere caratterizzate da un considerevole grado di incertezza.

Nel complesso, i risultati dell'IPN hanno contribuito in modo significativo allo studio della persistenza dell'inflazione e delle modalità di determinazione dei prezzi nell'area dell'euro. I risultati hanno notevoli implicazioni di *policy* e per la costruzione dei modelli, considerato che mettono in discussione molte delle ipotesi più utilizzate nei modelli macroeconomici microfondati. Dal punto di vista della politica monetaria, viene confermata l'importanza di assicurare un solido ancoraggio delle aspettative di inflazione, che riduce la persistenza dell'inflazione e agevola la conduzione della politica monetaria da parte delle banche centrali.

DINAMICITÀ DEI PREZZI DEGLI IMMOBILI RESIDENZIALI

I prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro (non compresi nel paniere dello IAPC) hanno continuato ad aumentare nel 2005, crescendo del 7,7 per cento sul periodo corrispondente nella prima metà del 2005, contro il 7,0 per cento nell'intero 2004 (cfr. figura 25). Tale aumento vigoroso ha nascosto andamenti disomogenei tra i singoli paesi, con incrementi elevati in Spagna, Francia e Italia, a fronte di un lieve calo in Germania. I dati trimestrali disponibili per la seconda metà dell'anno segnalano un proseguimento dei forti rincari in Spagna e

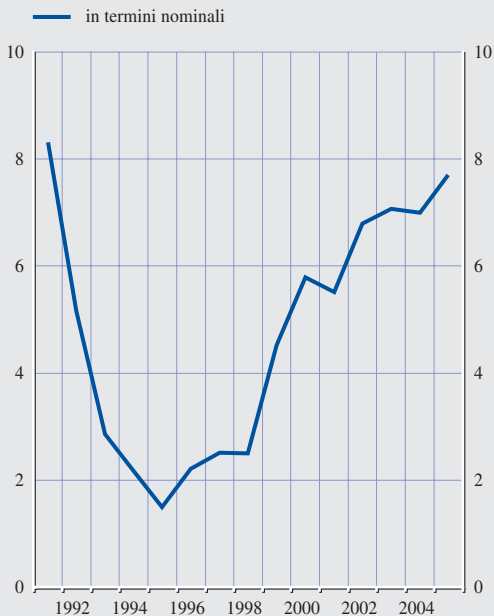
Francia, anche se a un ritmo più contenuto che in passato.

GLI EFFETTI INDIRETTI SULLE FASI SUCCESSIVE DEL PROCESSO DI PRODUZIONE SONO STATI LIMITATI

Nel 2005 la crescita dei prezzi alla produzione nell'industria (escluse le costruzioni) dell'area dell'euro è stata in media pari al 4,1 per cento, in netto aumento rispetto al 2,3 del 2004 (cfr. figura 26). L'incremento risulta principalmente riconducibile ai prezzi dell'energia; al netto di tale componente (e delle costruzioni), la variazione dei prezzi alla produzione è stata pari

Figura 25 Prezzi degli immobili residenziali

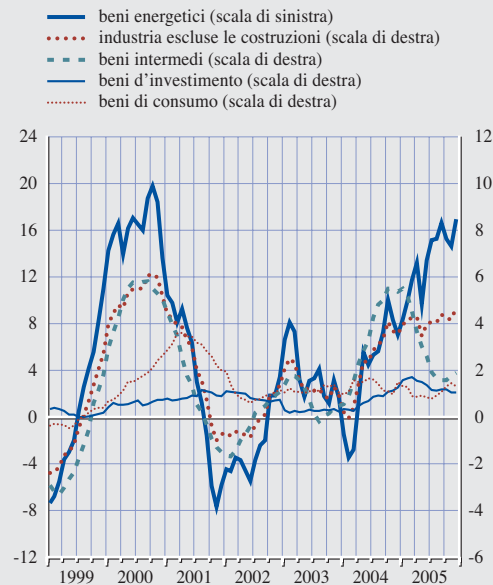
(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati annuali)



Fonte: elaborazioni della BCE basate su statistiche nazionali non armonizzate.
Nota: i dati per il 2005 si riferiscono alla prima metà dell'anno.

Figura 26 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

all'1,8 per cento, contro il 2,0 per cento nel 2004.

La complessiva stabilità della crescita dei prezzi alla produzione al netto dell'energia nasconde andamenti divergenti a livello settoriale. Il tasso di variazione dei prezzi dei beni di investimento è stato in media pari all'1,3 per cento, contro lo 0,7 nel 2004. Tali pressioni al rialzo sono state in parte contrastate dalla forte decelerazione dei prezzi dei beni intermedi, riconducibile alla dinamica dei prezzi delle materie prime diverse dal petrolio e agli effetti ritardati del passato apprezzamento dell'euro. Il ritmo di crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni intermedi è sceso dal 5,5 all'1,9 per cento fra gennaio e dicembre, collocandosi in media al 2,9 per cento, contro il 3,5 per cento nel 2004.

Non ci sono molti segnali di significative pressioni sui prezzi nelle fasi successive del processo di produzione. I prezzi alla produzione dei

beni di consumo sono cresciuti dell'1,1 per cento nel 2005, contro l'1,3 nel 2004. È possibile che le deboli condizioni della domanda, l'intensità della concorrenza estera e il passato apprezzamento dell'euro abbiano impedito alle imprese di trasmettere ai consumatori i rincari dell'energia e, in misura inferiore, dei beni intermedi.

LA DINAMICA DEL COSTO DEL LAVORO È STATA MODERATA

La crescita dei redditi per occupato ha fatto segnare un netto calo nei primi tre trimestri del 2005, con un tasso di variazione medio dell'1,5 per cento, contro il 2,0 nel 2004 (cfr. tavola 2), principalmente riconducibile alla dinamica dei salari nell'industria al netto delle costruzioni e, in misura inferiore, nel settore dei servizi (cfr. figura 27). In quest'ultimo settore, si evidenzia tuttavia una divergenza fra l'andamento dei servizi diretti al mercato, dove il reddito per occupato è aumentato nei primi tre trimestri del 2005

Tavola 2 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2003	2004	2005	2004 4° trim.	2005 1° trim.	2005 2° trim.	2005 3° trim.	2005 4° trim.
Retribuzioni contrattuali	2,4	2,1	2,1	2,0	2,2	2,1	2,1	2,0
Costo orario complessivo del lavoro	3,0	2,5	.	2,4	3,2	2,5	2,2	.
Redditi per occupato	2,3	2,0	.	1,7	1,5	1,4	1,6	.
<i>Per memoria:</i>								
Produttività del lavoro	0,5	1,1	.	0,7	0,4	0,5	0,9	.
Costo del lavoro per unità di prodotto	1,8	0,9	.	1,1	1,1	0,9	0,7	.

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

a un tasso medio dell'1,8 per cento, contro l'1,5 nel 2004, e quello dei servizi non diretti al mercato, dove invece si è registrato un calo significativo, da una media del 2,1 per cento nel 2004 allo 0,8 per cento.

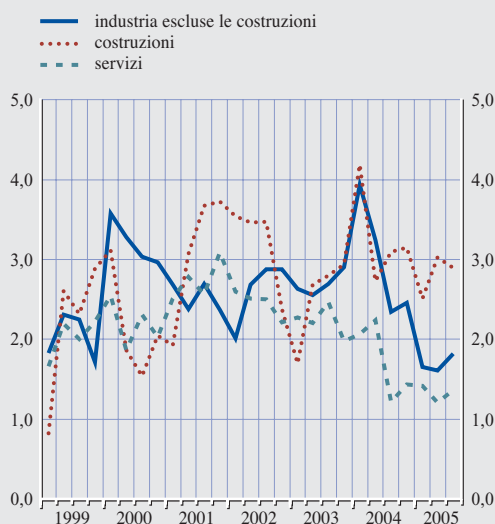
Anche altri indicatori del costo del lavoro indicano una moderazione della dinamica salariale. La crescita annuale delle retribuzioni contrattuali è stata pari al 2,1 per cento, invariata rispetto al 2004. L'evidenza aneddotica desumibile dagli accordi salariali siglati in diversi paesi dell'area nel periodo fino alla fine del 2005 non segnala la presenza di significativi effetti di

secondo impatto dovuti al rialzo dei prezzi del petrolio, al di là degli effetti automatici indotti dai piani di indicizzazione dei salari, nei paesi in cui esistono. Nel complesso, il proseguimento di una modesta crescita del PIL in termini reali e le contenute pressioni sui mercati del lavoro dell'area dell'euro hanno favorito il contenimento della dinamica salariale nel 2005.

Nonostante il calo della crescita dei salari, la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto è rimasta invariata rispetto al 2004, collocandosi in media allo 0,9 per cento nei primi tre trimestri dell'anno. Tale andamento ha riflesso il calo della crescita della produttività, allo 0,6 per cento nei primi tre trimestri, contro l'1,1 per cento nel 2004.

Figura 27 Redditi per occupato per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

2.4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

LA CRESCITA ECONOMICA È RALLENTATA NEL 2005

Nel 2005 la crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro (in parte corretto per il diverso numero di giornate lavorative) è stata pari all'1,4 per cento, inferiore all'1,8 dell'anno precedente e al tasso di crescita tendenziale del prodotto potenziale (cfr. tavola 3). Dopo la modesta crescita dell'attività economica osservata dalla metà del 2004, l'andamento nel 2005, inferiore alle attese, ha riflesso il rafforzamento dei prezzi del petrolio, gli effetti ritardati dell'apprezzamento dell'euro nel 2004 e il temporaneo rallentamento della domanda globale nella prima metà del 2005.

Tavola 3 Crescita del PIL in termini reali e delle sue componenti

(variazioni percentuali, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

	Variazioni annuali ¹⁾									Variazioni trimestrali ²⁾				
	2003	2004	2005	2004	2005	2005	2005	2005	2004	2005	2005	2005	2005	
				4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.						4° trim.
PIL a prezzi costanti	0,7	1,8	1,4	1,6	1,2	1,2	1,6	1,7	0,2	0,3	0,4	0,7	0,3	
<i>di cui:</i>														
Domanda interna ³⁾	1,3	1,8	1,6	1,9	1,6	1,7	1,7	1,6	0,5	0,1	0,5	0,5	0,4	
Consumi delle famiglie	1,0	1,4	1,4	1,9	1,3	1,5	1,9	0,8	0,9	0,1	0,3	0,5	-0,2	
Consumi collettivi	1,7	1,1	1,3	0,7	0,8	1,2	1,6	1,7	0,0	0,0	0,8	0,9	0,0	
Investimenti fissi lordi	0,8	1,8	2,2	1,6	1,2	1,9	2,7	3,2	0,4	0,2	1,0	1,1	0,8	
Variazioni delle scorte ⁴⁾	0,2	0,3	0,1	0,4	0,4	0,2	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,4	
Esportazioni nette ³⁾	-0,6	0,0	-0,2	-0,3	-0,3	-0,5	-0,1	0,1	-0,3	0,2	-0,1	0,2	-0,2	
Esportazioni ⁵⁾	1,2	5,9	3,9	5,8	3,1	2,6	4,9	5,1	0,3	-0,9	2,0	3,4	0,5	
Importazioni ⁵⁾	3,0	6,2	4,7	7,1	4,3	4,2	5,4	5,0	1,3	-1,5	2,3	3,1	0,9	
Valore aggiunto lordo a prezzi costanti														
<i>di cui:</i>														
Industria escluse le costruzioni	0,2	1,6	1,3	0,6	0,4	0,6	1,4	2,6	-0,5	0,2	0,8	0,9	0,6	
Costruzioni	0,9	1,8	1,7	1,2	-0,4	1,4	2,4	3,1	0,6	-0,5	1,9	0,5	1,3	
Servizi esclusivamente destinati al mercato ⁶⁾	0,9	1,8	2,1	2,0	2,2	1,9	2,1	2,0	0,3	0,6	0,6	0,5	0,2	

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati riportati sono destagionalizzati e parzialmente corretti per il numero di giornate lavorative, in quanto non tutti i paesi dell'area dell'euro dispongono di serie trimestrali di contabilità nazionale corrette per il numero di giornate lavorative.

1) Variazioni percentuali sul periodo corrispondente.

2) Variazioni percentuali sul trimestre precedente.

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

4) Incluse le acquisizioni nette di oggetti di valore.

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

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

Il ritmo della ripresa iniziata nel terzo trimestre del 2003, dopo il prolungato periodo di rallentamento fra la metà del 2001 e la metà del 2003, è stato relativamente debole rispetto a precedenti episodi di ripresa all'inizio degli anni ottanta e novanta. Ciò potrebbe essere riconducibile a diversi fattori. In primo luogo, a differenza degli episodi passati, la ripresa attuale è stata caratterizzata da una dinamica dei prezzi del petrolio molto vigorosa e da un significativo apprezzamento dell'euro. Inoltre, esistono evidenze preliminari secondo cui la crescita del prodotto potenziale sarebbe diminuita negli anni recenti, principalmente per effetto di una minore crescita della produttività del lavoro. Infine, il rallentamento immediatamente precedente la ripresa è stato relativamente contenuto; nella misura in cui la forza della ripresa tende a dipendere dall'intensità del rallentamento precedente, non è sorprendente che l'andamento

attuale possa essere meno vigoroso di quelli passati⁸.

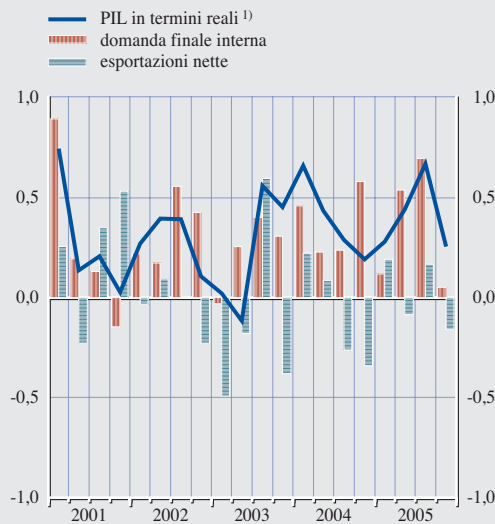
Il rallentamento registrato nel complesso del 2005 appare riconducibile a una riduzione del contributo proveniente sia dall'interscambio commerciale sia dalla domanda interna, entrambi cresciuti meno delle attese formulate alla fine del 2004 (cfr. figura 28).

Sul fronte interno, la crescita dei consumi privati ha continuato a essere modesta nel 2005 (cfr. tavola 3), in parte per effetto del debole incremento del reddito reale disponibile, a sua volta riconducibile alla contenuta espansione del reddito nominale a fronte dell'aumento dei

8 Cfr. anche il riquadro *L'attuale ripresa dell'area dell'euro in una prospettiva storica* nel numero di novembre 2005 del Bollettino mensile della BCE.

Figura 28 Contributi alla crescita trimestrale del PIL in termini reali

(contributi trimestrali in punti percentuali; dati stagionalizzati)



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

Figura 29 Indicatori del clima di fiducia

(saldi percentuali; dati stagionalizzati)



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

prezzi dell'energia. Tali effetti non sono stati compensati da un calo del risparmio delle famiglie, forse a causa del perdurare di aspettative relativamente pessimistiche sull'occupazione. A ciò potrebbero avere contribuito i timori circa la sostenibilità dei sistemi pensionistici e sanitari, oltre al fatto che la debole crescita del reddito e gli shock sui prezzi dei beni e servizi di prima necessità potrebbero aver colpito in misura particolarmente accentuata i lavoratori a più basso reddito, caratterizzati da una più elevata propensione marginale al consumo. Il clima di fiducia dei consumatori è rimasto contenuto nel 2005, pur dando segnali di miglioramento verso la fine dell'anno (cfr. figura 29).

La crescita degli investimenti nella prima metà del 2005 è stata significativamente inferiore a quella osservata nel semestre precedente. Tale decelerazione è principalmente riconducibile alla minore crescita degli investimenti diversi

dalle costruzioni, attribuibile soprattutto all'andamento negativo nel settore dei trasporti.

La crescita degli investimenti fissi lordi è stata invece più marcata nel secondo semestre, sostenuta da miglioramenti dell'efficienza operativa, dal vigoroso andamento degli utili societari e dalle condizioni finanziarie molto favorevoli, oltre che dall'espansione della domanda globale.

La scomposizione settoriale della crescita economica nel 2005 indica un contributo positivo del valore aggiunto nell'industria (al netto delle costruzioni), nelle costruzioni e nei servizi. Nel settore dei servizi destinati al mercato la crescita del valore aggiunto è stata più elevata rispetto al 2004, a fronte di un rallentamento nell'industria al netto delle costruzioni. Il clima di fiducia nel settore manifatturiero e dei servizi è peggiorato nella prima metà del 2005, per

poi migliorare nel semestre successivo (cfr. figura 29). L'importanza dei servizi è aumentata in misura significativa nei decenni recenti e si prevede che il loro contributo all'economia dell'area dell'euro si espanda ulteriormente nei

prossimi anni. Il riquadro 5 descrive la composizione settoriale della crescita dell'area dell'euro, offrendo un'analisi dettagliata dell'andamento del settore terziario.

Riquadro 5

LA COMPOSIZIONE SETTORIALE DELLA CRESCITA DELL'AREA DELL'EURO

Questo riquadro illustra la composizione settoriale dell'economia dell'area dell'euro e la sua evoluzione negli anni recenti. Oltre ad analizzare i contributi dei diversi settori economici alla volatilità e alla crescita del valore aggiunto nell'area, intende valutare se la relativa debolezza che contraddistingue l'attuale fase di ripresa rispetto a episodi analoghi del passato sia collegata all'andamento di settori specifici.

La scomposizione settoriale del valore aggiunto evidenzia il ruolo preponderante del settore dei servizi nell'area dell'euro (cfr. figura A). Con una quota di circa il 70 per cento, i servizi sono di gran lunga il principale settore economico dell'area. L'industria (che comprende il settore manifatturiero, ma anche le attività minerarie ed estrattive e le forniture di elettricità, gas e acqua) rappresenta circa il 20 per cento del valore aggiunto dell'area dell'euro, a fronte di quote del 6 e del 2 per cento, rispettivamente, delle costruzioni e dell'agricoltura.

Il settore dei servizi può a sua volta essere scomposto in tre grandi categorie, di dimensioni quasi equivalenti: commercio e trasporti, servizi finanziari e alle imprese e un settore che comprende essenzialmente i servizi delle amministrazioni pubbliche (cfr. figura B). Per quanto tale scomposizione non consenta una netta separazione fra servizi pubblici e privati, di norma si fa riferimento alle categorie che comprendono il commercio, i trasporti, i servizi finanziari e alle imprese come servizi destinati al mercato.

Figura A Scomposizione del valore aggiunto lordo a prezzi costanti complessivo¹⁾

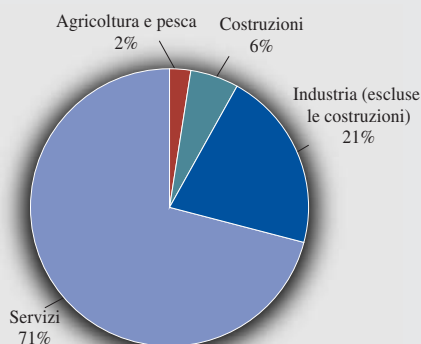
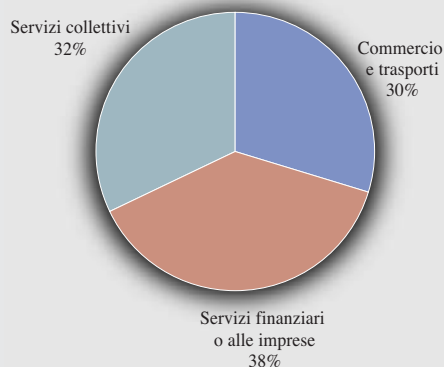


Figura B Scomposizione del valore aggiunto lordo a prezzi costanti nei servizi¹⁾



Fonte: Eurostat.

1) Le ponderazioni si riferiscono al 2005.

In linea con l'andamento tendenziale generalmente osservato nelle economie sviluppate, l'economia dell'area dell'euro ha registrato importanti cambiamenti strutturali, riflessi in un aumento dell'importanza del settore dei servizi, a fronte del calo costante dell'industria. Dal 1996, ad esempio, la quota dei servizi sul valore aggiunto totale è salita di circa 3 punti percentuali, mentre quella dell'industria è diminuita di 2 punti. Tale sviluppo può essere riconducibile a diversi fattori, fra cui la maggior domanda di servizi che accompagna la crescita del reddito, la liberalizzazione del settore e la crescente partecipazione delle donne al mercato del lavoro, con conseguente trasferimento ai servizi di attività precedentemente assicurate all'interno della famiglia.

L'evoluzione delle quote di valore aggiunto rappresentate dai singoli settori dell'area dell'euro riflette differenze significative nella dinamica della crescita a livello settoriale. Per quanto riguarda i servizi alle imprese, anche l'*outsourcing* di alcune attività da parte delle imprese del comparto industriale potrebbe contribuire a spiegare l'aumento della quota dei servizi. Questa evoluzione inoltre consolida i legami tra i due settori. La tavola indica che dall'inizio degli anni novanta il valore aggiunto lordo in termini reali è aumentato rispetto al trimestre precedente in media dello 0,5 per cento. I servizi sono cresciuti allo stesso ritmo, trainati in particolare dall'espansione dei servizi destinati al mercato; l'industria (al netto delle costruzioni) è cresciuta in media dello 0,3 per cento, mentre le costruzioni hanno registrato il tasso di incremento più basso, pari a solo lo 0,1 per cento. Per effetto delle sue dimensioni e della sua dinamica più sostenuta, il settore dei servizi ha contribuito in misura maggiore all'aumento del valore aggiunto dell'area dell'euro (0,4 punti percentuali in media dalla metà degli anni novanta, contro solo 0,1 punti percentuali dell'industria).

Differenze significative fra settori emergono anche in termini di volatilità della crescita del valore aggiunto (misurata in termini di deviazione standard), che è risultata molto inferiore nei servizi rispetto ad altri settori. Nondimeno, per effetto delle sue dimensioni, il settore dei servizi ha in media contribuito alla volatilità in misura pressoché analoga all'industria dalla metà degli anni novanta.

Considerate le differenze sostanziali in termini di crescita media fra i principali settori nell'area dell'euro, è normale chiedersi in che misura esse possano aver contribuito alla debolezza

Andamenti settoriali in termini di valore aggiunto lordo a prezzi costanti nell'area dell'euro

(medie dei periodi indicati)

	Crescita sul trimestre precedente (valori percentuali) (1991-2005)	Deviazione standard (della crescita sul trimestre precedente) (1991-2005)	Contributo alla crescita sul trimestre precedente (in punti percentuali) (1996-2005)	Contributi assoluti medi alla variazione della crescita sul trimestre precedente (in punti percentuali) (1996-2005)
Servizi	0,5	0,3	0,4	0,2
Servizi commerciali e di trasporto	0,5	0,6	0,1	0,1
Servizi finanziari e alle imprese	0,7	0,4	0,2	0,1
Servizi collettivi	0,4	0,3	0,1	0,0
Industria (escluse le costruzioni)	0,3	1,0	0,1	0,2
Costruzioni	0,1	1,7	0,0	0,1
Agricoltura	0,4	1,6	0,0	0,0
Totale	0,5	0,4	0,5	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura C Valore aggiunto nel settore dei servizi dell'area dell'euro

(indice: T = 100)

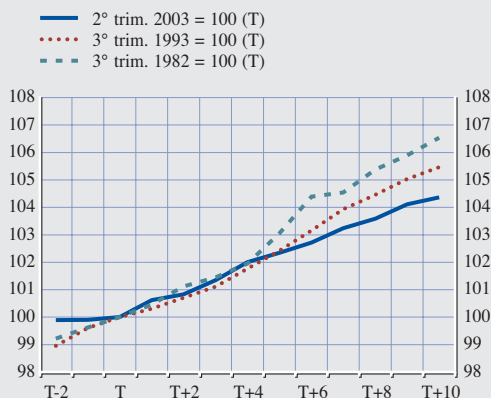
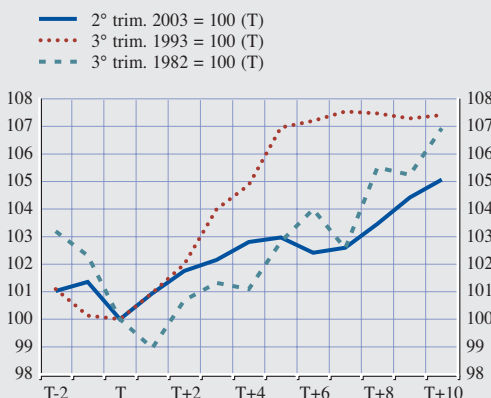


Figura D Valore aggiunto nel settore industriale dell'area dell'euro

(indice: T = 100)



Fonte: elaborazioni della BCE sulla base di dati Eurostat.

Nota: la ripresa inizia a T+1, dove il trimestre T corrisponde al minimo definito dallo Euro Area Business Cycle Dating Committee del Centre for Economic Policy Research (CEPR) (cfr. <http://www.cepr.org/data/Dating>); fa eccezione l'ultima ripresa, individuata sulla base della dinamica della crescita sul trimestre precedente del PIL in termini reali.

relativa dell'attuale fase di ripresa. La ripresa avviata a metà del 2003 ha perso velocità nel secondo anno della fase ascendente, prima di riprendere vigore nel terzo trimestre del 2005. Le figure C e D confrontano la dinamica dei servizi e dell'industria nell'attuale fase di ripresa con quella osservata nelle due riprese passate e indicano che la debolezza relativa osservata nel secondo anno della ripresa attuale non è riconducibile all'andamento di un settore specifico. Infatti, la dinamica relativa di entrambi i settori ha seguito quella del PIL complessivo. L'andamento medio dei due settori nel primo anno della ripresa corrente non presenta divergenze significative rispetto all'andamento medio delle due riprese precedenti. Nel secondo anno, tuttavia, la crescita del valore aggiunto in entrambi i settori è stata più debole della media delle due riprese precedenti. Le figure evidenziano anche la maggior volatilità della crescita dell'industria rispetto ai servizi. La debolezza della ripresa nel secondo anno potrebbe essere riconducibile a diversi fattori, fra cui la minore crescita tendenziale del prodotto, la presenza di shock sul tasso di cambio dell'euro e sui prezzi del petrolio, le incertezze circa le riforme in atto in alcune economie dell'area (cfr. il riquadro 5 *L'attuale ripresa dell'area dell'euro in una prospettiva storica* nel numero di novembre 2005 del Bollettino mensile della BCE).

Nel complesso, la composizione settoriale della crescita del valore aggiunto dell'area dell'euro evidenzia l'importanza del settore dei servizi. Di gran lunga il principale settore economico dell'area, il suo peso è cresciuto considerevolmente negli ultimi decenni – un processo molto probabilmente destinato a continuare – al punto che il suo contributo alla volatilità complessiva della crescita del valore aggiunto è pressoché uguale a quello dell'industria. Analogamente, il confronto con le fasi precedenti di ripresa evidenzia come la debolezza osservata nella seconda metà della ripresa corrente (ovvero dalla metà del 2004 alla metà del 2005) sia nel complesso comune ai principali settori dell'area dell'euro.

Diverse misure di dispersione indicano che la divergenza dei tassi di crescita del PIL in termini reali nei paesi dell'area dell'euro è rimasta sostanzialmente invariata nel 2005. Riflettendo in parte il rallentamento dell'attività economica e degli scambi globali, oltre che il rialzo dei prezzi del petrolio, la crescita media annua del PIL in termini reali è diminuita o è rimasta praticamente invariata rispetto all'anno precedente in tutti i paesi dell'area, tranne la Spagna, dove è aumentata lievemente per poi mantenersi su livelli relativamente elevati.

PROSEGUONO I MIGLIORAMENTI DEL MERCATO DEL LAVORO

L'occupazione è cresciuta nel corso dell'anno a un ritmo comparabile a quello osservato nel 2004 (cfr. tavola 4). A livello settoriale, la crescita è stata vigorosa nei settori dei servizi e delle costruzioni a fronte di un proseguimento del calo nell'industria in senso stretto e nell'agricoltura. Gli indicatori basati su indagini sulle prospettive dell'occupazione nei servizi e nell'industria hanno fatto segnare un netto miglioramento verso la fine dell'anno. Considerata la modesta dinamica dell'attività economica nel 2005, è probabile che a tale miglioramento abbiano contribuito in modo decisivo le recenti misure di politica del mercato del lavoro

a favore di una crescita dell'occupazione a tempo parziale e del lavoro autonomo.

Nel 2005 il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro è diminuito in modo regolare, all'8,3 per cento a fine anno (cfr. figura 30). Il tasso di disoccupazione dei lavoratori con meno di 25 anni è calato significativamente. Dopo essere aumentate fra gli anni settanta e la metà degli anni novanta, principalmente come riflesso di shock sfavorevoli e di rigidità del mercato del lavoro nella maggior parte dei paesi dell'area, le stime del NAIRU (*Non Accelerating Inflation Rate of Unemployment*, il livello del tasso di disoccupazione che non esercita pressioni sull'inflazione) si sono ridotte lievemente nel corso dell'ultimo decennio⁹. Tale riduzione è stata attribuita soprattutto all'impatto delle riforme del mercato del lavoro attuate in alcuni paesi (per maggiori dettagli cfr. il riquadro 6). Malgrado i progressi compiuti in diversi paesi verso una maggiore flessibilità del mercato del lavoro, in molti casi sarà necessario intraprendere riforme più ambiziose. Solo un impegno deciso a favore di riforme strutturali del mercato del

⁹ Cfr anche il riquadro *Una prospettiva di lungo termine sulla disoccupazione strutturale nell'area dell'euro* nel numero di agosto 2005 del Bollettino mensile della BCE.

Tavola 4 Evoluzione del mercato del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; valori percentuali)

	2003	2004	2005	2003	2003	2004	2004	2004	2004	2005	2005	2005	2005
				3°trim.	4°trim.	1°trim.	2°trim.	3°trim.	4°trim.	1°trim.	2°trim.	3°trim.	4°trim.
Forze di lavoro	0,8	0,9	.	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	.
Occupazione	0,3	0,7	.	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,2	0,0	0,2	0,3	.
Agricoltura ¹⁾	-2,2	-1,0	.	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	0,1	-0,4	-1,1	-0,2	-0,7	.
Industria ²⁾	-1,1	-0,9	.	-0,4	-0,4	-0,5	0,2	-0,1	0,0	-0,6	0,0	0,0	.
– escluse le costruzioni	-1,5	-1,6	.	-0,5	-0,6	-0,7	0,1	-0,5	0,1	-0,8	-0,1	-0,1	.
– costruzioni	0,0	0,8	.	-0,4	0,1	0,1	0,5	1,1	-0,3	-0,0	0,3	0,4	.
Servizi ³⁾	0,9	1,4	.	0,3	0,3	0,5	0,3	0,4	0,4	0,4	0,2	0,4	.
Tassi di disoccupazione ⁴⁾													
Totale	8,7	8,9	8,6	8,7	8,8	8,9	8,9	8,9	8,8	8,8	8,6	8,4	8,3
Meno di 25 anni	17,6	17,9	17,7	17,6	18,1	17,9	18,1	17,9	18,0	18,3	17,6	17,2	17,5
25 anni e oltre	7,5	7,6	7,3	7,5	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,5	7,4	7,2	7,1

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Comprende anche pesca, caccia e silvicoltura.

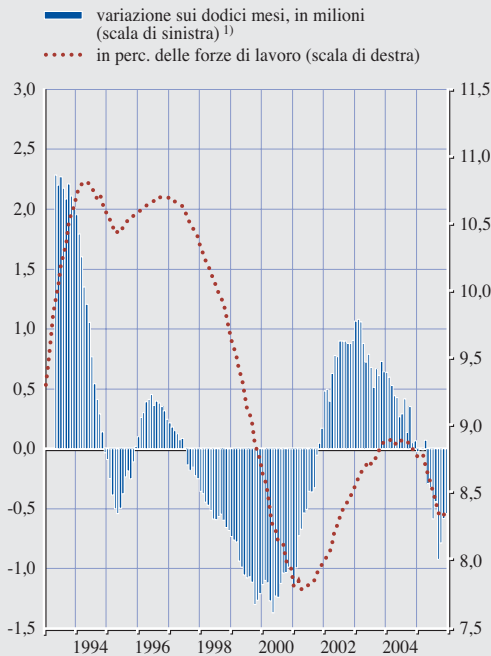
2) Comprende attività manifatturiere, minerarie ed estrattive, costruzioni e forniture di elettricità, gas e acqua.

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

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

Figura 30 Disoccupazione

(dati mensili destagionalizzati)

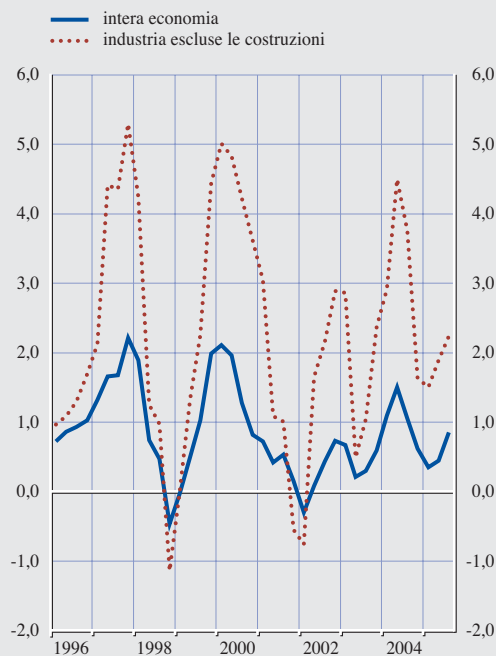


Fonti: Eurostat.

Nota: i dati si riferiscono a tutti i 12 paesi dell'area dell'euro.
1) Le variazioni sui dodici mesi non sono destagionalizzate.

Figura 31 Produttività del lavoro

(variazioni percentuali annue)



Fonte: Eurostat.

lavoro consentirà una significativa riduzione dei tassi di disoccupazione negli anni a venire, senza mettere a repentaglio la stabilità dei prezzi.

La crescita della produttività del lavoro è rimasta contenuta nel 2005 (cfr. figura 31), mantenendosi più elevata nel settore industriale (al netto delle costruzioni) rispetto all'economia nel suo insieme. Negli anni recenti, la produttività dell'area dell'euro ha registrato un andamento deludente, scendendo da oltre il 2 per cento negli anni novanta a poco più dell'1 per cento più di recente. Pur essendo in parte associato all'aumento dell'occupazione, tale calo riflette anche un insufficiente ricorso alle opportunità di innalzamento della produttività offerte dalle nuove tecnologie. La scomposizione della crescita della produttività degli anni recenti indica inoltre che essa risente della minore qualità del lavoro¹⁰. Evidenze empiriche

non definitive collegano la dinamica relativamente mediocre della produttività nei paesi dell'area dell'euro alla mancanza di concorrenza e alla legislazione per la tutela del lavoro¹¹. Questo risultato conferma la necessità di orientare le politiche sul capitale umano future verso l'innalzamento del livello d'istruzione e l'offerta di più formazione sul posto di lavoro. È inoltre chiara la necessità di adottare politiche economiche che stimolino l'innovazione e promuovano l'uso delle tecnologie che contribuiscono a innalzare la produttività.

10 Cfr. G. Schwerdt e J. Turunen, *Growth in euro area labour quality*, Working Paper della BCE, n. 575, gennaio 2006.

11 Cfr. G. Nicoletti e S. Scarpetta, *Regulation and economic performance: product market reforms and productivity in the OECD*, Working Paper del dipartimento economico dell'OCSE, n. 460, novembre 2005.

I PROGRESSI DELLE RIFORME STRUTTURALI DEI MERCATI DEL LAVORO E DEI BENI NELL'UNIONE EUROPEA

L'aumento della concorrenza, il rapido sviluppo tecnologico e l'invecchiamento della popolazione obbligano i paesi europei ad affrontare nuove sfide, che devono essere trasformate in opportunità. Per quanto riguarda i mercati del lavoro e dei beni, le sfide riguardano soprattutto la necessità di aumentare la flessibilità del mercato del lavoro, potenziare le competenze dei lavoratori, completare il mercato unico (anche nei servizi), promuovere l'innovazione e migliorare il contesto in cui operano le imprese. Tali obiettivi impongono l'attuazione di riforme strutturali che aumentino il potenziale di crescita economica dell'Europa, promuovano la creazione di posti di lavoro, facilitino gli aggiustamenti dell'economia e aumentino la resistenza agli shock.

In risposta a queste sfide, il Consiglio europeo di Bruxelles del 22 e 23 marzo 2005 ha deciso di rilanciare, insieme alla Commissione e agli Stati membri, la strategia di Lisbona – l'ambizioso programma di riforme introdotto nel marzo 2000 – incentrandola sulla crescita sostenibile e sull'occupazione¹. In questo contesto, e su proposta della Commissione, il Consiglio Eco-fin ha adottato nel 2005 gli *Orientamenti integrati per la crescita e l'occupazione*, che comprendono gli *Indirizzi di massima per le politiche economiche* e i nuovi orientamenti in materia di occupazione per il triennio 2005-08. Tali orientamenti auspicano, tra l'altro, l'attuazione di riforme strutturali che migliorino il funzionamento dei mercati del lavoro e dei beni nell'UE. Sulla base degli orientamenti integrati, gli Stati membri hanno predisposto dei Programmi nazionali di riforma (PNR) che fissano la strategia triennale per l'attuazione delle riforme a livello nazionale (cfr. la sezione 1 del capitolo 4). Nel luglio 2005, la Commissione ha adottato un Programma comunitario di Lisbona parallelo, che integra i programmi nazionali con iniziative da assumere a livello europeo.

Migliorare i mercati del lavoro è una delle principali priorità dei programmi nazionali. Con un numero di disoccupati ancora uguale a venti milioni di cittadini, l'Unione europea ha, a oggi, progredito molto lentamente verso l'aumento dei tassi di occupazione e la riduzione di quelli di disoccupazione. Anche se gli Stati membri hanno annunciato molte misure per migliorare il funzionamento del mercato del lavoro, il conseguimento degli obiettivi di occupazione fissati dalla Strategia di Lisbona sembra richiedere iniziative più urgenti. In particolare, è necessario aumentare i tassi di partecipazione e di occupazione delle donne, dei giovani con meno di 25 anni e dei lavoratori con oltre 55 anni di età. In questo contesto, nel 2005 le politiche di mercato del lavoro degli Stati membri hanno mirato prevalentemente a influire sull'offerta di lavoro, mediante incentivi all'ingresso nel mercato del lavoro. Le misure hanno riguardato soprattutto la tassazione del lavoro, le politiche attive del mercato del lavoro e i sussidi di disoccupazione e previdenziali. Nel settore della tassazione, si è mirato principalmente a ridurre l'onere fiscale sul lavoro in modo da ridurre il costo e stimolare l'occupazione. Per quanto riguarda invece le politiche attive, diversi paesi hanno riformato i servizi pubblici all'occupazione. Nell'area dei sussidi di disoccupazione e dei benefici previdenziali, sono state assunte diverse misure per assicurare interventi più mirati e rendere più rigorosi i controlli e le condizioni di accesso. Alcuni paesi dell'UE hanno a oggi riferito che l'apertura dei confini agli immigranti provenienti

¹ Cfr. l'articolo *La strategia di Lisbona cinque anni dopo* nel numero di luglio 2005 del Bollettino mensile della BCE.

dai nuovi Stati membri ha prodotto effetti complessivi positivi sui propri mercati del lavoro. Nel contempo, sono ancora poco numerose le riforme per la limitazione delle possibilità di prepensionamento.

È inoltre necessario migliorare il contesto in cui operano le imprese in termini di concorrenza e regolamentazione, per evitare che l'Europa perda terreno. La liberalizzazione dei mercati dei beni, dei servizi e dell'energia, compresi quelli dei servizi di rete non è ancora completa. In generale, nel 2005 si è registrata una ripresa del processo di miglioramento della regolamentazione a livello nazionale e comunitario. Nel settore dei servizi, l'attuazione della proposta di direttiva sui servizi nel mercato interno costituirebbe un importante progresso verso il completamento del mercato interno, anche se sono necessarie ulteriori iniziative per eliminare le barriere all'ingresso e assicurare un corretto funzionamento dei mercati, compreso quello dei servizi di rete.

Le riforme del mercato del lavoro e dei beni devono essere completate da misure che creino il giusto clima per lo sviluppo della conoscenza e l'innovazione. In termini di investimenti in R&S, tuttavia, l'UE è in ritardo rispetto ai suoi concorrenti internazionali. Gli investimenti in percentuale del PIL sono rimasti complessivamente invariati a circa l'1,9 per cento dal 2001, ben al di sotto dell'obiettivo di Lisbona del 3 per cento. Anche se i Programmi nazionali di molti Stati membri prevedono un significativo aumento nella spesa complessiva in R&S per il 2010, nel medio-lungo termine sono necessari maggiori sforzi per promuovere gli investimenti delle imprese private. È inoltre necessario accordare maggiore enfasi al settore dell'istruzione, per far sì che l'evoluzione della qualità del lavoro sia in linea con gli obiettivi della Strategia di Lisbona.

In sintesi, nel 2005 sono stati compiuti alcuni progressi nel campo delle riforme strutturali. Le misure di riforma avviate nel contesto di un rilancio della Strategia di Lisbona, come successivamente annunciate nel Programma comunitario di Lisbona e nei Programmi nazionali di riforma, rappresentano dei positivi passi in avanti nella giusta direzione. Partendo da questi programmi, è ora necessario imprimere un'ulteriore accelerazione al processo di riforma.

2.5 LA FINANZA PUBBLICA

L'ANDAMENTO DEI CONTI PUBBLICI NEL 2005 È STATO INSODDISFACENTE

L'andamento dei conti pubblici nell'area dell'euro per tutto il 2005 ha mostrato progressi molto limitati verso una posizione di finanze pubbliche solide. Stando agli ultimi dati disponibili negli aggiornamenti dei programmi di stabilità degli Stati membri, il disavanzo dell'area dell'euro è lievemente diminuito al 2,5 per cento del PIL, senza per questo evitare un ulteriore incremento del rapporto medio fra debito pubblico e PIL (cfr. tavola 5). Il risultato di bilancio stimato per il 2005 ha riflesso un orientamento piuttosto restrittivo della politica di

bilancio in un contesto di crescita economica moderata.

Diversi paesi non hanno raggiunto gli obiettivi di bilancio fissati negli aggiornamenti dei programmi di stabilità fra la fine del 2004 e la prima metà del 2005. I risultati attesi sono inferiori ai valori obiettivo in media di 0,2 punti percentuali del PIL, in parte per effetto della crescita economica più modesta delle attese, ma anche per la mancata realizzazione di alcune misure di risanamento e per sconfinamenti della spesa in alcuni paesi. Secondo le stime, le carenze sono particolarmente pronunciate in alcuni dei paesi con disavanzi già considerevoli. Il deterioramento delle posizioni di bilancio nel

Tavola 5 Posizioni di bilancio nell'area dell'euro

(in percentuale del PIL)

	Avanzo (+) o disavanzo (-) delle amministrazioni pubbliche			Dati dei programmi di stabilità per il 2005
	2002	2003	2004	
Area dell'euro	-2,5	-3,0	-2,7	-2,5
Belgio	0,0	0,1	0,0	0,0
Germania	-3,8	-4,1	-3,7	-3,3
Grecia	-4,9	-5,7	-6,6	-4,3
Spagna	-0,3	0,0	-0,1	1,0
Francia	-3,3	-4,1	-3,7	-3,0
Irlanda	-0,6	0,2	1,4	0,3
Italia	-2,7	-3,2	-3,2	-4,3
Lussemburgo	2,1	0,2	-1,2	-2,3
Paesi Bassi	-2,0	-3,2	-2,1	-1,2
Austria	-0,4	-1,2	-1,0	-1,9
Portogallo	-2,8	-2,9	-3,0	-6,0
Finlandia	4,3	2,5	2,1	1,8

	Debito lordo delle amministrazioni pubbliche			Dati dei programmi di stabilità per il 2005
	2002	2003	2004	
Area dell'euro	69,2	70,4	70,8	71,0
Belgio	105,8	100,4	96,2	94,3
Germania	61,2	64,8	66,4	67,5
Grecia	111,6	108,8	109,3	107,9
Spagna	53,2	49,4	46,9	43,1
Francia	58,8	63,2	65,1	65,8
Irlanda	32,4	31,5	29,8	28,0
Italia	108,3	106,8	106,5	108,5
Lussemburgo	6,8	6,7	6,6	6,4
Paesi Bassi	51,3	52,6	53,1	54,4
Austria	66,7	65,1	64,3	63,4
Portogallo	56,1	57,7	59,4	65,5
Finlandia	42,3	45,2	45,1	42,7

Fonti: Per il 2002-04, Commissione europea; per il 2005, programmi di stabilità aggiornati del 2005-06 ed elaborazioni della BCE.

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

2005 è altresì evidente nell'aumento del numero di paesi che hanno registrato rapporti disavanzo pubblico/PIL superiori al valore di riferimento pari al 3 per cento del PIL, rispetto a quelli che si trovavano in tale situazione in base ai precedenti aggiornamenti dei programmi di stabilità. Secondo le stime, i disavanzi di quattro paesi sono stati superiori al valore di riferimento (ossia Germania, Grecia, Italia e Portogallo), nonostante i programmi di stabilità ne avessero previsti solo due al di sopra di tale livello. Ad eccezione del Portogallo, dove si è fatto ricorso a misure temporanee significative per mantenere il disavanzo pari o inferiore al 3 per cento del PIL negli anni 2002-04, questi paesi hanno registrato disavanzi superiori al valore di riferimento per la maggior parte del periodo dall'in-

troduzione dell'euro nel 1999. Nel 2005 si prevede che la Germania abbia registrato un rapporto disavanzo/PIL del 3,3 per cento, mentre la Francia dovrebbe annunciare il 3,0 per cento. Il disavanzo tedesco, pertanto, è rimasto superiore al 3 per cento del PIL per il quarto anno consecutivo. A seguito delle sostanziali revisioni statistiche del 2004, è risultato evidente che in base ai criteri del SEC 95 la Grecia ha registrato disavanzi superiori al valore di riferimento dal 1997 e per il 2005 è previsto un livello di disavanzo pari al 4,3 per cento del PIL. Anche l'Italia nel 2005 ha superato il valore di riferimento con un margine significativo, dal momento che il rapporto disavanzo/PIL è stimato al 4,3 per cento del PIL. Il Portogallo ha praticamente raddoppiato il disavanzo rispetto

al 2004, raggiungendo il 6,0 per cento del PIL dopo che sono terminate le considerevoli misure temporanee di politica economica.

Il risultato di bilancio per l'area dell'euro nel suo complesso ha mostrato un orientamento in qualche misura restrittivo della politica di bilancio. La crescita stimata del PIL in termini reali è stata inferiore a quella potenziale, determinando un impatto negativo del ciclo economico sull'andamento dei conti pubblici. I pagamenti degli interessi sono rimasti stabili, per effetto di tassi di interesse bassi in termini storici e di un contesto finanziario favorevole.

Sebbene le necessità di risanamento variassero ampiamente nell'area dell'euro, con bilanci pubblici corretti per gli effetti del ciclo dei singoli paesi che, secondo le stime, vanno da un avanzo del 2,5 per cento circa del PIL a un disavanzo del 5 per cento circa, i miglioramenti strutturali delle posizioni di finanza pubblica hanno continuato in numerosi paesi a non raggiungere il livello richiesto. Le misure temporanee e gli effetti *una tantum* intesi a ridurre il disavanzo distorcono il quadro della situazione, anche se in misura minore rispetto agli anni passati, e, per definizione, non hanno comportato miglioramenti duraturi. Per l'area dell'euro nel suo complesso, sia la spesa sia le entrate pubbliche dovrebbero essere lievemente aumentate in percentuale rispetto al PIL. Nel 2005 i tagli alle imposte dirette e ai contributi sociali hanno sostanzialmente compensato il modesto grado di contenimento della spesa e gli aumenti delle imposte indirette.

Si prevede che il rapporto debito pubblico/PIL dell'area dell'euro sia aumentato per il terzo anno consecutivo, collocandosi al 71,0 per cento del PIL. Tale aumento è stato determinato da un basso rapporto tra l'avanzo primario e il PIL, dal fatto che la crescita economica è stata inferiore al tasso di interesse medio implicito sul debito pubblico e, in taluni casi, dai raccordi tra stock e flussi. La maggioranza dei paesi dell'area dell'euro ha registrato un rapporto debito pubblico/PIL superiore al valore di riferimento del 60 per cento del PIL. In molti casi, esso ha continuato a salire. L'Italia, con un rapporto debito pubblico/PIL su un livello stimato pari al 108,5 per cento del PIL, ha conseguito il rapporto più elevato dell'area dell'euro. Il rapporto debito/PIL della Grecia è diminuito solo marginalmente, con il debito che è rimasto oltre il 100 per cento del PIL nel 2005. Si prevede che gli altri tre paesi che superano il valore di riferimento del 60 per cento del PIL (ovvero Germania, Francia e Portogallo) non abbiano ridotto i loro rapporti fra debito pubblico e PIL. Mentre il Belgio, secondo le stime, avrebbe registrato nuovamente un pareggio di bilancio nel 2005, in parte per effetto di misure temporanee, la riduzione del suo rapporto debito/PIL è calata considerevolmente a causa di raccordi disavanzo-debito consistenti. Il protrarsi di squilibri di bilancio significativi e la dinamica avversa del debito nell'area dell'euro si sono altresì riflessi nel volume delle emissioni di titoli di debito delle amministrazioni pubbliche (cfr. riquadro 7).

Riquadro 7

ANDAMENTO DELL'EMISSIONE DI TITOLI PUBBLICI NELL'AREA DELL'EURO

L'emissione di titoli di debito delle amministrazioni pubbliche ha continuato a essere sostenuta nel 2005, in quanto è aumentato il fabbisogno finanziario dei governi per sostenere i disavanzi di bilancio. Nel 1999, quando ha avuto inizio la Terza fase dell'UEM, la maggior parte dei paesi dell'area dell'euro aveva raggiunto squilibri di bilancio solo modesti o addirittura avanzi e, quindi, la necessità di contrarre prestiti era contenuta. Tuttavia, a partire dal 2000 le posizioni di bilancio hanno cominciato a deteriorarsi, in parte a seguito del peggioramento delle condizioni economiche, e pertanto il fabbisogno lordo dei paesi dell'area è aumentato. Questo

Tavola A Tasso di crescita annuale dei titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro

(variazioni percentuali; dati di fine periodo)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Totale delle amministrazioni pubbliche	4,3	3,6	2,5	2,7	4,1	4,7	5,0	4,1
<i>A lungo termine</i>	6,3	5,7	3,3	2,2	2,9	3,9	5,7	4,8
a tasso fisso			5,1	5,2	3,9	5,0	6,1	4,7
a tasso variabile			-4,0	-16,2	-9,4	-5,5	5,1	9,3
<i>A breve termine</i>	-10,5	-16,0	-7,1	8,8	19,1	13,4	-1,3	-3,3

Fonte: BCE.

andamento si riflette sia nell'aumento del rapporto fra debito pubblico e PIL sia nel tasso di crescita annuale dei titoli di debito emessi dal settore delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro. Quest'ultimo tasso si è collocato a circa il 4,5 per cento, in media, negli ultimi quattro anni (cfr. tavola A).

L'analisi della struttura dei titoli di debito delle amministrazioni pubbliche in essere rivela che l'emissione di titoli di Stato è effettuata prevalentemente dalle amministrazioni centrali, che hanno inciso per il 93,8 per cento sulle consistenze di titoli di debito nel dicembre del 2005, con le altre amministrazioni pubbliche responsabili del rimanente 6,2 per cento. Nondimeno, l'attività di queste ultime sta aumentando: fra il 1998 e il 2005 la quota di titoli di debito emessi dalle amministrazioni centrali è andata costantemente calando, mentre quella dei titoli emessi dalle altre amministrazioni pubbliche è raddoppiata (cfr. tavola B).

I paesi hanno continuato ad avere un orientamento di lungo termine nella gestione del debito. Un importante fattore che rende più attraente l'emissione da parte dei governi di titoli di debito a lungo termine è stato il basso livello dei tassi di interesse. Di fatto, il debito a lungo termine rappresentava circa il 92,3 per cento dei titoli di debito in essere alla fine del 2005, mentre la quota di titoli di debito a breve termine era pari solo al 7,7 per cento. Ciò è in linea anche con il tasso di crescita negativo dei titoli a breve nel 2005. Il tasso di crescita annuale dei titoli di debito a lungo termine è sceso al 4,8 per cento nel 2005, dal 5,7 per cento del 2004.

La tavola B indica che i titoli di debito delle amministrazioni pubbliche a lungo termine sono stati emessi in larga maggioranza a tasso fisso. Nel tempo la quota di obbligazioni a tasso

Tavola B Struttura delle consistenze di titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche dei paesi dell'area dell'euro

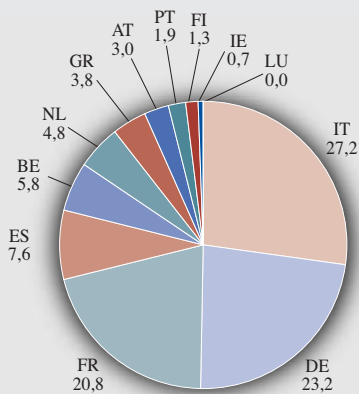
(variazioni percentuali del totale dei titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche; dati di fine periodo)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Amministrazioni centrali	96,9	96,9	96,7	96,3	95,4	94,7	94,3	93,8
<i>Titoli a lungo termine</i>	87,5	89,3	89,8	89,0	87,2	85,8	86,0	86,2
<i>Titoli a breve termine</i>	9,4	7,6	6,9	7,2	8,2	8,9	8,3	7,6
Altre amministrazioni pubbliche	3,1	3,1	3,3	3,7	4,6	5,3	5,7	6,2
<i>Titoli a lungo termine</i>	3,0	3,0	3,2	3,6	4,5	5,2	5,6	6,1
<i>Titoli a breve termine</i>	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Totale delle amministrazioni pubbliche								
<i>A lungo termine</i>	90,5	92,3	93,0	92,6	91,7	91,1	91,6	92,3
a tasso fisso	75,9	79,2	81,1	82,5	82,0	82,2	82,8	83,4
a tasso variabile	11,9	10,6	10,0	8,8	8,1	7,6	7,7	7,9
<i>A breve termine</i>	9,5	7,7	7,0	7,4	8,3	8,9	8,4	7,7
Totale delle amministrazioni pubbliche in miliardi di euro	3.314,6	3.450,7	3.547,6	3.765,7	3.940,2	4.142,0	4.370,5	4.588,3

Fonte: BCE.

Figura A Titoli di debito pubblico in essere nell'area dell'euro nel 2005 suddivisi per paese emittente

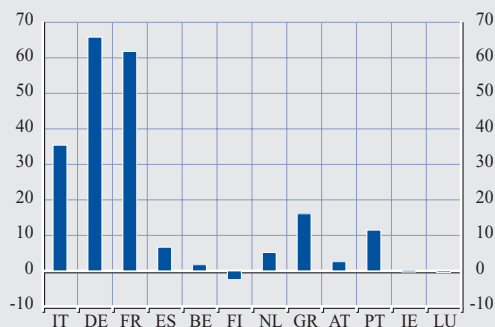
(in percentuale; dati di fine periodo)



Fonte: BCE.

Figura B Emissioni nette di titoli di debito pubblico nel 2005 suddivise per paese emittente

(in miliardi di euro; medie nel periodo)



Fonte: BCE.

variabile è considerevolmente diminuita, dall'11,9 per cento del 1998 al 7,9 del dicembre del 2005. All'origine di questo andamento vi è stato, verso la fine degli anni novanta, il graduale calo, in un contesto di stabilità dei prezzi, del premio a termine sulle emissioni a lunga scadenza a tasso fisso corrisposto dalle amministrazioni pubbliche di alcuni paesi. Ciò nonostante, la quota di titoli di debito a tasso variabile è lievemente aumentata nel 2005, al 7,9 per cento dal 7,7 del 2004. L'unico paese in cui la quota di titoli di debito a tasso variabile è significativamente superiore alla media dell'area dell'euro è l'Italia (21 per cento), ancorché questa quota sia sensibilmente diminuita dal 1998. Nell'area dell'euro il tasso di crescita dei titoli a tasso variabile è aumentato al 9,3 per cento nel 2005, rispecchiando l'andamento dell'emissione di titoli da parte di altri segmenti del mercato come le IFM (cfr. la sezione 2.2 di questo capitolo). Questo aumento potrebbe essere correlato al fatto che i titoli a tasso variabile sono stati positivamente influenzati dai livelli estremamente bassi dei tassi di interesse a breve termine (cfr. tavola A).

Nel complesso, i recenti andamenti della struttura di finanziamento pubblico riflettono una strategia di gestione del debito che corrisponde all'evoluzione favorevole delle condizioni dei mercati finanziari grazie a politiche economiche più orientate alla stabilità nell'ultimo decennio. Il vantaggio più visibile per la popolazione è la percentuale significativamente inferiore del bilancio pubblico spesa per il pagamento degli interessi.

Quanto alle consistenze totali del debito delle amministrazioni pubbliche in essere nel dicembre 2005, l'Italia è di gran lunga l'emittente più importante, con il 27,2 per cento del valore complessivo dell'area dell'euro (cfr. figura A). Seguono Germania e Francia rispettivamente con il 23,2 e il 20,8 per cento. Le amministrazioni di questi tre paesi da sole rappresentano oltre i due terzi dell'intero debito pubblico dell'area dell'euro. Raffrontando gli importi di emissione netta nel 2005, la Germania detiene la maggiore quota con 65,8 miliardi di euro. Francia e Italia seguono rispettivamente con 61,8 e 35,4 miliardi (cfr. figura B).

PROSPETTIVE PER LE FINANZE PUBBLICHE NEL 2006

Gli ultimi aggiornamenti dei programmi di stabilità suggeriscono che gli obiettivi contengono progressi di risanamento che sono, nella maggior parte dei casi, in linea con il nuovo PSC. Tuttavia, come negli anni precedenti, molti governi non hanno programmi sufficientemente concreti e credibili per affrontare in maniera radicale gli squilibri di bilancio. Si può osservare un certo grado di contenimento della spesa nelle intenzioni, ma si prevede che ciò sia compensato da sgravi fiscali, con il risultato che le uscite e le entrate pubbliche diminuirebbero di pari passo. Di conseguenza, si deve temere che, ancora una volta, la maggior parte dei paesi consegua risultati troppo modesti nel contenere i disavanzi di bilancio e non realizzerà neanche profonde riforme strutturali. Per il 2006 i programmi di stabilità indicano una moderata flessione di 0,2 punti percentuali del disavanzo medio dell'area dell'euro, al 2,3 per cento del PIL, mentre l'economia sarebbe destinata a crescere su livelli prossimi a quelli potenziali. In tali circostanze, il ciclo economico eserciterebbe un effetto neutro sull'andamento dei bilanci pubblici nel 2006 e il pagamento degli interessi dovrebbe diminuire lievemente a livello dell'area dell'euro. Il rapporto debito pubblico/PIL medio rimarrebbe sostanzialmente stabile su un livello prossimo al 71 per cento del PIL.

Dei paesi con disavanzo eccessivo, la Grecia mira a portare il disavanzo al di sotto della soglia del 3 per cento nel 2006, mentre Germania e Italia programmano di riuscirci solo nel 2007 e il Portogallo prevede di correggere il disavanzo eccessivo nel 2008. Mentre questi paesi, insieme alla Francia, progettano di raggiungere posizioni di bilancio in linea con i propri obiettivi di medio termine oltre l'orizzonte previsivo dei programmi, gli altri paesi prevedono di conseguire tali obiettivi entro il 2008.

LA POLITICA DI BILANCIO HA BISOGNO DI UNA SVOLTA STRATEGICA

Gli andamenti passati e in prospettiva dei conti pubblici, registrati dalla Commissione europea

e delineati negli aggiornamenti dei programmi di stabilità, pongono molte sfide difficili.

In primo luogo, si dovrebbe accordare la priorità al risanamento dei bilanci. Il numero dei paesi con gravi squilibri di bilancio è particolarmente preoccupante. Le prospettive di crescita in via di miglioramento offrono ai paesi una buona opportunità di compiere progressi in direzione della correzione dei disavanzi eccessivi e del conseguimento di solide finanze pubbliche. Ciò nonostante, senza misure aggiuntive, numerosi paesi potrebbero non essere all'altezza dei propri impegni di risanamento. Questa eventualità va evitata, soprattutto per conferire nuovamente credibilità al Patto di stabilità e crescita modificato. Il contesto europeo delle finanze pubbliche è un pilastro essenziale dell'UEM che ancora saldamente le aspettative di disciplina di bilancio e, pertanto, contribuisce alla crescita, alla stabilità e alla coesione nell'area dell'euro.

In secondo luogo, in linea con le considerazioni economiche, il nuovo Patto pone molta enfasi sul risanamento durevole dei saldi di bilancio, anziché su misure temporanee e *una tantum* intese a migliorare la situazione dei conti pubblici. Sarebbe quindi accolta con grande favore una diminuzione del ricorso a tali misure, come prospettato da alcuni governi. È evidente che le misure temporanee possono ritardare gli sforzi di risanamento richiesti per affrontare le sfide di bilancio strutturali cui molti paesi dell'area sono confrontati. Inoltre, i vantaggi di breve periodo di tali misure possono determinare un ulteriore peggioramento dei conti in futuro. Ciò può implicare un più elevato onere fiscale sulle generazioni future.

In terzo luogo, per sostenere la crescita e l'occupazione, la maggior parte dei paesi dell'area dell'euro necessita di una strategia di riforme profonde. Di tali riforme deve far parte il perseguimento del risanamento delle finanze pubbliche. Dal momento che molti paesi intendono ridurre i tassi effettivi di imposizione sui redditi da lavoro e da capitale come parte di tale strategia, il controllo della spesa pubblica risulta

essenziale. Le riforme strutturali della spesa sono indispensabili per una finanza pubblica sana in grado di promuovere la crescita. Al fine di favorire gli investimenti, l'innovazione e l'occupazione, la spesa deve essere orientata a fini produttivi. Nel contempo i relativi meccanismi di controllo potrebbero aver bisogno di un rafforzamento per evitare sconfinamenti, che spesso comportano una correzione al rialzo degli obiettivi di disavanzo di bilancio. In molti casi sarà anche essenziale rivedere gli impegni di governo, con l'obiettivo di accrescere la qualità della spesa pubblica. Ciò consentirà ai paesi di conseguire conti pubblici in salute, finanziando al contempo in misura adeguata le principali funzioni del settore pubblico.

2.6 I TASSI DI CAMBIO E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

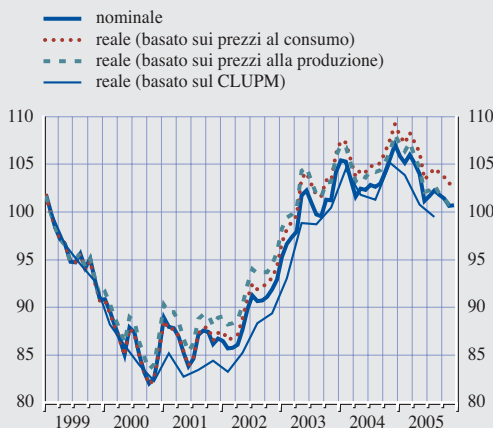
L'EURO SI È DEPREZZATO NEL 2005

Dopo il forte apprezzamento negli ultimi tre mesi del 2004, nella prima metà del 2005 l'euro si è indebolito. Il deprezzamento è stato abbastanza generalizzato, ma più pronunciato nei confronti del dollaro statunitense e di varie divise asiatiche ancorate, formalmente o di fatto, al dollaro. Nella seconda parte dell'anno, mentre la moneta unica recuperava il terreno precedentemente perduto sullo yen giapponese, le oscillazioni nella maggior parte degli altri rapporti bilaterali di cambio dell'euro si sono mantenute relativamente modeste. Di conseguenza, a fine 2005 l'euro si è collocato in termini effettivi nominali su un livello inferiore di circa il 6 per cento rispetto all'inizio dell'anno (cfr. figura 32).

Dopo aver raggiunto alla fine del 2004 il livello massimo dalla sua introduzione nel 1999, sia in termini effettivi nominali sia nei confronti del dollaro statunitense, l'euro ha iniziato a indebolirsi in presenza di una mutata valutazione del mercato circa le determinanti dei tassi di cambio. Ciò ha coinciso con l'intensificarsi dei segnali di miglioramento dell'attività economica sia negli Stati Uniti sia in Giappone, mentre le prospettive per l'area dell'euro continua-

Figura 32 Tassi di cambio effettivi dell'euro nominali e reali¹⁾

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



Fonte: BCE.

1) Un aumento degli indici TCE-23 rappresenta un apprezzamento dell'euro. Le ultime osservazioni relative ai dati mensili si riferiscono a dicembre 2005 (al 3° trimestre 2005 per il TCE-23 reale basato sul CLUPM; quest'ultimo dato è parzialmente basato su stime).

vano ad essere prevalentemente percepite come modeste. In particolare, nel caso degli Stati Uniti, l'effetto congiunto delle notizie di un'attività economica vivace e dei segnali di aumento delle spinte inflazionistiche, avrebbe spostato l'attenzione degli operatori dall'ampio e persistente disavanzo di conto corrente verso le aspettative di innalzamento dei tassi di interesse nel paese, sostenendo di conseguenza il dollaro. Il processo ha subito solo una breve battuta di arresto tra la metà di febbraio e gli inizi di marzo 2005, quando la moneta statunitense ha subito alcune pressioni temporanee in presenza di speculazioni circa la possibile diversificazione per valuta delle riserve ufficiali da parte di alcune banche centrali. A partire dalla metà di marzo, tuttavia, il clima di fiducia del mercato è migliorato nei confronti del dollaro mentre è diventato più negativo riguardo all'euro. Questi sviluppi si sono ulteriormente accentuati agli inizi di giugno, dopo l'esito negativo dei referendum sul trattato sulla Costituzione europea indetti in Francia e nei Paesi Bassi. La flessione generalizzata del valore esterno dell'euro tra la metà di marzo e la fine di luglio è stata solo in parte compensata dall'apprezzamento

della moneta unica nei confronti delle valute dei quattro principali nuovi Stati membri dell'UE. Un calo temporaneo della propensione al rischio a livello mondiale sembra avere influito sulle decisioni di investimento nell'Europa centrale e orientale, soprattutto tra la metà di marzo e gli inizi di giugno, traducendosi in una debolezza piuttosto generalizzata delle divise della regione.

Nella seconda metà del 2005 i mercati valutari hanno continuato a essere prevalentemente influenzati da fattori ciclici, mentre quelli strutturali sono rimasti in secondo piano. In particolare, l'ampliarsi del differenziale di tasso di interesse a favore degli Stati Uniti rispetto alle altre principali economie avrebbe continuato a sostenere il dollaro. Quest'ultimo è stato rafforzato anche dai flussi di capitali da parte di società statunitensi connessi con l'*Homeland Investment Act*¹² e dalle notizie di una persistente vivacità nella domanda estera di attività statunitensi, che potrebbero aver attenuato i timori del mercato circa il finanziamento del disavanzo di conto corrente del paese. Tra luglio e la fine di dicembre 2005, tuttavia, i segnali di miglioramento del clima di fiducia delle imprese dell'area dell'euro hanno compensato il vigore del dollaro, con un conseguente deprezzamento solo marginale dell'euro rispetto alla valuta statunitense. Le più favorevoli prospettive economiche giapponesi non sarebbero state sufficienti a contrastare le spinte al ribasso sullo yen derivanti dal rincaro del petrolio e dall'ampliarsi del differenziale di rendimento fra il Giappone e le altre principali economie. Di conseguenza, nella seconda metà del 2005 lo yen ha subito un indebolimento generalizzato. Il 21 luglio la Cina ha abbandonato l'ancoraggio al dollaro statunitense per passare a un regime di cambio a fluttuazione controllata con riferimento a un paniere di valute. Tale passaggio è stato avvertito per lo più in Asia e non è parso avere effetti duraturi diretti sul tasso di cambio dell'euro.

Il 30 dicembre 2005 l'euro valeva 1,20 dollari statunitensi, un livello inferiore di circa l'11 per cento a quello di inizio anno. Nel 2005 la

moneta unica si è indebolita anche sulla sterlina britannica (del 3,9 per cento), la corona norvegese (del 2,5 per cento) e i dollari australiano e canadese (rispettivamente del 7,0 e 14,4 per cento). Ha perso terreno anche nei confronti di alcune valute dei nuovi Stati membri dell'UE, in particolare, dello zloty polacco (5,4 per cento) e della corona ceca (4,7 per cento). Nello stesso periodo, l'euro è rimasto pressoché invariato rispetto allo yen giapponese e al franco svizzero.

Il deprezzamento dell'euro sulle valute sopra indicate è stato solo in parte compensato dal suo moderato apprezzamento nei confronti del fiorino ungherese e, in misura più significativa, della corona svedese (5,1 per cento).

Nel mese di gennaio 2006 l'euro è risalito rispetto a gran parte delle valute principali, ma è ridisceso in febbraio. Nei primi due mesi del 2006 l'andamento dei tassi di cambio dell'euro sembra essere stato principalmente influenzato dalle aspettative dei mercati sul corso futuro della politica monetaria, in particolare nell'area dell'euro, negli Stati Uniti e in Giappone. Il 24 febbraio 2006 il livello effettivo nominale dell'euro risultava inferiore dello 0,3 per cento a quello dell'inizio dell'anno.

Nel 2005 anche il tasso di cambio effettivo reale dell'euro – calcolato con diversi indici di costo e di prezzo – si è indebolito, in linea con la flessione di quello effettivo nominale (cfr. figura 32). Nel quarto trimestre dell'anno, gli indici del tasso di cambio effettivo reale erano lievemente superiori al livello osservato nel primo trimestre del 1999 e vicini alla media degli ultimi dieci anni.

¹² Ai sensi dell'*Homeland Investment Act* le società statunitensi possono rimpatriare gli utili mantenuti all'estero assoggettandoli a un'aliquota fiscale agevolata durante i rispettivi esercizi finanziari.

L'AVANZO DI CONTO CORRENTE È DIMINUITO NEL 2005, SOPRATTUTTO PER EFFETTO DEL MAGGIORE COSTO DELLE IMPORTAZIONI DI PETROLIO

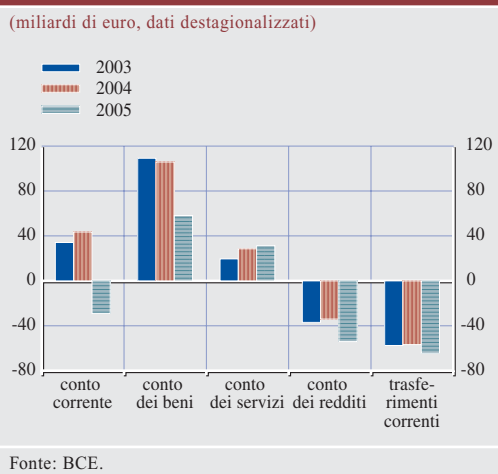
Nel 2005 il conto corrente dell'area dell'euro ha registrato un disavanzo di 29,0 miliardi di euro (corrispondenti a meno dello 0,4 per cento del PIL), da un avanzo di 43,5 miliardi nel 2004 (0,6 per cento del PIL). Il calo è in larga parte ascrivibile al deterioramento dell'avanzo dei beni e – in misura inferiore – del disavanzo dei redditi, a fronte di un saldo dei servizi e dei trasferimenti correnti sostanzialmente invariato (cfr. figura 33).

La scomposizione geografica del conto corrente dell'area dell'euro, aggiornata al terzo trimestre del 2005, rivela che la sensibile diminuzione dell'avanzo corrente cumulato nel periodo di dodici mesi fino a settembre va ricondotta in larga misura a un incremento del disavanzo petrolifero nei confronti dei paesi esportatori di greggio. Nello stesso periodo, l'avanzo con gli Stati Uniti è rimasto sostanzialmente invariato (a circa 41 miliardi di euro), mentre quello con altri Stati membri dell'UE è aumentato di 14 miliardi, per lo più a causa del maggiore avanzo nei confronti del Regno Unito.

Nel 2005 l'avanzo dei beni è sceso di 47,6 miliardi di euro poiché il valore delle importazioni è aumentato più di quello delle esportazioni. Rispetto al 2004, il ritmo di crescita in valore delle prime è lievemente aumentato mentre quello delle seconde è rimasto pressoché invariato. Il disavanzo dei redditi si è fortemente ampliato, soprattutto verso la fine dell'anno, di riflesso al maggiore incremento degli esborsi.

Gli andamenti delle esportazioni e delle importazioni di beni risultano più comprensibili analizzando la disaggregazione dei rispettivi valori in volumi e prezzi in base alle statistiche sul commercio estero dell'Eurostat aggiornate a novembre 2005. Per quanto riguarda le importazioni, il forte aumento in valore osservato nel 2005 è riconducibile soprattutto alla robusta crescita in valore delle importazioni di prodotti energetici, che ha rispecchiato in larga misura

Figura 33 Saldo di conto corrente e delle sue componenti



il rincaro del petrolio. Inoltre, in particolare nella seconda metà dell'anno, è aumentato il volume delle importazioni. L'accelerazione – che ha fatto seguito a un periodo di sostanziale stabilità nella prima parte del 2005 – è dovuta alla ripresa della domanda finale totale dell'area dell'euro, soprattutto nelle categorie di spesa ad alta intensità di importazioni quali gli investimenti e le esportazioni.

Con riferimento alle esportazioni di beni, sia i prezzi sia i volumi hanno contribuito alla loro crescita in valore nel 2005. L'aumento dei prezzi all'esportazione si spiega in parte con l'incremento dei costi connesso con il rincaro del petrolio, mentre quello dei volumi delle esportazioni è dovuto principalmente all'evoluzione della domanda estera dell'area dell'euro. Dopo la debolezza del primo trimestre, nel resto dell'anno la crescita di tale domanda si è intensificata notevolmente pur mantenendosi su ritmi inferiori rispetto all'anno precedente. In particolare, le esportazioni verso l'Asia (soprattutto la Cina) e i nuovi Stati membri dell'UE sono aumentate rapidamente, di riflesso al vigore dell'attività economica in queste regioni nel 2005. Le esportazioni dell'area dell'euro hanno inoltre tratto beneficio dal reimpiego dei proventi petroliferi da parte dei paesi esportatori (cfr. il riquadro 8). In termini di prodotti, le

esportazioni di beni di investimento hanno registrato i tassi di crescita più elevati, mentre quelli dei beni di consumo sono stati più contenuti. Per quanto concerne la competitività di prezzo, all'inizio dell'anno gli effetti ritardati dell'apprezzamento dell'euro hanno influito in senso

negativo sui volumi delle esportazioni. Tuttavia, il successivo indebolimento della moneta unica potrebbe aver favorito una crescita dei volumi esportati superiore a quella della domanda estera nel secondo e terzo trimestre del 2005.

Riquadro 8

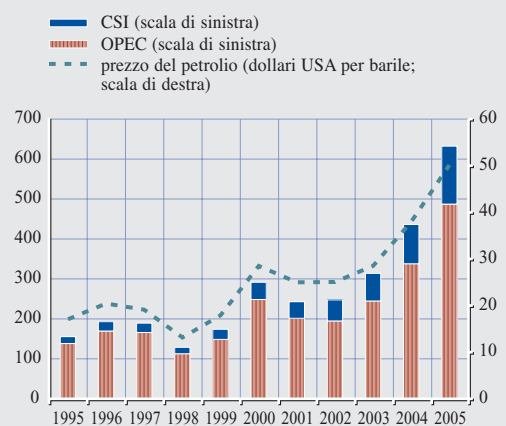
GLI EFFETTI DEL REIMPIEGO DEI PROVENTI PETROLIFERI

Gli aumenti dei prezzi del petrolio e i crescenti volumi di produzione hanno generato proventi dalle esportazioni petrolifere notevolmente più elevati per i paesi produttori a partire dal 2002. Questo riquadro prende in considerazione l'Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio (OPEC) e la Comunità di Stati indipendenti (CSI), che nell'insieme producono circa il 70 per cento del greggio scambiato a livello internazionale. Nel 2005 il valore stimato dei proventi petroliferi complessivi dell'OPEC e della CSI sarebbe salito a circa 630 miliardi di dollari statunitensi, dai 250 miliardi del 2002 (cfr. figura A). Il riquadro esamina gli effetti indiretti derivanti dalla crescita delle entrate petrolifere (il cosiddetto *oil-bill recycling*), concentrandosi in particolare sui due principali canali di trasmissione di tali entrate ai paesi importatori di petrolio: i mercati finanziari e l'interscambio commerciale.

Un possibile scenario connesso con la riallocazione della ricchezza dopo un periodo di prezzi petroliferi persistentemente elevati consiste nell'aumento dei depositi dei paesi esportatori di petrolio presso il sistema bancario internazionale e/o degli investimenti degli stessi in titoli azionari e strumenti di debito. Tradizionalmente, e in particolare dopo il secondo shock petrolifero agli inizi degli anni ottanta, le economie dell'OPEC hanno per lo più investito in attività e su mercati statunitensi e hanno utilizzato quasi esclusivamente il dollaro come valuta di denominazione per i loro depositi. Analogamente, al crescere delle quotazioni petrolifere, tra la metà del 1998 e la fine del 2000, le consistenze delle attività nette dei paesi dell'OPEC depositate presso le banche internazionali – che forniscono una misura del saldo dei fondi OPEC incanalati come depositi nel sistema bancario internazionale – è quasi raddoppiato, seppur con un lieve sfasamento temporale. Ciò non è avvenuto in occasione del più recente rialzo dei corsi del petrolio, in quanto il saldo delle attività dei paesi dell'OPEC nei confronti delle banche dichiaranti alla BRI è rimasto sostanzialmente invariato dal primo trimestre del 2001 (cfr. figura B)¹. Il profilo

Figura A Proventi da esportazioni petrolifere

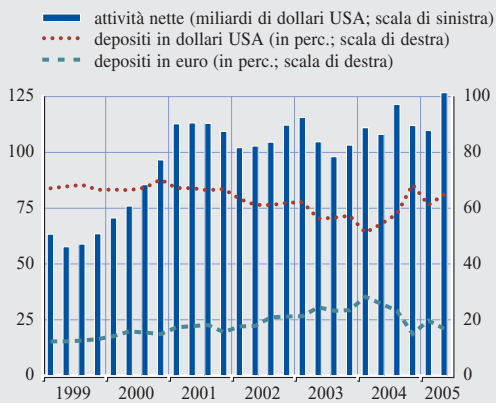
(in miliardi di dollari USA, salvo diversa indicazione)



Fonti: International Energy Agency e stime della BCE.

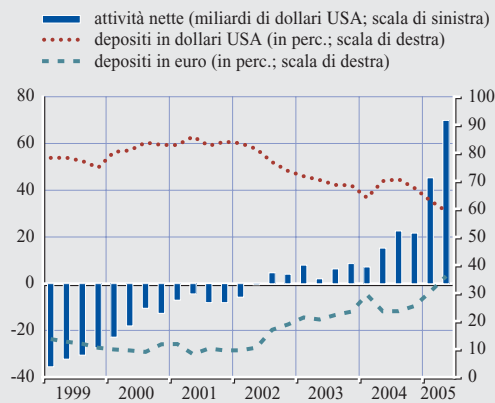
¹ Cfr. BRI, *Quarterly Review*, dicembre 2005, pagg. 25-27. Le attività nette, definite come la differenza tra le attività e le passività dell'OPEC nei confronti delle banche dichiaranti, forniscono una misura del saldo dei fondi incanalati nel sistema bancario internazionale.

Figura B Attività nette dei paesi dell'OPEC e quota per valuta sull'insieme dei loro depositi



Fonti: BRI ed elaborazioni della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre 2005.

Figura C Attività nette della Russia e quota per valuta sull'insieme dei suoi depositi



Fonti: BRI ed elaborazioni della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre 2005.

di investimento che emerge dall'osservazione della posizione patrimoniale delle banche potrebbe tuttavia non essere rappresentativo del quadro generale. Di fatto, se si considerano i flussi di capitali internazionali, il Tesoro degli Stati Uniti segnala che tra gennaio 2001 e settembre 2005 i titoli di Stato statunitensi nei portafogli dei paesi dell'OPEC sono aumentati del 92 per cento (da 28,5 a 54,6 miliardi di dollari). Inoltre, alcuni introiti petroliferi potrebbero essere stati investiti in tali titoli per il tramite di mercati *offshore*.

La composizione per valuta delle attività dei paesi esportatori di petrolio ha subito cambiamenti importanti. Tra gli inizi del 1999 e la fine del primo trimestre del 2004 la quota dei depositi dell'OPEC denominata in euro è progressivamente salita (dal 12 a oltre il 28 per cento), mentre quella denominata in dollari statunitensi è calata costantemente. Dal 2004, tuttavia, le economie dell'OPEC sono tornate gradualmente a privilegiare il dollaro quale valuta di deposito, nonostante l'apprezzamento relativamente robusto dell'euro osservato in quell'anno. L'incidenza dei depositi espressi in dollari statunitensi è passata da un minimo del 51 al 65 per cento tra la fine del primo trimestre del 2004 e quella del secondo trimestre del 2005; la quota dei depositi in euro ha subito un contestuale calo di proporzioni analoghe, sino al 17 per cento alla fine del secondo trimestre del 2005.

Le attività nette detenute dalla Russia, il principale produttore di petrolio della CSI e il maggiore esportatore mondiale non OPEC di petrolio, sono aumentate sensibilmente durante le più recenti fasi di rialzo delle quotazioni petrolifere. Inoltre, la loro composizione per valuta si è modificata (cfr. figura C). Dal 2002 la Russia è un creditore netto delle banche che inviano segnalazioni alla BRI. Tra la metà del 2002 e la fine del secondo trimestre del 2005, la quota di depositi in euro è più che triplicata (dall'11 al 36 per cento). Questo aumento piuttosto consistente negli ultimi tre anni riflette – in certa misura – anche il sensibile apprezzamento dell'euro sul dollaro statunitense e il crescente ricorso all'euro come valuta di riserva da parte delle autorità monetarie russe. Come viene spiegato più avanti, questo passaggio a un portafoglio di depositi più bilanciato in termini di composizione per valute potrebbe segnalare l'intenzione dei produttori

di petrolio di salvaguardare il proprio potere di acquisto in un momento in cui le importazioni dall'Europa e altri paesi sostituiscono quelle provenienti dagli Stati Uniti.

Il commercio internazionale costituisce il secondo potenziale canale di reimpiego dei maggiori ricavi petroliferi. Durante i primi due shock petroliferi degli anni settanta, i proventi dalle esportazioni di petrolio dei paesi dell'OPEC sono stati persistentemente più elevati della loro spesa totale per importazioni, dando origine ad avanzi commerciali "dipendenti dal petrolio". Tali avanzi sono diventati lievi disavanzi nella metà degli anni ottanta, quando il prezzo del petrolio ha subito un drastico calo riportandosi a circa 15 dollari al barile. Nel 2000, allorché i corsi hanno ripreso a salire rapidamente, il conto è tornato a evidenziare avanzi consistenti. Dal 2001 gli avanzi sono tuttavia stati relativamente modesti rispetto ai precedenti periodi di elevati corsi petroliferi, nonostante il forte incremento sia dei prezzi del petrolio sia dei volumi esportati. Ciò significa che i crescenti ricavi petroliferi dei paesi dell'OPEC hanno coinciso con un aumento delle loro importazioni. Una tendenza analoga può essere osservata nel caso della CSI. I disavanzi commerciali "dipendenti dal petrolio" sono diventati molto meno negativi dopo il forte rialzo delle quotazioni petrolifere nel 1999 e nel 2000. Tra il 2001 e il 2004, invece, all'aumento dei prezzi del petrolio ha fatto riscontro un peggioramento del saldo, a indicare che anche per la CSI, in quegli anni, le maggiori entrate petrolifere hanno coinciso con un aumento delle importazioni. Nella prima metà del 2005, tuttavia, il disavanzo commerciale "dipendente dal petrolio" della CSI è tornato a diminuire in misura significativa.

Tra il 2001 e il 2004 il valore medio nominale in dollari statunitensi delle importazioni totali dell'OPEC e della CSI è aumentato rispettivamente del 18 e del 21 per cento l'anno. La forte domanda dei paesi esportatori di petrolio sembra avere beneficiato l'area dell'euro: nel periodo, la crescita media annua delle importazioni dell'OPEC e della CSI dall'area è stata rispettivamente pari al 21 e al 26 per cento e ha determinato un aumento della quota di mercato dell'area dell'euro in entrambe le regioni (cfr. tavola). Anche i paesi asiatici escluso il Giappone sono riusciti ad accrescere il loro peso relativo sul totale delle importazioni dell'OPEC e della CSI. Tali cifre contrastano nettamente con quelle riferite agli Stati Uniti, la cui incidenza sul totale delle importazioni dei due gruppi di paesi è notevolmente calata nello stesso periodo. Nel 2005 l'area dell'euro ha continuato a beneficiare delle crescenti importazioni da parte dei paesi esportatori di petrolio. Nella prima metà dell'anno (gli ultimi dati disponibili) le importazioni dell'OPEC e della CSI erano superiori rispettivamente del 22 e del 25 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.

In generale, dal 1999 l'allocazione dei proventi petroliferi aggiuntivi dei paesi esportatori di petrolio e in particolare di quelli dell'OPEC ha mostrato andamenti differenziati. Nel periodo

Quote di mercato di alcune economie sulle importazioni dei paesi dell'OPEC e della CSI

(in percentuale delle importazioni totali)

	OPEC			CSI		
	1998	2001	2004	1998	2001	2004
Area dell'euro	26,0	24,8	26,7	32,0	31,6	33,2
Stati Uniti	15,4	12,5	8,9	7,0	6,5	3,7
Regno Unito	5,9	5,0	4,4	2,5	2,3	2,5
Asia, esclusi Giappone e Cina	9,8	10,7	12,3	2,8	2,5	3,1
Giappone	9,2	8,3	7,0	1,4	1,8	3,3
Cina	3,7	4,8	7,4	1,9	2,9	5,9

Fonti: FMI ed elaborazioni della BCE.

immediatamente successivo al consistente aumento dei prezzi petroliferi nel 1999, le economie dell'OPEC hanno depositato buona parte dei propri proventi presso banche internazionali mantenendo bassa la spesa per importazioni. Dal 2001 sia le economie dell'OPEC, sia i paesi della CSI hanno invece notevolmente accresciuto le importazioni. Di questo incremento avrebbe beneficiato l'area dell'euro. Di conseguenza, anche se gli elevati corsi del petrolio avrebbero dovuto deprimere l'attività economica dell'area, gli effetti indiretti connessi con il reimpiego dei proventi petroliferi hanno in una certa misura mitigato gli effetti negativi di primo impatto delle recenti impennate dei prezzi del petrolio.

DEFLUSSI NETTI PER L'INSIEME DI INVESTIMENTI DIRETTI E DI PORTAFOGLIO NEL 2005

Nel conto finanziario gli investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro hanno registrato nel loro insieme deflussi netti per 13 miliardi di euro, a fronte di afflussi netti per 24 miliardi nel 2004. L'aumento va ricondotto in larga misura ai maggiori flussi netti in entrata per investimenti di portafoglio in titoli azionari, che sono stati compensati dai flussi netti in uscita per investimenti diretti e dai minori afflussi netti per strumenti di debito (cfr. figura 34).

L'ampliarsi del disavanzo nel conto degli investimenti diretti durante il 2005 è ascrivibile alla crescita degli investimenti diretti esteri (IDE)

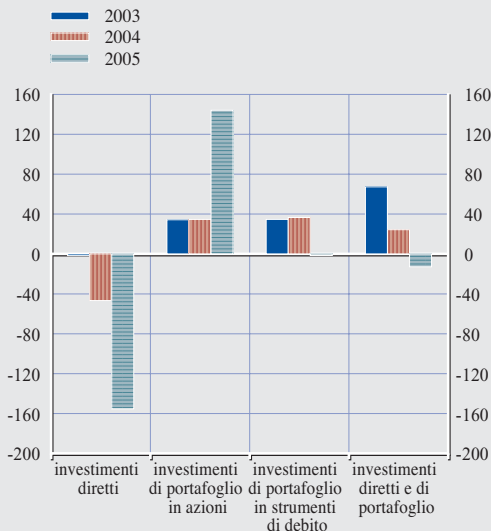
dell'area, principalmente sotto forma di azioni. Ciò potrebbe a sua volta in parte riflettere il rinnovato interesse delle società dell'area ad accrescere la loro competitività per il tramite di consociate estere, oltre che l'operazione straordinaria di ristrutturazione della Royal Dutch Shell. Nello stesso periodo gli afflussi per investimenti diretti esteri nell'area si sono stabilizzati sui bassi livelli del 2004. Le aspettative di una crescita economica più robusta nel resto del mondo che nell'area potrebbero essere alla base degli andamenti osservati.

I maggiori afflussi netti per investimenti di portafoglio sono da ricondurre all'incremento degli acquisti netti di titoli azionari dell'area da parte di non residenti, dovuto sia alle azioni acquistate nel contesto della ristrutturazione della Royal Dutch Shell, sia alle attese di rendimenti relativamente più elevati sui mercati azionari dell'area. Anche le indagini di mercato indicavano un accresciuto interesse degli investitori esteri verso i titoli azionari dell'area, i cui prezzi erano considerati più appetibili in termini relativi.

Nel 2005 sono aumentati sensibilmente i flussi, da e verso l'area, per strumenti di debito, soprattutto obbligazioni e notes. Il periodo è stato contraddistinto da due andamenti principali. Nella prima parte dell'anno gli afflussi netti per strumenti di debito dell'area sono cresciuti costantemente, fino a raggiungere un massimo agli inizi dell'estate. Nella seconda parte dell'anno vi è stata un'inversione di tendenza, con il passaggio da afflussi a deflussi netti, che potrebbe avere riflesso il fatto che, soprattutto nel corso dell'estate, i differenziali di rendimento fra titoli di Stato e notes statunitensi e corrispondenti

Figura 34 Conto finanziario dell'area dell'euro

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

titoli dell'area dell'euro sono diventati piuttosto consistenti.

In base ai flussi cumulati sui primi tre trimestri del 2005, i principali destinatari degli investimenti diretti dell'area dell'euro sono stati il Regno Unito e i nuovi Stati membri dell'UE. Questi ultimi sono stati anche i principali investitori nell'area durante lo stesso periodo. La scomposizione geografica degli investimenti di portafoglio mostra come, nei primi tre trimestri del 2005, essi si siano orientati soprattutto verso il Regno Unito e i centri *offshore*. Gli investitori dell'area hanno inoltre effettuato ingenti acquisti netti di obbligazioni e notes statunitensi, mentre sono risultati venditori netti di azioni e strumenti del mercato monetario degli Stati Uniti.

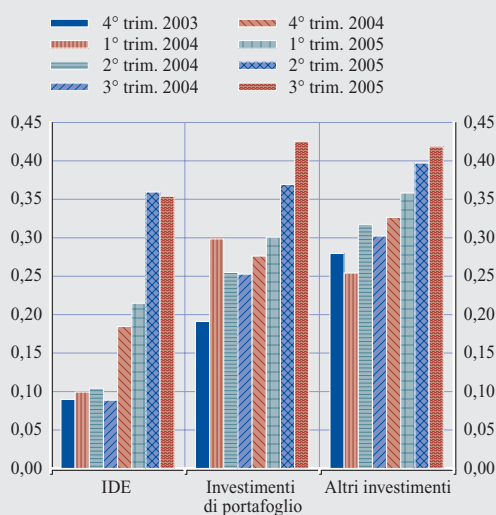
Nell'insieme, i nuovi Stati membri dell'UE hanno ricevuto livelli considerevoli di investimenti dall'area. Appare chiaramente evidente una tendenza positiva, indicativa del fatto che gli investitori dell'area potrebbero aver ritenuto tali paesi relativamente profittevoli e che il grado di integrazione finanziaria della regione con l'area dell'euro si è probabilmente rafforzato nel periodo (cfr. figura 35).

LA POSIZIONE PATRIMONIALE NETTA VERSO L'ESTERO È ULTERIORMENTE PEGGIORATA NEL 2005

Secondo le statistiche disponibili fino alla fine del terzo trimestre del 2005, la posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro nei confronti del resto del mondo registrava passività nette per 1.049 miliardi di euro (pari al 13,2 per cento del PIL dell'area), contro passività nette per 946 miliardi (12,4 per cento del PIL) alla fine del 2004 e 809 miliardi (11,0 per cento del PIL) alla fine del 2003 (cfr. figura 36). L'aumento nel 2005 va ricondotto in larga misura alla crescita (da 1.071 a 1.350 miliardi di euro) delle passività nette nel conto degli investimenti di portafoglio, che è stata in parte compensata dalle maggiori attività nette (salite da 89 a 224 miliardi) in quello degli investimenti diretti e dal calo (da 241 a 212 miliardi) delle passività nette nella categoria degli "Altri investimenti".

Figura 35 Deflussi finanziari dall'area dell'euro verso i nuovi Stati membri dell'UE

(in percentuale del PIL dei nuovi Stati membri, dati cumulati trimestrali)

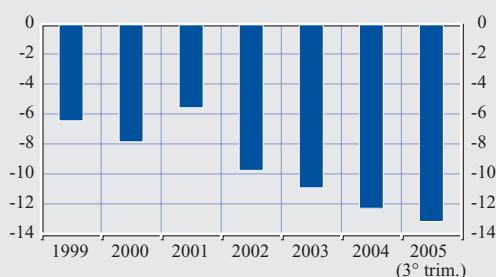


Fonte: BCE.

Alla fine del 2004, il 241 e il 212 per cento delle consistenze di investimenti diretti esteri dell'area e il 23 e il 35 per cento di quelle di investimenti di portafoglio erano riconducibili rispettivamente a investimenti nel Regno Unito e negli Stati Uniti, paesi che sono risultati anche i più importanti investitori diretti nell'area.

Figura 36 Posizione patrimoniale netta verso l'estero

(in percentuale del PIL)



Fonte: BCE.

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

ATTIVITÀ ECONOMICA

Nel 2005 la crescita del PIL negli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro è diminuita rispetto al 2004, pur rimanendo più vigorosa che nell'area (cfr. tavola 6). Come negli anni precedenti, la crescita del prodotto è stata più elevata negli Stati baltici, dove è stata superiore al 7 per cento, in Slovacchia e nella Repubblica Ceca, paesi che hanno entrambi registrato tassi di crescita del 6 per cento.

In gran parte dei paesi la crescita vigorosa della domanda interna è stata trainata da quella dei consumi privati, attestatasi su livelli elevati nel 2005, in particolare nella maggior parte dei nuovi Stati membri. La spesa delle famiglie è stata sospinta dalla cospicua crescita del reddito disponibile in termini reali, nonché da politiche di bilancio espansive e dall'aumento dei prezzi delle abitazioni in alcuni paesi. Inoltre, l'accelerazione del credito al settore privato in vari paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, soprattutto negli Stati baltici, ha accompagnato il costante incremento degli investimenti immobiliari e della spesa delle famiglie. La crescita dei consumi è stata debole nel 2005

a Malta (riflettendo una bassa crescita del reddito disponibile), in Polonia (per effetto del contenimento dei salari e del maggiore risparmio) e nel Regno Unito (a seguito dell'aumento dei tassi di interesse e del raffreddamento del mercato immobiliare residenziale). La domanda interna ha ricevuto ulteriore impulso dal protrarsi della crescita vigorosa degli investimenti in molti Stati membri non appartenenti all'area dell'euro, soprattutto negli Stati baltici, in Ungheria, a Malta, in Slovacchia e in Svezia. Alla crescita sostenuta degli investimenti hanno contribuito il basso livello dei tassi di interesse, il miglioramento del clima di fiducia delle imprese, un elevato grado di utilizzo del capitale e favorevoli prospettive di crescita della domanda; la crescita degli investimenti nei nuovi Stati membri è stata favorita anche da risorse finanziarie provenienti da fondi dell'UE.

Per quanto concerne la domanda estera, le esportazioni hanno costituito una delle principali determinanti della crescita del PIL in gran parte dei nuovi Stati membri, soprattutto negli Stati baltici, nella Repubblica Ceca, in Ungheria e in Polonia. Tuttavia, il contributo delle

Tavola 6 Crescita del PIL in termini reali negli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

	2001	2002	2003	2004	2005	2005 1° trim.	2005 2° trim.	2005 3° trim.	2005 4° trim.
Repubblica Ceca	2,6	1,5	3,2	4,4	6,0	5,3	5,8	6,0	6,7
Danimarca	0,7	0,5	0,7	1,9	3,4	0,3	4,7	4,8	3,7
Estonia	6,5	7,2	6,7	7,8	.	7,2	9,9	10,6	.
Cipro	4,1	2,1	1,9	3,9	3,8	3,9	3,6	4,0	3,6
Lettonia	8,0	6,5	7,2	8,5	10,2	7,3	11,4	11,4	10,5
Lituania	7,2	6,8	10,5	7,0	7,5	4,4	8,4	7,6	8,8
Ungheria	4,3	3,8	3,4	4,6	4,1	3,2	4,5	4,5	4,3
Malta	0,3	1,5	-2,5	-1,5	2,5	0,1	2,8	4,1	2,8
Polonia	1,1	1,4	3,8	5,3	3,2	3,6	1,2	3,4	.
Slovenia	2,7	3,5	2,7	4,2	3,9	2,8	5,4	3,6	3,7
Slovacchia	3,8	4,6	4,5	5,5	6,0	5,1	5,1	6,2	7,6
Svezia	1,1	2,0	1,7	3,7	2,7	1,1	3,3	3,5	2,9
Regno Unito	2,2	2,0	2,5	3,2	1,8	2,0	1,6	1,8	1,8
UE-10 ¹⁾	2,8	2,6	3,9	5,1	4,5	4,1	3,8	4,8	.
UE-13 ²⁾	2,1	2,0	2,5	3,5	2,5	2,2	2,4	2,7	2,5
Area dell'euro	1,9	0,9	0,7	2,1	1,3	0,6	1,9	1,4	1,3

Fonti: Eurostat; per la Lituania e la Slovenia, istituti nazionali di statistica per i tassi di crescita sul periodo corrispondente nel 2005 in questi due paesi.

Nota: i dati trimestrali non sono destagionalizzati, con le eccezioni di Repubblica Ceca (corretti per la stagionalità) e Regno Unito (corretti per la stagionalità e per il numero di giornate lavorative). Il tasso di crescita sul periodo corrispondente per la Repubblica Ceca nel 2005 è calcolato come media dei dati trimestrali.

1) L'aggregato UE-10 comprende i dieci paesi che hanno aderito all'UE il 1° maggio 2004.

2) L'aggregato UE-13 comprende i tredici paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro.

esportazioni nette alla crescita del PIL ha fatto registrare significative differenze fra i paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro ed è stato sostanzialmente neutrale per il gruppo nel suo insieme. La crescita sia delle esportazioni sia delle importazioni è rimasta nel 2005 piuttosto elevata nei nuovi Stati membri, a indicare che il consolidato processo di integrazione commerciale ha acquisito ulteriore impulso con la soppressione delle barriere commerciali, soprattutto sui prodotti alimentari, a seguito dell'adesione all'UE.

Nel 2005 la situazione del mercato del lavoro ha continuato a migliorare in gran parte degli Stati membri non appartenenti all'area dell'euro, soprattutto negli Stati baltici, in Polonia e in Slovacchia. Sebbene i tassi di disoccupazione siano scesi solo gradualmente, la crescita dell'occupazione si è rafforzata in misura significativa nei nuovi Stati membri, soprattutto nei paesi con i tassi di disoccupazione più elevati. In Polonia e Slovacchia il tasso di disoccupazione è rimasto particolarmente alto, pari a circa il doppio del livello fatto registrare nell'area dell'euro. A Cipro, in Danimarca e nel Regno Unito le condizioni del mercato del lavoro sono

state relativamente tese, in presenza di tassi di disoccupazione inferiori al 6 per cento.

I PREZZI

Nel 2005 l'inflazione misurata sulla base dello IAPC ha registrato i valori più bassi, inferiori alla media dell'area dell'euro, in Svezia, nella Repubblica Ceca, in Danimarca e nel Regno Unito. In gran parte degli altri paesi dell'UE non appartenenti all'area l'inflazione armonizzata è stata appena superiore alla media dell'area, mentre in Lettonia, Estonia e Ungheria è stata superiore al 3 per cento (cfr. tavola 7). Rispetto al 2004, nel 2005 la maggior parte dei nuovi Stati membri, ad eccezione degli Stati baltici, ha registrato tassi di inflazione (misurata sullo IAPC) inferiori, mentre Danimarca e Regno Unito, che partivano da livelli bassi, hanno registrato tassi di inflazione più elevati.

L'andamento dell'inflazione negli Stati membri non appartenenti all'area dell'euro è stato in parte determinato da fattori comuni. In numerosi nuovi Stati membri la diminuzione dell'inflazione nella prima metà del 2005 ha rispecchiato l'effetto base dovuto ai rincari del 2004 connessi con l'adesione all'UE. Inoltre, la forte concorrenza sembra aver esercitato pressioni al

Tavola 7 Inflazione misurata sullo IAPC negli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

	2001	2002	2003	2004	2005	2005	2005	2005	2005
						1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.
Repubblica Ceca	4,5	1,4	-0,1	2,6	1,6	1,4	1,2	1,6	2,2
Danimarca	2,3	2,4	2,0	0,9	1,7	1,1	1,6	2,2	2,0
Estonia	5,6	3,6	1,4	3,0	4,1	4,5	3,6	4,3	4,0
Cipro	2,0	2,8	4,0	1,9	2,0	2,5	2,1	1,7	1,9
Lettonia	2,5	2,0	2,9	6,2	6,9	6,7	6,7	6,7	7,5
Lituania	1,6	0,3	-1,1	1,2	2,7	3,1	2,4	2,2	3,0
Ungheria	9,1	5,2	4,7	6,8	3,5	3,5	3,6	3,5	3,2
Malta	2,5	2,6	1,9	2,7	2,5	2,3	2,2	2,1	3,5
Polonia	5,3	1,9	0,7	3,6	2,2	3,6	2,2	1,8	1,2
Slovenia	8,6	7,5	5,7	3,7	2,5	2,8	2,2	2,3	2,6
Slovacchia	7,2	3,5	8,4	7,5	2,8	2,8	2,6	2,2	3,7
Svezia	2,7	1,9	2,3	1,0	0,8	0,7	0,5	0,9	1,1
Regno Unito	1,2	1,3	1,4	1,3	2,0	1,7	1,9	2,4	2,1
UE-10 ¹⁾	5,7	2,6	1,9	4,1	2,5	3,2	2,4	2,2	2,2
UE-13 ²⁾	2,7	1,8	1,6	2,1	2,1	2,1	2,0	2,2	2,1
Area dell'euro	2,4	2,3	2,1	2,1	2,2	2,0	2,0	2,3	2,3

Fonte: Eurostat.

1) L'aggregato UE-10 comprende i dieci paesi che hanno aderito all'UE il 1° maggio 2004.

2) L'aggregato UE-13 comprende i tredici paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro.

ribasso sull'andamento dei prezzi in gran parte degli Stati membri non appartenenti all'area, in particolare nei settori dei beni industriali e dei prodotti alimentari. Al contrario, i rincari petroliferi hanno esercitato pressioni al rialzo sull'inflazione. Il loro preciso impatto, tuttavia, è stato diverso fra paesi, riflettendo in larga misura differenze nelle abitudini di consumo, nelle strutture di mercato e nell'intensità energetica della produzione. Inoltre, dal momento che in molti paesi UE non appartenenti all'area dell'euro i prezzi dei beni energetici sono in larga misura amministrati, la trasmissione dei rincari petroliferi all'inflazione potrebbe non essersi completata nel 2005. In alcuni nuovi Stati membri pressioni inflazionistiche sono altresì risultate dal prosieguo di una crescita sostenuta della domanda interna.

Anche l'andamento dei tassi di cambio e la loro trasmissione ritardata all'inflazione complessiva hanno influito sull'andamento dell'inflazione nel 2005. In vari paesi, in particolare nella Repubblica Ceca, in Ungheria, in Polonia e nella Slovacchia, l'apprezzamento della valuta ha avuto un effetto di contenimento dell'inflazione.

POLITICHE DI BILANCIO

Sulla base degli ultimi aggiornamenti dei Programmi di convergenza presentati alla fine del 2005 e agli inizi del 2006, il quadro generale delle politiche di bilancio negli Stati membri non appartenenti all'area dell'euro è stato eterogeneo nel 2005. Tre paesi non aderenti all'area dell'euro (Danimarca, Estonia e Svezia) hanno registrato avanzi di bilancio, mentre gli altri dieci hanno registrato disavanzi. I risultati di bilancio stimati per il 2005 sono stati sostanzialmente in linea o migliori rispetto agli obiettivi dei Programmi di convergenza, con l'eccezione della Repubblica Ceca, dell'Ungheria, di Malta e della Slovacchia. I saldi di bilancio delle amministrazioni pubbliche sono peggiorati in sei dei tredici Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro nel corso dell'anno (cfr. tavola 8), nonostante i Programmi di convergenza in alcuni casi contemplino stime relativamente prudenti. I peggioramenti si sono verificati nonostante i saldi di bilancio abbiano



beneficiato di un contesto economico favorevole, che in diversi paesi ha determinato entrate superiori alle attese.

Il contributo del ciclo economico al bilancio è stato per lo più positivo o neutrale. Nondimeno, gli unici paesi con un orientamento restrittivo della politica di bilancio sono stati la Danimarca, Cipro, Malta, la Polonia e il Regno Unito. A Cipro e in Ungheria le misure temporanee hanno avuto un effetto di contenimento del disavanzo, di oltre lo 0,5 per cento del PIL nel 2005. Al contrario, il disavanzo della Slovacchia è aumentato nel 2005 per effetto di spese *una tantum*.

La spesa ha registrato un andamento in linea con il profilo programmato. Come nel 2004, tuttavia, alcuni governi, fra cui quelli della Repubblica Ceca, dell'Estonia, della Lettonia, della Lituania e della Slovacchia, hanno utilizzato parte delle maggiori entrate per finanziare spese aggiuntive, anziché per migliorare i saldi di bilancio.

Il Consiglio Ecofin del 5 luglio 2004 ha stabilito la presenza di un disavanzo eccessivo in sei Stati membri non aderenti all'area dell'euro (Repubblica Ceca, Cipro, Ungheria, Malta, Polonia e Slovacchia). Di questi, Cipro ha

Tavola 8 Posizione di bilancio negli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e nell'area dell'euro

(in percentuale del PIL)

	Avanzo (+) / disavanzo (-) delle amministrazioni pubbliche			Dati dei programmi di convergenza per il 2005
	2002	2003	2004	
Repubblica Ceca	-6,8	-12,5	-3,0	-4,8
Danimarca	1,4	1,2	2,9	3,6
Estonia	1,5	2,5	1,7	0,3
Cipro	-4,5	-6,3	-4,1	-2,5
Lettonia	-2,3	-1,2	-0,9	-1,5
Lituania	-1,4	-1,2	-1,4	-1,5
Ungheria	-8,5	-6,5	-5,4	-6,1
Malta	-5,8	-10,4	-5,1	-3,9
Polonia	-3,3	-4,8	-3,9	-2,9
Slovenia	-2,7	-2,7	-2,1	-1,7
Slovacchia	-7,8	-3,8	-3,1	-4,1
Svezia	-0,3	0,2	1,6	1,6
Regno Unito	-1,7	-3,3	-3,2	-3,0
UE-10 ¹⁾	-4,8	-6,1	-3,6	-3,6
UE-13 ²⁾	-1,9	-3,1	-2,3	-2,2
Area dell'euro	-2,5	-3,0	-2,7	-2,5

	Debito lordo delle amministrazioni pubbliche			Dati dei programmi di convergenza per il 2005
	2002	2003	2004	
Repubblica Ceca	29,8	36,8	36,8	37,4
Danimarca	47,6	45,0	43,2	35,6
Estonia	5,8	6,0	5,5	4,6
Cipro	65,2	69,8	72,0	70,5
Lettonia	14,2	14,6	14,7	13,1
Lituania	22,4	21,4	19,6	19,2
Ungheria	55,5	57,4	57,4	57,7
Malta	63,2	72,8	75,9	76,7
Polonia	41,2	45,3	43,6	42,5
Slovenia	29,8	29,4	29,8	29,0
Slovacchia	43,7	43,1	42,5	33,7
Svezia	52,4	52,0	51,1	50,9
Regno Unito	38,2	39,7	41,5	43,3
UE-10 ¹⁾	39,9	43,3	42,6	41,5
UE-13 ²⁾	40,6	42,0	42,8	43,2
Area dell'euro	69,2	70,4	70,8	71,0

Fonti: Per il 2002-04, Commissione europea; per il 2005, programmi di convergenza aggiornati del 2005-06 e valutazioni della Commissione; elaborazioni della BCE.

Nota: i dati sono basati sulla definizione della procedura di disavanzo eccessivo. Le posizioni di bilancio (dati della Commissione) escludono gli introiti derivanti dalla vendita delle licenze UMTS. I dati includono i fondi pensione del secondo pilastro. Il loro effetto di miglioramento stimato, ove disponibile, è il seguente (in percentuale del PIL): Danimarca, 0,9 per cento sul saldo di bilancio; Ungheria, 1,3 per cento sul saldo e 3,8 per cento sul debito; Polonia, 1,8 per cento sul saldo e 5,4 per cento sul debito; Slovacchia, 0,8 per cento sul saldo e Svezia, 1,0 per cento sul saldo e 0,6 per cento sul debito.

1) L'aggregato UE-10 comprende i dieci paesi che hanno aderito all'UE il 1° maggio 2004.

2) L'aggregato UE-13 comprende i tredici paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro.

ridotto il disavanzo al di sotto del 3 per cento del PIL nel 2005, come richiesto dalla corrispondente decisione del Consiglio. Al contrario, sulla base dei più recenti aggiornamenti dei Programmi di convergenza, i disavanzi sono aumentati nella Repubblica Ceca, in Ungheria e nella Slovacchia (ancorché, nel caso della Slovacchia, per effetto della remissione di debiti *una tantum* in misura pari allo 0,8 per cento del

PIL). Cipro, Malta, e la Polonia hanno rispettato il criterio minimo di risanamento costituito da una variazione positiva del saldo di bilancio corretto per il ciclo pari almeno allo 0,5 per cento del PIL, al netto delle *una tantum* e di altre misure temporanee. L'Ungheria ha mostrato ancora uno sconfinamento significativo rispetto all'obiettivo di bilancio per il 2005, che è stato rivisto al rialzo dal 3,6 al 6,1 per

cento del PIL. Il Consiglio ha deciso due volte, ai sensi dell'articolo 104, paragrafo 8, del Trattato, che non è stata adottata dall'Ungheria nessuna azione efficace per correggere il disavanzo eccessivo (cfr. anche la sezione 1.1 del capitolo 4). Il Regno Unito ha registrato, per il terzo anno consecutivo, un rapporto disavanzo pubblico/PIL superiore al valore di riferimento del 3 per cento. Il 24 gennaio 2006 il Consiglio Eco-fin ha stabilito la presenza di un disavanzo eccessivo nel Regno Unito e ha raccomandato ai sensi dell'articolo 104, paragrafo 7, del Trattato, di correggere il disavanzo eccessivo quanto prima e al più tardi entro l'esercizio finanziario 2006/07.

Nel 2005 il rapporto debito pubblico/PIL di gran parte degli Stati membri non appartenenti all'UE si è attestato su livelli nettamente inferiori alla media dell'area. Solo Cipro e Malta hanno continuato a registrare valori del rapporto superiori a quello di riferimento (60 per cento del PIL). Tranne alcune eccezioni, il rapporto debito pubblico/PIL è diminuito negli Stati membri non aderenti all'area dell'euro, riflettendo anche differenziali favorevoli fra tasso di crescita economica e tassi di interesse e interventi di raccordo fra disavanzo e debito pubblico che si sono tradotti in una riduzione del debito¹³.

BILANCIA DEI PAGAMENTI

Il saldo complessivo del conto corrente e del conto capitale ha continuato a differenziarsi considerevolmente nel 2005 fra gli Stati membri non appartenenti all'area dell'euro (cfr. tavola 9). Mentre la Svezia e la Danimarca hanno registrato avanzi cospicui, il Regno Unito e i nuovi Stati membri dell'UE hanno registrato disavanzi. I disavanzi dell'Estonia, della Lettonia e di Malta sono rimasti molto elevati, su di un livello all'incirca pari o superiore al 10 per cento del PIL (benché in calo nei primi due paesi), mentre Cipro, la Lituania, l'Ungheria e la Slovacchia hanno registrato disavanzi di conto corrente e di conto capitale superiori al 5 per cento del PIL. La Repubblica Ceca, la Polonia, la Slovenia e il Regno Unito hanno

registrato disavanzi di conto corrente e di conto capitale più contenuti.

Sebbene un disavanzo elevato del conto corrente possa segnalare in alcuni paesi un rischio di sostenibilità della posizione sull'estero, esso è altresì, in qualche misura, una caratteristica normalmente presente nelle economie in via di convergenza, come quelle dei nuovi Stati membri, dove gli afflussi di capitale consentono di finanziare investimenti a elevato rendimento che non sarebbe stato possibile effettuare sulla base del solo risparmio interno. Benché gli squilibri sull'estero nella maggior parte di questi paesi traggano origine principalmente da disavanzi nel comparto commerciale, in diversi casi un'altra fonte importante è stata il disavanzo nel comparto dei redditi, spesso riconducibile al rimpatrio dei profitti di consociate di proprietà estera e, di conseguenza, a precedenti afflussi di IDE. L'andamento recente dei saldi di conto corrente andrebbe interpretato con una certa cautela, in quanto è stato influenzato da cambiamenti metodologici nella compilazione dei dati sull'interscambio commerciale introdotti in seguito all'adesione all'UE.

Nella maggioranza dei nuovi Stati membri dell'UE gli IDE, associati in parte a programmi di privatizzazione, hanno continuato a costituire un'importante fonte di finanziamento dall'estero. Per l'insieme di questi paesi gli afflussi netti di IDE sono lievemente aumentati nel 2005, rispetto al 2004 (cfr. tavola 9). In rapporto al prodotto, sono stati particolarmente cospicui in Estonia, in conseguenza soprattutto di una sola transazione di volume considerevole. Essi hanno anche continuato a essere alquanto sostenuti nella Repubblica Ceca e a Malta. Si sono registrati afflussi netti di IDE positivi in tutti i nuovi Stati membri eccetto la Slovenia, che ha registrato flussi netti di IDE pressoché in pareggio nel 2005. Per quanto riguarda gli altri Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, la Svezia e la Danimarca hanno

¹³ I dati relativi al debito per il 2005 tratti dai più recenti aggiornamenti dei Programmi di convergenza non sono strettamente confrontabili con quelli della Commissione europea per gli anni precedenti.

Tavola 9 Alcune voci della bilancia dei pagamenti

(in percentuale del PIL)

	Conto corrente e conto capitale: saldo				IDE: flussi netti				Investimenti di portafoglio: flussi netti			
	2002	2003	2004	2005 ¹⁾	2002	2003	2004	2005 ¹⁾	2002	2003	2004	2005 ¹⁾
Repubblica Ceca	-5,7	-6,3	-5,7	-3,3	11,2	2,1	3,6	7,6	-1,9	-1,4	2,2	-1,9
Danimarca	2,3	3,3	2,4	2,9	0,8	0,1	0,4	-1,1	0,1	-7,0	-6,0	-7,1
Estonia	-9,9	-11,6	-12,0	-10,8	2,2	8,4	6,9	21,8	2,1	1,9	6,5	-14,3
Cipro	-4,5	-2,4	-4,9	-6,5	5,7	3,0	3,0	4,3	-4,9	1,9	7,6	7,1
Lettonia	-6,4	-7,4	-11,9	-9,9	2,7	2,3	4,3	4,0	-2,2	-2,0	1,7	-0,8
Lituania	-4,7	-6,4	-6,4	-5,2	5,0	0,8	2,3	1,3	0,1	1,5	0,9	-0,3
Ungheria	-6,8	-8,7	-8,5	-7,2	4,1	0,6	3,5	2,8	2,6	3,6	6,8	6,7
Malta	0,5	-5,5	-8,7	-9,0	-10,4	8,6	8,1	9,9	-9,1	-33,5	-31,3	-25,7
Polonia	-2,5	-2,1	-3,8	-1,2	2,0	2,0	4,6	3,3	1,0	1,1	3,8	5,1
Slovenia	0,8	-1,0	-2,5	-1,1	6,5	-0,5	0,8	-0,3	-0,3	-0,9	-2,2	-2,9
Slovacchia	-7,6	-0,5	-3,1	-5,6	17,0	2,3	3,4	3,8	2,3	-1,7	2,2	-1,2
Svezia	5,0	7,4	8,2	7,3	0,5	-6,6	-3,8	-7,2	-4,5	-3,0	-6,9	0,8
Regno Unito	-1,5	-1,3	-1,8	-1,7	-1,7	-1,9	-0,9	4,9	4,8	5,4	-4,7	-5,6
UE-10 ²⁾	-4,2	-4,3	-5,3	-3,5	5,0	1,8	3,9	4,2	0,4	0,5	3,2	2,5
UE-13 ³⁾	-1,0	-0,6	-1,1	-0,8	-0,1	-1,6	-0,2	0,0	2,7	2,6	-3,5	-1,7
Area dell'euro	0,9	0,6	0,8	0,2	0,3	0,0	-0,6	-1,9	1,9	0,9	0,9	2,9

Fonte: BCE.

1) I dati per il 2005 sono calcolati come media dei quattro trimestri fino al terzo trimestre del 2005.

2) L'aggregato UE-10 comprende i dieci paesi che hanno aderito all'UE il 1° maggio 2004.

3) L'aggregato UE-13 comprende i tredici paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro.

registrato deflussi netti di IDE (nel caso della Svezia, di volume considerevole), mentre verso il Regno Unito si sono registrati afflussi netti. Benché gli afflussi netti di IDE abbiano costituito un'importante fonte di finanziamento per vari Stati membri non appartenenti all'area nel 2005, nella maggioranza dei casi tali afflussi non sono stati sufficienti a coprire il disavanzo complessivo del conto corrente e del conto capitale.

Nel 2004 e nel 2005 anche gli afflussi netti per investimenti di portafoglio hanno contribuito in misura rilevante al finanziamento del disavanzo di conto corrente a Cipro, in Ungheria e in Polonia, a fronte di volumi modesti negli anni precedenti. Questo andamento, dovuto principalmente ai più elevati afflussi netti nel comparto degli strumenti del debito (in alcuni casi riconducibili ai differenziali di rendimento), ha in parte riflesso anche la maggiore rilevanza degli acquisti di azioni. Anche a seguito dei finanziamenti costituiti da afflussi netti di investimenti di portafoglio e "altri investimenti", è altresì aumentato in alcuni paesi l'indebitamento estero in rapporto al PIL.

AEC II E TASSI DI CAMBIO

Nel 2005 quattro nuovi Stati membri dell'UE si sono aggiunti all'Estonia, alla Lituania, alla Slovenia e alla Danimarca e sono entrati a far parte dei nuovi Accordi europei di cambio (AEC II): Cipro, Malta e la Lettonia sono entrati negli AEC II il 2 maggio 2005 e la Slovacchia il 28 novembre 2005, tutti con una banda di oscillazione standard di ± 15 per cento rispetto alla parità centrale con l'euro. Prima dell'ingresso negli AEC II, i cambi della sterlina cipriota e del lat lettone erano già stati fissati unilateralmente all'euro. Mentre la sterlina cipriota era stata agganciata all'euro sin dall'avvio della moneta unica nel 1999, all'inizio del 2005 la Lettonia aveva sostituito l'ancoraggio ai Diritti speciali di prelievo – un'unità di conto, utilizzata in prevalenza dall'FMI, il cui valore viene determinato in base a un paniere di valute – con quello all'euro, mantenendo una banda di oscillazione di ± 1 per cento. Dopo l'ingresso negli AEC II le autorità lettoni hanno annunciato che avrebbero mantenuto il tasso di cambio del lat alla parità centrale con l'euro con una banda di oscillazione del ± 1 per cento. Malta, con l'ingresso nel meccanismo di cambio, ha abbandonato il paniere di valute di riferimento (che

Tavola 10 Andamenti negli AEC II

	Data di ingresso	Limite superiore	Parità centrale	Limite inferiore	Deviazione massima in perc.	
					verso l'alto	verso il basso
DKK	1.1.1999	7,62824	7,46038	7,29252	0,1	0,4
EEK	28.6.2004	17,9936	15,6466	13,2996	0,0	0,0
CYP	2.5.2005	0,673065	0,585274	0,497483	0,0	2,1
LVL	2.5.2005	0,808225	0,702804	0,597383	0,0	1,0
LTL	28.6.2004	3,97072	3,45280	2,93488	0,0	0,0
MTL	2.5.2005	0,493695	0,429300	0,364905	0,0	0,0
SIT	28.6.2004	275,586	239,640	203,694	0,2	0,1
SKK	28.11.2005	44,2233	38,4550	32,6868	0,0	3,2

Fonte: BCE.

Nota: una deviazione verso il basso (verso l'alto) corrisponde a un movimento verso il limite inferiore (superiore) di tasso e costituisce un rafforzamento (indebolimento) della valuta nei confronti dell'euro. Per le deviazioni massime indicate, i periodi di riferimento vanno dalla rispettiva data di ingresso negli AEC II al 24 febbraio 2006. Per la Danimarca, il periodo di riferimento va dal 1° gennaio 2004 al 24 febbraio 2006.

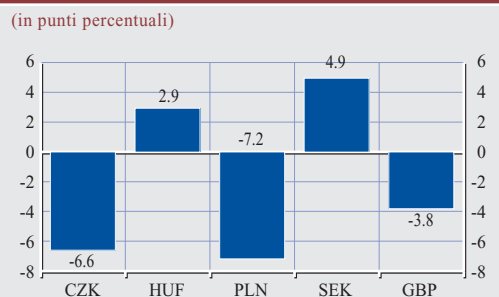
comprendeva l'euro, la sterlina britannica e il dollaro statunitense) e ha agganciato la lira maltese all'euro; le autorità hanno anche dichiarato che manterranno unilateralmente il tasso di cambio della propria valuta alla parità centrale con l'euro. Nel caso della corona slovacca e della sterlina cipriota, le rispettive autorità non hanno assunto nessun impegno formale unilaterale in merito a una banda più ristretta. Gli impegni unilaterali non determinano obblighi aggiuntivi per la BCE. Per garantire una partecipazione senza tensioni agli AEC II, i paesi che vi aderiscono si sono impegnati ad adottare le misure necessarie per preservare la stabilità macroeconomica e del tasso di cambio.

La partecipazione agli AEC II non ha comportato tensioni in nessuno dei mercati dei cambi dei paesi che vi hanno aderito. Da quando sono entrati nel meccanismo di cambio, la corona estone, il litas lituano, la lira maltese e il tallero sloveno sono stati costantemente scambiati a una quotazione prossima o uguale alla parità centrale. Nel 2005 anche la corona danese ha continuato a essere scambiata a una quotazione prossima alla parità centrale. Nei primi due mesi dopo l'ingresso negli AEC II, la sterlina cipriota si è rafforzata lievemente rispetto all'euro; nella seconda metà del 2005 si è stabilizzata a un livello del 2 per cento superiore alla parità centrale. Il lat lettone è rimasto invariato nella fascia in apprezzamento della banda di oscillazione standard, in prossimità del limite supe-

riore della banda annunciata unilateralmente. Da quando fa parte degli AEC II, la corona slovacca ha mostrato una variabilità maggiore rispetto a quella delle altre valute partecipanti agli accordi di cambio e negli scambi è arrivata a un apprezzamento massimo del 3,2 per cento rispetto alla parità centrale (cfr. tavola 10).

Nel 2005 le valute della maggior parte degli Stati membri non appartenenti all'area dell'euro che non aderiscono agli AEC II si sono apprezzate nei confronti dell'euro. Se si considerano i cambi ponderati per l'interscambio commerciale (cambi effettivi), tuttavia, il rafforzamento di queste valute è stato di minore entità perché in parte compensato dal deprezzamento nei confronti del dollaro statunitense e delle valute a esso collegate. Dopo il marcato rafforzamento del 2004, nella prima metà del 2005 lo zloty polacco e la corona ceca hanno perso valore per poi riprendere la tendenza al rialzo nella seconda metà dell'anno. Il 24 febbraio 2006 queste valute risultavano significativamente apprezzate nei confronti dell'euro rispetto agli inizi del 2005, con un deprezzamento dell'euro pari, rispettivamente, al 7,2 e al 6,6 per cento (cfr. figura 37). Il fiorino ungherese, al contrario, si è deprezzato in un contesto caratterizzato da ampie oscillazioni del cambio, riconducibili principalmente al peggioramento dei conti pubblici osservato nel complesso del 2005. Il 24 febbraio 2006 il fiorino veniva scambiato a un livello inferiore di quasi il 3 per cento a

Figura 37 Variazioni dei tassi di cambio dell'euro nei confronti delle valute dell'UE non incluse negli AEC II



Fonte: BCE.

Nota: un valore positivo (negativo) rappresenta un apprezzamento (deprezzamento) dell'euro. Le variazioni si riferiscono al periodo compreso fra il 3 gennaio 2005 e il 24 febbraio 2006.

quello osservabile all'inizio del 2005. Movimenti dei differenziali di interesse sembrano avere influenzato la corona svedese e la sterlina britannica. Mentre la corona svedese si è deprezzata significativamente nei confronti dell'euro in buona parte del 2005, per l'ampliarsi del differenziale di interesse negativo rispetto all'area dell'euro, la sterlina britannica si è rafforzata nel corso del 2005 e nei primi mesi del 2006 di quasi il 4 per cento, sia pure con ampie oscillazioni.

POLITICA MONETARIA

L'obiettivo prioritario della politica monetaria in tutti gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro è la stabilità dei prezzi. Le strategie di politica monetaria, tuttavia, variano considerevolmente da un paese all'altro (cfr. tavola 11), riflettendo differenze di natura nominale, reale e strutturale. Nel corso del 2005, se si esclude l'ingresso di Cipro, della Lettonia, di Malta e della Slovacchia negli AEC II, i regimi di politica monetaria e di cambio di tali paesi sono rimasti sostanzialmente invariati, anche se in alcuni casi sono stati apportati alcuni affinamenti all'assetto della politica monetaria in vista di una futura integrazione monetaria.

Per quanto riguarda le decisioni di politica monetaria adottate nel 2005 dai paesi che hanno un obiettivo di tasso di cambio, la Danmarks

Nationalbank ha aumentato il tasso di interesse di riferimento di 25 punti base, al 2,4 per cento, a seguito del rialzo dei tassi di interesse deciso dalla BCE il 1° dicembre 2005; il 17 febbraio 2006 essa ha ulteriormente innalzato il tasso di interesse di 10 punti base, al 2,5 per cento, al fine di contrastare un deflusso di valuta legato anche agli acquisti di azioni e di altri titoli esteri da parte degli investitori istituzionali danesi. Nel corso del 2005 la Banca centrale di Cipro ha diminuito il suo tasso di interesse di riferimento per complessivi 125 punti base, fino al 3,25 per cento, al fine di contenere le pressioni all'apprezzamento derivanti dal miglioramento della fiducia degli investitori nelle prospettive economiche, ascrivibile al miglioramento delle finanze pubbliche e all'ingresso della sterlina cipriota negli AEC II. La Latvijas Banka ha aumentato, in due fasi, il coefficiente di riserva obbligatoria dal 4 all'8 per cento, per contenere la crescita molto elevata del credito. A Malta il tasso di interesse ufficiale è stato aumentato di 25 punti base, al 3,25 per cento, in risposta alla elevata crescita del credito. Nel febbraio 2006 la Banka Slovenije ha ridotto il tasso di interesse di riferimento di 25 punti base, al 3,75 per cento.

Per quanto riguarda i paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro che adottano un obiettivo esplicito di inflazione, nel 2005 buona parte di essi ha ridotto i propri tassi di interesse di riferimento. A fronte di un miglioramento delle prospettive di inflazione, l'Ungheria, la Polonia e la Slovacchia hanno ridotto i tassi di interesse di riferimento per complessivi 350, 200 e 100 punti base, al 6, al 4,5 e al 3 per cento, rispettivamente; in Slovacchia le decisioni di politica monetaria sono da ricondursi anche all'apprezzamento della valuta. In Polonia, nel gennaio 2006 il tasso di interesse di riferimento è stato ulteriormente diminuito di 25 punti base, al 4,25 per cento. In Svezia e nel Regno Unito, nel 2005 i tassi di interesse di riferimento sono stati ridotti di 50 e di 25 punti base, all'1,5 e al 4,5 per cento, rispettivamente, riflettendo l'indebolimento della crescita del prodotto e la riduzione dell'inflazione attesa; in Svezia, tuttavia, nel gennaio 2006 i tassi di riferimento

Tavola II Strategia ufficiale di politica monetaria degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro

	Strategia di politica monetaria	Valuta	Caratteristiche
Repubblica Ceca	Obiettivo di inflazione	Corona ceca	Obiettivo: 2-4 per cento entro la fine del 2005, da tale data in poi 3 per cento, assicurandosi che l'inflazione effettiva non si discosti, per eccesso o per difetto, di oltre 1 punto percentuale (p.p.) dall'obiettivo. Fluttuazione controllata del tasso di cambio.
Danimarca	Obiettivo di cambio	Corona danese	Partecipa agli AEC II con una banda di oscillazione pari al $\pm 2,25$ per cento rispetto al tasso centrale di 7,46038 corone danesi per euro.
Estonia	Obiettivo di cambio	Corona estone	Partecipa agli AEC II con una banda di oscillazione pari al ± 15 per cento rispetto al tasso centrale di 15,6466 corone estoni per euro. L'Estonia continua, come impegno unilaterale, a mantenere i suoi accordi di <i>currency board</i> .
Cipro	Obiettivo di cambio	Sterlina cipriota	Partecipa agli AEC II con una banda di oscillazione pari al ± 15 per cento rispetto al tasso centrale di 0,585274 sterline cipriote per euro.
Lettonia	Obiettivo di cambio	Lat lettone	Partecipa agli AEC II con una banda di oscillazione pari al ± 15 per cento rispetto al tasso centrale di 0,702804 lat lettone per euro. La Lettonia continua, come impegno unilaterale, a mantenere una banda di oscillazione pari al ± 1 per cento.
Lituania	Obiettivo di cambio	Litas lituano	Partecipa agli AEC II con una banda di oscillazione pari al ± 15 per cento rispetto al tasso centrale di 3,45280 litas lettone per euro. La Lettonia continua, come impegno unilaterale, a mantenere i suoi accordi di <i>currency board</i> .
Ungheria	Obiettivo congiunto di inflazione e di cambio	Fiorino ungherese	Obiettivo di cambio: ancoraggio all'euro a 282,36 fiorini ungheresi per euro con una banda di oscillazione pari a ± 15 per cento. Obiettivo di inflazione: 4 per cento (± 1 p.p.) entro la fine del 2005, 3,5 per cento (± 1 p.p.) entro la fine del 2006 e 3 per cento (± 1 p.p.) obiettivo di medio periodo a partire dal 2007.
Malta	Obiettivo di cambio	Lira maltese	Partecipa agli AEC II con una banda di oscillazione pari al ± 15 per cento rispetto al tasso centrale di 0,42930 lire maltesi per euro. Malta mantiene, come impegno unilaterale, il tasso di cambio nei confronti dell'euro invariato rispetto al tasso centrale.
Polonia	Obiettivo di inflazione	Zloty polacco	Obiettivo di inflazione: 2,5 per cento ± 1 p.p. (variazione sul periodo corrispondente dell'IPC) dal 2004. Libera fluttuazione del tasso di cambio.
Slovenia	Strategia a due pilastri che tiene sotto osservazione indicatori monetari, reali, esteri e finanziari delle condizioni macroeconomiche.	Tallero sloveno	Partecipa agli AEC II con una banda di oscillazione pari al ± 15 per cento rispetto al tasso centrale di 239,640 talleri sloveni per euro.
Slovacchia	Obiettivo di inflazione nel rispetto delle condizioni degli AEC II	Corona slovacca	Partecipa agli AEC II con una banda di oscillazione pari al ± 15 per cento rispetto al tasso centrale di 38,4550 corone slovacche per euro. Obiettivo di inflazione: obiettivo di inflazione a breve termine fissato al 3,5 per cento ($\pm 0,5$ p.p.) a fine 2005. L'obiettivo di inflazione per il periodo 2006-08 è fissato al di sotto del 2,5 per cento a fine 2006 e al di sotto del 2,0 per cento a fine 2007 e a fine 2008.
Svezia	Obiettivo di inflazione	Corona svedese	Obiettivo di inflazione: incremento del 2 per cento dell'IPC con un margine di tolleranza di ± 1 p.p. Libera fluttuazione del tasso di cambio.
Regno Unito	Obiettivo di inflazione	Sterlina britannica	Obiettivo di inflazione: 2 per cento, misurato come incremento sui 12 mesi dell'IPC ¹⁾ . In caso di deviazione superiore a 1 p.p., il Monetary Policy Committee della Bank of England è tenuto a scrivere una lettera aperta al Cancelliere dello Scacchiere. Libera fluttuazione del tasso di cambio.

Fonte: SEBC.

1) L'IPC è identico allo IAPC.

sono stati aumentati di 25 punti base, all'1,75 per cento e in febbraio hanno subito un nuovo rialzo, al 2,0 per cento. La decisione è stata motivata dalle previsioni (formulate ipotizzando un profilo crescente dei tassi di interesse a breve termine) contenute negli *Inflation Report* di dicembre 2005 e di febbraio 2006. Nella prima metà del 2005 nella Repubblica ceca i tassi di interesse di riferimento sono stati ridotti complessivamente di 75 punti base, alla luce di un favorevole quadro inflazionistico e dell'apprezzamento della corona; alla fine di ottobre essi sono stati aumentati di 25 punti base, al 2 per cento, in relazione alle nuove previsioni dell'inflazione e dei rischi connessi.

Nel 2005 i mercati azionari nei paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro hanno continuato a registrare andamenti favorevoli, segnando, con l'eccezione della Slovenia e del Regno Unito, rialzi superiori a quelli della media dei corsi azionari dell'area, misurata dall'indice Dow Jones Euro Stoxx. Alla fine del 2005, i corsi azionari nei nuovi Stati membri dell'UE, con l'eccezione della Slovenia, erano superiori rispetto a quelli osservabili all'inizio dell'anno in misura compresa fra il 25 e il 65 per cento.

I MERCATI FINANZIARI

Nel 2005 i rendimenti delle obbligazioni a lungo termine nella maggior parte degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro hanno registrato andamenti simili a quelli dei corrispondenti tassi dell'area dell'euro, mostrando una flessione generalizzata fino a settembre, seguita da un lieve aumento, soprattutto in Ungheria e in Polonia. In Lituania e in Slovenia i tassi di interesse a lungo termine sono gradualmente scesi al livello di quelli dell'area dell'euro, mentre a Malta e nel Regno Unito sono rimasti lievemente più stabili. Complessivamente, nella maggior parte dei paesi considerati alla fine del 2005 i tassi di interesse a lungo termine risultavano inferiori ai livelli osservati all'inizio dell'anno in misura compresa tra i 20 e i 55 punti base; flessioni più marcate sono state registrate in Lettonia, in Polonia, in Slovacchia e, in particolare, a Cipro (dove ha superato i 200 punti base). A fronte di una riduzione dei tassi di interesse a lungo termine dell'area dell'euro pari a circa 30 punti base nel corso del 2005, i differenziali di rendimento sono rimasti generalmente stabili o si sono ridotti. Nell'ultimo trimestre dell'anno, tuttavia, i differenziali sono aumentati in misura marcata in Ungheria e in Polonia. Tale reazione dei mercati è da ricollegarsi al peggioramento dei conti pubblici in Ungheria e all'incertezza relativa all'evoluzione delle finanze pubbliche e della politica economica dopo le elezioni parlamentari in Polonia.

Artista

Ilse Haider

Titolo

Kopf eines Athleten, 1994

Materiali

Bacchette di salice, emulsione fotografica

Formato

180 x 120 x 40 cm

© BCE e artista



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

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

I.1 LE OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA

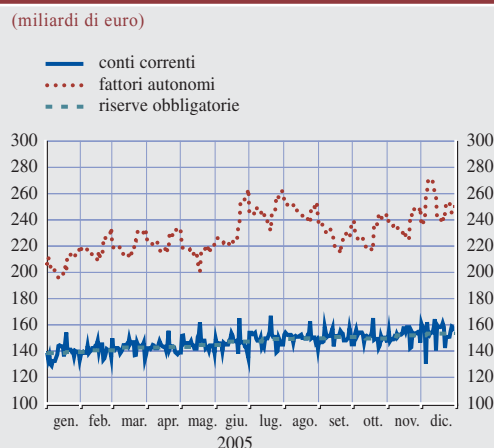
L'assetto operativo per l'attuazione della politica monetaria unica¹ ha continuato a funzionare in maniera efficace nel 2005. I tassi di interesse del mercato monetario a brevissimo termine sono stati stabili durante tutto il corso dell'anno. L'Eonia ha registrato livelli molto bassi di volatilità nel 2005. La deviazione standard del differenziale fra l'Eonia e il tasso minimo di offerta si è collocata a 5 punti base, a fronte di 9 punti base nel 2004 e 16 punti base nel 2003.

Gli andamenti della fine del 2005 hanno fornito la prima opportunità di testare in certa misura la capacità dell'assetto operativo, modificato nel marzo 2004², di neutralizzare all'interno di un periodo di mantenimento l'impatto di una variazione delle attese relative ai tassi di interesse di riferimento della BCE. Dopo più di due anni in cui non si erano anticipati cambiamenti dei tassi di interesse, nel novembre 2005 il mercato monetario è stato influenzato da aspettative di un aumento dei tassi. In seguito a una dichiarazione del Presidente della BCE il 18 novembre, prima della riunione del Consiglio direttivo del 1° dicembre, il tasso *overnight* è cresciuto di 12 punti base. Tuttavia, ha cominciato a diminuire pochi giorni dopo e si è riportato in prossimità dei suoi livelli precedenti successivamente a un'aggiudicazione di liquidità superiore all'importo di riferimento³ nell'ultima operazione di rifinanziamento principale (ORP) del periodo di mantenimento, accompagnata da una dichiarazione esplicativa. Pertanto, sembra che, nonostante la reazione iniziale, l'allineamento dell'inizio del periodo di mantenimento con l'attuazione di decisioni di modifica dei tassi di interesse abbia contribuito efficacemente a evitare interferenze significative e durature delle attese di variazioni dei tassi durante il precedente periodo di mantenimento.

LA VALUTAZIONE E LA GESTIONE DELLE CONDIZIONI DI LIQUIDITÀ

La gestione della liquidità da parte dell'Eurosistema si fonda sulla valutazione giornaliera delle condizioni di liquidità nel sistema bancario dell'area dell'euro. Essa consente di deter-

Figura 38 Determinanti della posizione di liquidità nell'area dell'euro nel 2005



Fonte: BCE.

minare il fabbisogno di liquidità del sistema e quindi il volume di liquidità da fornire in occasione delle ORP settimanali, nelle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) mensili nonché, ove necessario, attraverso altre operazioni di mercato aperto, quali operazioni di regolazione puntuale. Il fabbisogno di liquidità del sistema bancario è dato dalla somma delle riserve obbligatorie imposte alle banche, dei fondi eccedenti l'obbligo di riserva detenuti sui conti correnti delle istituzioni creditizie presso le rispettive BCN (riserve in eccesso) e dei fattori autonomi (cfr. figura 38). Questi ultimi sono una serie di voci del bilancio dell'Eurosistema (quali le banconote in circolazione, i depositi delle amministrazioni

1 Una descrizione dettagliata dell'assetto operativo può essere trovata nella pubblicazione della BCE intitolata *L'attuazione della politica monetaria unica nell'area dell'euro – Caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema*, febbraio 2005.

2 In marzo 2004 sono stati introdotti due cambiamenti: a) il calendario dei periodi di mantenimento della riserva obbligatoria è stato ridefinito in modo che il loro inizio coincida sempre con il giorno di regolamento dell'operazione di rifinanziamento principale (ORP) successiva alla riunione del Consiglio direttivo in cui è programmata la decisione mensile sull'orientamento della politica monetaria, e b) la durata delle ORP è stata ridotta da due a una settimana. Cfr. il Rapporto annuale della BCE 2004, pagg. 86-87.

3 L'importo di riferimento corrisponde al volume di aggiudicazione normalmente necessario a stabilire condizioni di equilibrio nel mercato monetario a breve termine, in base alla previsione complessiva di liquidità dell'Eurosistema. L'importo pubblicato è arrotondato ai 500 milioni di euro.



pubbliche e le attività nette sull'estero) che hanno un impatto sul fabbisogno di liquidità delle banche, ma che normalmente esulano dal controllo diretto della gestione della liquidità da parte dell'Eurosistema.

Nel 2005 il fabbisogno medio giornaliero del sistema bancario dell'area dell'euro è stato pari a 377,4 miliardi di euro, con un aumento del 21 per cento sul 2004. In media, le riserve obbligatorie si sono collocate a 146,5 miliardi di euro, le riserve in eccesso a 0,8 miliardi di euro e i fattori autonomi a 230,1 miliardi di euro. Fra i fattori autonomi, le banconote hanno continuato a mostrare il più alto tasso di crescita annuale, con un quantitativo medio di pezzi che si è attestato a circa il 15 per cento, valore simile a quello del 2004. Le banconote hanno raggiunto un massimo storico di 568 miliardi di euro il 24 dicembre 2005.

LE OPERAZIONI DI RIFINANZIAMENTO PRINCIPALI

Le ORP sono operazioni di immissione di liquidità con frequenza settimanale e durata pari a una settimana, condotte tramite aste a tasso variabile con tasso minimo di offerta, secondo la procedura d'asta a tasso multiplo. Le ORP sono le operazioni di mercato aperto più importanti effettuate dall'Eurosistema. Esse svolgono un ruolo chiave nel controllo dei tassi di interesse, nel determinare le condizioni di liquidità sul mercato e segnalare l'orientamento della politica monetaria attraverso il livello del tasso minimo di offerta.

Al fine di agevolare gli enti creditizi nella preparazione delle offerte, nel 2005 la BCE ha con-

tinuato a pubblicare ogni settimana una previsione del valore medio giornaliero dei fattori autonomi e dell'importo di aggiudicazione di riferimento. Lo scopo di questa politica di comunicazione è di evitare equivoci nel mercato sul fatto che le decisioni di aggiudicazione relative alle ORP siano intese o meno a equilibrare le condizioni di liquidità.

Nel 2005 gli importi aggiudicati nelle ORP hanno oscillato fra i 259,0 e i 333,5 miliardi di euro. Il numero medio di partecipanti in una ORP è stato pari a 351, rimanendo su livelli simili a quelli osservati nel 2004 dopo l'attuazione delle modifiche dell'assetto operativo. La liquidità immessa attraverso le ORP ha rappresentato il 77 per cento della liquidità netta complessiva fornita dall'Eurosistema mediante operazioni di politica monetaria. Il differenziale medio tra il tasso marginale e il tasso minimo di offerta è stato pari a 5,3 punti base, rispetto a 1,6 punti base nel 2004 e a 4,7 punti base nel 2003. Il differenziale si è mantenuto generalmente stabile a 5 punti base per i primi tre trimestri del 2005, ma ha cominciato ad aumentare a settembre, raggiungendo 7 punti base a metà ottobre. A quel punto la BCE ha espresso la sua preoccupazione in merito all'incremento e ha iniziato una politica di aggiudicazione di importi lievemente superiori a quello di riferimento, pur continuando a mirare a condizioni di equilibrio alla fine del periodo di mantenimento delle riserve. Tale politica di ampliamento dei volumi di aggiudicazione ha portato in modo efficace alla stabilizzazione del differenziale fra il tasso marginale e il tasso minimo di offerta a 5 punti base.

LE OPERAZIONI DI REGOLAZIONE PUNTUALE

In conseguenza delle modifiche dell'assetto operativo attuate nel marzo 2004, è aumentata la probabilità di un accumulo di errori di previsione sulle condizioni di liquidità tra l'ultima ORP di un periodo di mantenimento di otto giorni e la fine del periodo di mantenimento stesso. La differenza in termini assoluti tra i dati previsionali e quelli effettivi nell'arco di otto giorni ha raggiunto in media 7,16 miliardi di euro nel 2005. Al fine di impedire che questi errori determinassero un ricorso significativo alle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti ed evitare ampi differenziali fra il tasso *overnight* e il tasso minimo di offerta, la BCE ha effettuato operazioni di regolazione puntuale l'ultimo giorno del periodo di mantenimento delle riserve ogni volta che si attendeva un notevole squilibrio di liquidità. Complessivamente sono state effettuate nove operazioni di regolazione puntuale, tre di immissione di liquidità (18 gennaio, 7 febbraio e 6 settembre) e sei di assorbimento di liquidità (8 marzo, 7 giugno, 12 luglio, 9 agosto, 11 ottobre e 5 dicembre). Tutte hanno mirato a ristabilire condizioni di liquidità equilibrate e hanno contribuito a stabilizzare il tasso *overnight* alla fine dei periodi di mantenimento delle riserve.

LE OPERAZIONI DI RIFINANZIAMENTO A PIÙ LUNGO TERMINE

Le ORLT sono operazioni di immissione di liquidità condotte su base mensile. Esse vengono solitamente aggiudicate l'ultimo mercoledì del mese e hanno una durata di tre mesi, consentendo così alle banche di coprire il loro fabbisogno di liquidità per un periodo di tempo più lungo. Diversamente dalle ORP, le ORLT non sono utilizzate per segnalare l'orientamento di politica monetaria dell'Eurosistema. Esse sono condotte esclusivamente mediante aste a tasso variabile, annunciando preventivamente l'importo del finanziamento offerto; l'Eurosistema agisce pertanto in modo da non influenzare i tassi di interesse.

Nel 2005 la liquidità fornita tramite le ORLT è stata pari a circa il 23 per cento di quella netta complessiva immessa attraverso le operazioni di

mercato aperto. L'importo di aggiudicazione di ciascuna operazione è aumentato da 25 a 30 miliardi di euro nel gennaio 2005 e a 40 miliardi di euro nel gennaio 2006.

LE OPERAZIONI ATTIVABILI SU INIZIATIVA DELLE CONTROPARTI

Le due operazioni attivabili su iniziativa delle controparti offerte dall'Eurosistema, ossia le operazioni di rifinanziamento marginale e quelle di deposito presso la banca centrale, immettono e assorbono liquidità *overnight* a tassi di interesse che formano un corridoio per il tasso interbancario *overnight*. Nel 2005 l'ampiezza del corridoio è rimasta invariata a 200 punti base, centrata intorno al tasso minimo di offerta delle ORP.

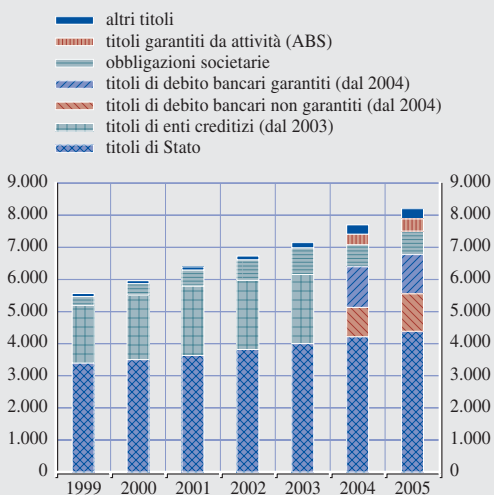
Nel 2005 il ricorso medio giornaliero alle operazioni di rifinanziamento marginale è stato pari a 106 milioni di euro, mentre quello relativo ai depositi presso la banca centrale si è collocato a 122 milioni di euro. Il basso ricorso alle operazioni su iniziativa delle controparti nel 2005 è stato in linea con gli anni precedenti e riflette l'elevata efficienza del mercato interbancario, nonché gli inferiori squilibri di liquidità osservati l'ultimo giorno di ogni periodo di mantenimento delle riserve. Tale riduzione degli squilibri di liquidità è coerente con il più frequente ricorso nel 2005 a operazioni di regolazione puntuale nel caso di errori significativi nelle previsioni sulla liquidità.

IL REGIME DI RISERVA OBBLIGATORIA

Gli enti creditizi dell'area dell'euro devono detenere riserve obbligatorie su conti costituiti presso le BCN. Le riserve obbligatorie ammontano al 2 per cento dell'aggregato soggetto a riserva di un ente creditizio, che è definito in base ad alcune voci del suo bilancio. L'obbligo di riserva deve essere soddisfatto in media nell'arco di un periodo di mantenimento. Tale regime ha due funzioni: in primo luogo, quella di stabilizzare i tassi a breve termine del mercato monetario attraverso il meccanismo della mobilitazione e, in secondo luogo, quella di ampliare il fabbisogno di liquidità, ossia la necessità complessiva delle banche di rifinanziamento

Figura 39 Attività idonee negoziabili

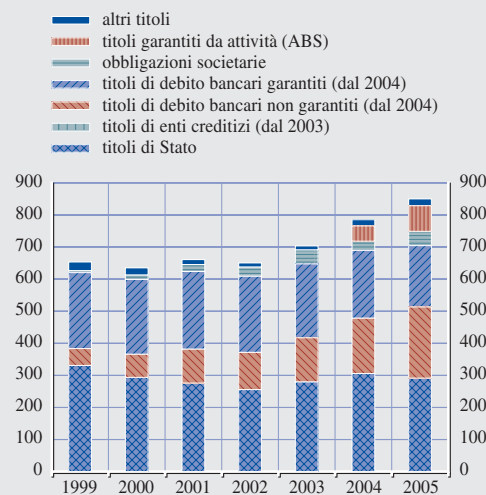
(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Figura 40 Utilizzo delle attività idonee negoziabili come garanzia

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

da parte dell'Eurosistema. L'ammontare delle riserve obbligatorie è salito gradualmente nel 2005, raggiungendo 153 miliardi di euro durante l'ultimo periodo di mantenimento dell'anno.

LE ATTIVITÀ AMMESSE NELLE OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA

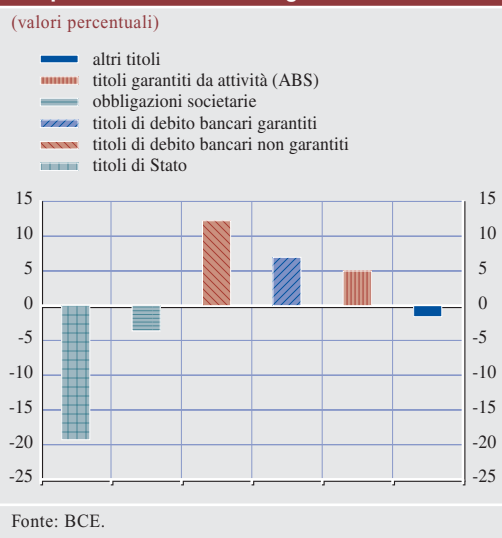
Al fine di salvaguardare l'Eurosistema contro il rischio di perdite, tutte le sue operazioni di credito devono essere effettuate a fronte di adeguate garanzie. Data la natura speciale dei mercati finanziari europei e dell'assetto operativo per la politica monetaria dell'Eurosistema, una vasta gamma di attività è accettata in garanzia. Nel 2005 l'ammontare medio di attività negoziabili ammesse è stato pari a 8.300 miliardi di euro, valore più alto del 7 per cento rispetto a quello del 2004 (cfr. figura 39). Il debito delle amministrazioni pubbliche ha rappresentato il 53 per cento del totale, mentre il resto ha preso la forma di obbligazioni garantite (analoghe alle *Pfandbrief*) o non garantite emesse da enti creditizi (29 per cento), obbligazioni societarie (9 per cento), titoli garantiti da attività (5 per cento) e altre obbligazioni come quelle emesse da organizzazioni sovranazionali (4 per cento).

Le attività negoziabili depositate dalle controparti a garanzia delle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema hanno raggiunto un valore medio di 866 miliardi di euro nel 2005, contro 787 miliardi di euro nel 2004 (cfr. figura 40).

La figura 41 illustra la differenza fra le attività ammesse a essere utilizzate come garanzia e quelle effettivamente costituite in garanzia nelle operazioni di credito dell'Eurosistema, disaggregate per tipo di attività. Il debito delle amministrazioni pubbliche rappresentava il 53 per cento delle garanzie negoziabili disponibili, ma soltanto il 34 per cento delle garanzie costituite. Invece, le obbligazioni non coperte degli enti creditizi costituivano il 14 per cento delle garanzie negoziabili disponibili, ma il 27 per cento dell'ammontare delle garanzie stanziate. I titoli garantiti da attività rappresentano il 5 per cento delle garanzie disponibili, ma il 10 per cento di quelle utilizzate.

Durante il 2005 hanno avuto luogo diversi sviluppi significativi riguardo alla politica delle garanzie dell'Eurosistema. In primo luogo, l'Eurosistema ha portato a termine la sua

Figura 41 Differenza fra la quota di attività ammesse come garanzia e di quelle costituite in garanzia nel 2005



riformulazione dei criteri di idoneità per i titoli garantiti da attività. Ciò si è reso necessario perché questi ultimi stanno diventando una fonte sempre più importante di garanzie nelle operazioni dell'Eurosistema e le controparti richiedevano una maggiore trasparenza in merito alle tipologie di titoli garantiti da attività considerate idonee. I criteri modificati sono stati annunciati nel gennaio 2006 e saranno applicabili da maggio 2006. I titoli garantiti da attività che sono attualmente compresi nella lista di attività idonee ma che non soddisfano i criteri saranno progressivamente eliminati entro ottobre 2006.

L'Eurosistema ha anche reso esplicito lo standard minimo di credito che è stato coerentemente applicato nell'accettazione di attività in garanzia sin dall'introduzione della moneta unica, ossia un *rating* pari almeno alla "singola A" da parte di una delle tre principali agenzie internazionali di *rating*. La "singola A" è equivalente a un *rating* a lungo termine almeno di A- da parte di Standard & Poor's o Fitch Rating o almeno di A3 da parte di Moody's. È stato altresì chiarito che tale requisito si applica allo stesso modo a emittenti del settore privato e pubblico.

Sono anche stati compiuti progressi nella transizione verso la creazione di una lista unica di

garanzie che sostituirà gradualmente l'attuale sistema a due livelli. Ci si attende che la lista unica aumenterà la disponibilità delle garanzie, migliorando le condizioni di parità nell'area dell'euro, promuovendo ulteriormente il trattamento uguale per le controparti e gli emittenti e accrescendo la trasparenza complessiva del sistema di garanzie. Le prime due misure tese all'attuazione della lista unica sono entrate in vigore nel 2005:

- In primo luogo, il 30 maggio è stata pubblicata la lista dei mercati non regolamentati accettabili per l'Eurosistema dal punto di vista della gestione delle garanzie. La lista è disponibile sul sito Internet della BCE e sarà aggiornata almeno una volta all'anno. Le attività ammesse, quotate o negoziate soltanto in mercati non regolamentati che non sono inclusi in questa lista continueranno a essere accettabili fino a maggio 2007; successivamente non saranno più stanziabili.
- In secondo luogo, il 1° luglio è stata introdotta nella lista di primo livello una nuova categoria di attività in precedenza non ammesse come garanzia, ossia gli strumenti di debito denominati in euro emessi da soggetti situati in paesi del G10 che non appartengono al SEE. L'ammontare totale delle nuove garanzie idonee era pari a 137 miliardi di euro alla fine del 2005. L'utilizzo di questi nuovi strumenti è aumentato gradualmente nel corso della seconda metà del 2005, raggiungendo 5,3 miliardi di euro alla fine di dicembre.

A febbraio 2005 il Consiglio direttivo ha annunciato che la fase successiva all'introduzione della lista unica, cioè l'inclusione dei prestiti bancari, si svolgerà secondo il seguente calendario:

- i prestiti bancari saranno stanziabili a garanzia delle operazioni di finanziamento dell'Eurosistema in tutti i paesi dell'area dell'euro dal 1° gennaio 2007, quando saranno attuati criteri di idoneità comuni e il quadro dell'Eurosistema per la valutazione della

qualità creditizia (*Eurosystem credit assessment framework*, ECAF). L'ECAF è un insieme di procedure e regole che stabiliscono la necessità per l'Eurosistema che tutte le garanzie ammesse nella futura lista unica soddisfino elevati standard di credito (cfr. sotto);

- fra il 1° gennaio 2007 e il 31 dicembre 2011 vigerà un regime transitorio che consentirà a ogni BCN dell'area dell'euro di determinare la soglia al di sopra della quale i prestiti potranno essere stanziati a garanzia e di decidere se applicare una commissione di gestione;
- dal 1° gennaio 2012 entrerà in vigore un regime unico per l'utilizzo dei prestiti bancari a garanzia con una soglia minima comune di 500.000 euro.

Il Consiglio direttivo ha approvato nel luglio 2005 i criteri generali di idoneità che i prestiti bancari dovranno rispettare e nel novembre 2005 gli elementi essenziali dell'ECAF, che assicurerà che i debitori soddisfino gli elevati standard di solidità finanziaria dell'Eurosistema. I lavori di realizzazione del quadro di riferimento per i prestiti bancari sono in corso. Gli ultimi dettagli tecnici e operativi riguardo all'inclusione dei prestiti bancari saranno annunciati durante la prima metà del 2006.

GLI ASPETTI DI GESTIONE DEI RISCHI

Nella conduzione di operazioni di finanziamento con finalità di politica monetaria o di sistema di pagamento, l'Eurosistema si espone a rischi di credito e di mercato associati a una potenziale inadempienza delle controparti. Tali rischi sono mitigati dalla necessità di fornire adeguate garanzie, come stabilito dall'articolo 18.1 dello Statuto del SEBC, nonché da un'appropriata valutazione delle stesse e da misure per il controllo dei rischi.

L'ECAF entrerà in vigore il 1° gennaio 2007. Esso si fonda su quattro fonti di valutazione della qualità creditizia: istituzioni esterne specializzate nella valutazione del merito di cre-



dito, sistemi di valutazione interni alle BCN, sistemi basati sui *rating* interni alle controparti e strumenti di *rating* forniti da terzi. La coerenza, l'accuratezza e la comparabilità saranno i principi fondamentali alla base dell'ECAF.

Al fine di assicurare l'applicazione di questi principi fondamentali, tutte le fonti di valutazione della qualità creditizia dovranno soddisfare alcuni criteri di idoneità. Inoltre, per garantire che le attività stanziabili a garanzia soddisfino gli standard minimi di credito verrà usato un insieme di specifiche tecniche e strumenti, fra cui una soglia per la qualità creditizia e una procedura di monitoraggio e segnalazione della performance della valutazione del merito di credito.

Per quanto riguarda il livello di riferimento per il rischio di credito, in linea di principio l'Eurosistema accetterà soltanto gli strumenti di debito dei prenditori:

- con almeno un *rating* "singola A" da parte di una delle tre maggiori agenzie internazionali di *rating*, oppure
- con una probabilità di insolvenza non superiore allo 0,10 per cento, che include i prenditori appartenenti a una categoria di rischio con una probabilità attesa di insolvenza a un anno non superiore allo 0,10 per cento.

Tale definizione si applica allo stesso modo a emittenti privati e pubblici come stabilito dall'articolo 102 del Trattato, che proibisce alla BCE di concedere condizioni più favorevoli a strumenti di debito del settore pubblico.

I.2 LE OPERAZIONI SUL MERCATO DEI CAMBI

Nel 2005 la BCE non ha effettuato alcun intervento sul mercato valutario per ragioni di politica monetaria. Le sue operazioni in cambi sono state esclusivamente connesse ad attività di investimento. Inoltre, la BCE non ha effettuato alcuna operazione avente per oggetto le divise dei paesi non appartenenti all'area dell'euro che partecipano agli AEC II.

L'accordo permanente tra la BCE e l'FMI, volto a facilitare l'esecuzione di transazioni in diritti speciali di prelievo (DSP) da parte dell'FMI e per conto della BCE con altri detentori di DSP, è stato attivato in cinque occasioni nel 2005.

I.3 LE ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO

Le attività di investimento della BCE sono organizzate in modo tale da assicurare che nessuna informazione riservata sulle azioni di politica monetaria della banca centrale possa essere utilizzata quando si adottano decisioni di investimento. Un sistema di regole e procedure, noto come "muraglia cinese", separa le unità operative della BCE coinvolte in attività di investimento da altre unità operative.

LA GESTIONE DELLE RISERVE UFFICIALI

Il portafoglio di riserve ufficiali della BCE riflette i trasferimenti di riserve in valuta dalle BCN dell'area dell'euro alla BCE, nonché pregresse operazioni in cambi e in oro della BCE. Lo scopo principale delle riserve ufficiali della BCE è di facilitare l'intervento da parte di quest'ultima sul mercato dei cambi. Gli obiettivi per la gestione delle riserve valutarie della BCE sono, in ordine di importanza, la liquidità, la sicurezza e il rendimento. Nel 2005 le riserve valutarie della BCE sono state gestite in maniera

decentrata dalle BCN, ciascuna delle quali ha detenuto e gestito attivamente una frazione del portafoglio della BCE.

Le riserve ufficiali della BCE consistono principalmente di dollari statunitensi ma includono anche yen giapponesi, oro e DSP. L'oro e i DSP non sono stati investiti attivamente nel 2005. La BCE ha effettuato vendite di oro per 47 tonnellate in totale. Tali vendite erano in piena conformità con il *Central Bank Gold Agreement* del 27 settembre 2004 di cui la BCE è firmataria. Il valore delle riserve nette in valuta della BCE ai tassi di cambio correnti e ai prezzi di mercato è salito da 35,1 miliardi di euro alla fine del 2004 a 41,0 miliardi di euro alla fine del 2005. La variazione del valore del portafoglio durante il 2005 ha rispecchiato principalmente l'apprezzamento del dollaro statunitense e dell'oro nei confronti dell'euro, nonché i rendimenti positivi (inclusi plusvalenze di capitale e redditi da interessi) generati dalle attività di gestione del portafoglio.

In gennaio 2006 è stato attuato un nuovo quadro operativo per la gestione delle riserve ufficiali della BCE. Le modifiche al quadro sono state introdotte al fine di aumentare l'efficienza dell'esecuzione decentralizzata delle operazioni di investimento all'interno dell'Eurosistema. Nell'ambito della gestione operativa delle riserve in valuta della BCE (ossia delle operazioni atte a investire quei fondi), ora ogni BCN dell'area dell'euro può di regola gestire soltanto un portafoglio (vale a dire un portafoglio in dollari statunitensi o in yen giapponesi). Tuttavia, due BCN gestiscono due portafogli. Inoltre, una BCN dell'area dell'euro può decidere di astenersi dal partecipare alla gestione operativa delle riserve ufficiali della BCE pur continuando a essere coinvolta in attività strategiche di gestione del portafoglio, come revisioni del *benchmark* strategico e revisioni del sistema di controllo dei rischi. Le BCN dell'area dell'euro che decidono di partecipare alla gestione operativa possono anche unire queste attività.

Nel 2005 sono continuati i lavori volti all'estensione della lista di strumenti idonei in cui

le riserve in valuta possono essere investite. All'inizio del 2006 gli *swap* in valuta e gli *strip*⁴ statunitensi sono stati aggiunti alla lista. Sono stati altresì svolti lavori preparatori per l'introduzione degli *swap* su tassi di interesse.

LA GESTIONE DEI FONDI PROPRI

Il portafoglio di fondi propri della BCE è costituito dalla quota versata del capitale sottoscritto e dalla riserva generale della BCE. Lo scopo di tale portafoglio è quello di fornire alla BCE un margine di riserva a fronte di eventuali perdite. L'obiettivo della sua gestione è quello di generare nel lungo periodo un rendimento superiore al tasso medio applicato alle operazioni di rifinanziamento principali della BCE. Nel 2005 la lista di emittenti di strumenti ammessi per gli investimenti è stata ulteriormente estesa al segmento delle agenzie di rango creditizio più elevato e dei *covered bond*. All'inizio del 2006 sono state aggiunte alla lista delle opzioni di investimento le obbligazioni privilegiate non garantite emesse da imprese del settore finanziario con elevati *rating* creditizi.

Il portafoglio di fondi propri della BCE ai prezzi correnti di mercato è aumentato da 6,1 miliardi di euro alla fine del 2004 a 6,4 miliardi di euro alla fine del 2005, riflettendo il positivo risultato della gestione del portafoglio sotto forma di plusvalenze e redditi da interessi.

GLI ASPETTI DI GESTIONE DEI RISCHI

Il quadro di riferimento utilizzato dalla BCE per mitigare i rischi finanziari a cui è esposta (quali il rischio di mercato, di credito e di liquidità) è attuato fra l'altro attraverso severi requisiti di carattere strategico (come restrizioni in termini di *duration*, composizione per valuta e liquidità minima di portafoglio) e mediante un dettagliato sistema di limiti, la cui osservanza è sottoposta a verifiche giornaliere. Nel 2005 sono stati compiuti preparativi per l'utilizzo del valore a rischio (VaR)⁵ come strumento principale per definire le soglie dei rischi connessi alle posizioni negoziali dei gestori di portafoglio in riferimento ai portafogli *benchmark* della BCE. Il VaR offre diversi vantaggi concettuali e, quale misura di rischio complessiva, si è gua-

dagnato una vasta popolarità nel settore finanziario. Ciò è anche comprovato dall'importanza accordatagli dal nuovo Accordo di Basilea sul capitale in relazione al calcolo dei requisiti patrimoniali.

- 4 La sigla *strip* sta per *Separate Trading of Registered Interest and Principal* (negoziante separata delle cedole e del capitale) e denota uno strumento creato separando il capitale dalle cedole di un titolo di Stato statunitense.
- 5 Il VaR è definito come l'ammontare della perdita che può essere superato con una certa probabilità in un orizzonte di tempo predefinito. Per esempio, un VaR del 99 per cento a un anno è la perdita che verrà superata entro un anno con una probabilità pari soltanto all'1 per cento.

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

L'Eurosistema ha il compito statutario di promuovere il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento. Lo strumento principale di cui si avvale per adempiere a tale compito (oltre alla funzione di sorveglianza) è l'offerta di servizi di pagamento e di regolamento delle transazioni in titoli. A questo fine, l'Eurosistema ha realizzato Target, il sistema transeuropeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale (*Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system*) per i pagamenti in euro di importo rilevante. Negli ultimi anni Target è stato potenziato e sono in corso i lavori per sviluppare un sistema di seconda generazione, Target2.

Ad agosto 2005 la BCE ha rilasciato una dichiarazione di *policy* sull'offerta di servizi di pagamento al dettaglio in euro agli enti creditizi da parte delle banche centrali. Nel ricordare che l'offerta di servizi di pagamento al dettaglio in euro è parte integrante dei compiti statutari dell'Eurosistema la dichiarazione pone, tra l'altro, l'accento sul fatto che l'offerta di tali servizi tiene in debita considerazione i requisiti e il contesto concorrenziale del relativo mercato, ivi incluso il pieno recupero dei costi.

Per quanto concerne il regolamento di operazioni in titoli, l'Eurosistema e il mercato offrono numerosi canali atti ad agevolare l'utilizzo delle garanzie su base transfrontaliera.

2.1 IL SISTEMA TARGET

L'attuale Target è un "sistema di sistemi" costituito dai sistemi di regolamento lordo in tempo reale (*real-time gross settlement*, RTGS) nazionali di 16 Stati membri dell'UE, dal meccanismo di pagamento della BCE (*ECB payment mechanism*, EPM) e dalla procedura *inter-linking*, che consente il trattamento dei pagamenti fra i sistemi collegati.

Nel 2005 Target ha ulteriormente contribuito all'integrazione del mercato monetario in euro e, poiché le operazioni di credito attivate dall'Eurosistema sono gestite attraverso tale

sistema, esso ha continuato a svolgere un ruolo importante per l'ordinata conduzione della politica monetaria unica. Grazie all'offerta di un servizio di regolamento in tempo reale in moneta di banca centrale e all'ampia copertura del mercato, il sistema Target è utilizzato anche per svariati altri tipi di pagamenti. Nel 2005 Target ha operato regolarmente e senza evidenziare alcuna criticità. È inoltre proseguita la tendenza a farvi ricorso per il regolamento di un numero crescente di pagamenti in euro di importo rilevante, in linea con l'obiettivo dell'Eurosistema di promuovere il regolamento in moneta di banca centrale, in quanto unico mezzo di pagamento sicuro. Lo scorso anno Target ha trattato l'89 per cento del turnover totale dei pagamenti in euro di importo rilevante. Target può essere utilizzato per tutti i bonifici in euro fra banche collegate senza alcun limite massimo o minimo di valore. Tali bonifici possono essere eseguiti sia tra banche all'interno di uno stesso Stato membro (pagamenti all'interno degli Stati membri) sia tra banche situate in Stati membri diversi (pagamenti fra Stati membri).

Secondo un'indagine condotta nel 2005, al 31 dicembre 2004 aderivano a Target 10.564 partecipanti. Il numero complessivo di istituzioni, principalmente filiali di partecipanti, raggiungibili mediante Target utilizzando un codice di identificazione bancario (*Bank Identifier Code*, BIC) è pari a circa 53.000.

OPERATIVITÀ DI TARGET

Nel 2005 la media giornaliera dei pagamenti trattati da Target è aumentata del 10 per cento in termini di volume e valore. La tavola 12 presenta una sintesi del volume dei pagamenti regolati in Target nel 2005 e un raffronto con il traffico dell'anno precedente.

Nel 2005 la disponibilità complessiva di Target, ovvero la misura in cui i partecipanti hanno potuto utilizzare il sistema durante l'orario operativo senza che si verificassero malfunzionamenti, è stata pari al 99,83 per cento (cfr. tavola 13). In media il 95,59 per cento dei pagamenti fra Stati membri è stato trattato nell'arco di cinque minuti.

MISURE DI EMERGENZA RELATIVE AI PAGAMENTI DI IMPORTANZA SISTEMICA ALL'INTERNO DI TARGET

In considerazione dell'ampia quota di mercato che il sistema Target detiene e al ruolo chiave che il sistema stesso vi svolge è essenziale, ai fini dell'affidabile e regolare funzionamento del sistema, assicurare un'adeguata protezione contro un'ampia gamma di rischi. Anche in circostanze anomale, riveste primaria importanza garantire che siano regolati in modo tempestivo i pagamenti di importanza sistemica, ossia quei pagamenti che, se non trattati nei tempi dovuti, potrebbero costituire una fonte di rischio sistemico. L'Eurosistema ha predisposto misure di emergenza per far sì che tali pagamenti vengano eseguiti regolarmente anche in caso di malfunzionamenti in Target. Nel 2005 le banche centrali hanno effettuato una serie di ulteriori colloaudi (spesso con il coinvolgimento delle banche commerciali) che hanno dimostrato l'efficacia delle misure di emergenza. Essi hanno confermato che l'Eurosistema si trova oggi in buona posizione per assicurare che i sistemi di pagamento e i mercati finanziari siano in grado di continuare a funzionare ordinatamente in situazioni di crisi.

COLLEGAMENTO A TARGET PER I NUOVI STATI MEMBRI DELL'UE

Nell'ottobre 2002 il Consiglio direttivo ha deciso che, in seguito all'allargamento dell'UE, alle BCN dei nuovi Stati membri sarebbe stata attribuita la facoltà, ma non l'obbligo, di connettersi all'attuale sistema Target. Data la limitata vita residua di quest'ultimo e al fine di contenere i costi, l'Eurosistema ha sviluppato soluzioni alternative alla piena integrazione che consentono alle BCN dei nuovi Stati membri di connettere i loro sistemi a Target.

La Polonia è stata il primo nuovo Stato membro a connettersi a Target. Il 7 marzo 2005 il sistema RTGS in euro (SORBNET-EURO) della Narodowy Bank Polski si è collegato a Target attraverso il sistema RTGS della Banca d'Italia (BI-REL).

Tavola 12 Pagamenti gestiti da Target ¹⁾

Volume (numero di transazioni)	2004	2005	var. perc.
Pagamenti complessivi			
Totale	69.213.486	76.150.602	9
Media giornaliera	267.234	296.306	10
Pagamenti all'interno degli Stati membri²⁾			
Totale	52.368.115	58.467.492	10
Media giornaliera	202.193	227.500	11
Pagamenti fra Stati membri			
Totale	16.845.371	17.683.110	5
Media giornaliera	65.040	68.806	5

Valore delle transazioni (in miliardi di euro)	2004	2005	var. perc.
Pagamenti complessivi			
Totale	443.992	488.900	9
Media giornaliera	1.714	1.902	10
Pagamenti all'interno degli Stati membri²⁾			
Totale	297.856	324.089	8
Media giornaliera	1.150	1.261	9
Pagamenti fra Stati membri			
Totale	146.137	164.812	11
Media giornaliera	564	641	12

Fonte: BCE.

1) I giorni di operatività sono stati 259 nel 2004 e 257 nel 2005.

2) Incluso il traffico di partecipanti in accesso remoto.

Tavola 13 Disponibilità complessiva di Target

(valori percentuali)

Sistema RTGS	2005
EPM (BCE)	99,52
ELLIPS (BE)	99,66
KRONOS (DK)	99,84
RTGSplus (DE)	99,24
HERMES euro (GR)	99,80
SLBE (ES)	99,93
TBF (FR)	99,62
IRIS (IE)	99,93
BI-REL (IT)	99,89
LIPS-Gross (LU)	99,93
TOP (NL)	100,00
ARTIS (AT)	99,86
SORBNET-EURO (PL)	100,00
SPGT (PT)	99,97
BOF-RTGS (FI)	99,98
E-RIX (SE)	99,89
CHAPS Euro (UK)	99,97
Disponibilità complessiva del sistema	99,83

Fonte: BCE.

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

Il SEBC intrattiene stretti rapporti con gli utenti di Target al fine di assicurare che alle loro esigenze sia prestata giusta considerazione e che esse trovino un'adeguata risposta. Come negli anni precedenti, anche nel 2005 si sono tenuti incontri periodici tra le 16 BCN collegate a Target e i gruppi nazionali di utenti (*Target user groups*). Sono state inoltre organizzate riunioni congiunte del *Working Group* su Target2 del SEBC e del *TARGET Working Group* del settore bancario europeo per la discussione degli aspetti operativi relativi a Target. Le questioni strategiche sono state affrontate in seno al Gruppo di contatto sulla strategia per i pagamenti in euro, forum al quale partecipano esponenti dell'alta direzione delle banche commerciali e delle banche centrali. L'Eurosistema, in qualità di gestore di uno dei maggiori sistemi RTGS al mondo, è in stretto contatto con i gestori di sistemi analoghi in altre aree valutarie. L'intensificarsi delle interrelazioni, quali ad esempio quelle derivanti dall'operatività del sistema *Continuous Linked Settlement*, ha fatto emergere l'esigenza di discutere congiuntamente gli aspetti operativi.

2.2 IL SISTEMA TARGET2

L'8 febbraio 2005 la BCE ha pubblicato il primo rapporto sullo stato di avanzamento di Target2, contenente informazioni sulle decisioni assunte dal Consiglio direttivo nel dicembre 2004 sui servizi di Target2, sullo schema tariffario per i servizi di base e sulla migrazione al nuovo sistema. Il rapporto fornisce altresì una visione d'insieme sull'articolazione complessiva del progetto.

Il secondo rapporto sullo stato di avanzamento, che è stato pubblicato il 21 ottobre 2005, descrive le decisioni adottate dal Consiglio direttivo con particolare riferimento alla prevista data di avvio di Target2, al calendario delle diverse finestre di migrazione, alle tariffe dei servizi per l'utilizzo accentrato delle disponibili

sui vari conti (*liquidity pooling*) e al regime tariffario per il regolamento dei sistemi ausiliari. Il rapporto illustra inoltre il piano tariffario per i servizi di base di Target2, sul quale verrà acquisito il punto di vista della comunità bancaria prima di prendere una decisione finale. Il rapporto fornisce altresì dettagli sull'articolazione della giornata operativa di Target2 e sui lavori in corso in merito alle misure di emergenza.

I lavori preparatori condotti nel 2005 sono stati principalmente diretti a finalizzare le specifiche funzionali. Una versione provvisoria delle specifiche funzionali di dettaglio per gli utenti (*User Detailed Functional Specifications, UDFS*) è stata ultimata alla fine di agosto 2005, in stretta collaborazione con la comunità degli utenti di Target. La versione finale delle UDFS (versione 2.0) è stata resa disponibile agli utenti il 30 novembre. L'ultimazione delle UDFS ha consentito di compiere progressi nello sviluppo e nella realizzazione tecnica della piattaforma unica condivisa (*Single Shared Platform*) per Target2, nonché nell'adattamento dei sistemi interni dei singoli partecipanti per la connessione al nuovo sistema.

In merito alla prevista data di avvio di Target2, il 17 giugno 2005 il Consiglio direttivo ha comunicato al mercato la conclusione del periodo di consultazione degli utenti sul progetto e lo slittamento della data di partenza della prima finestra di migrazione alla seconda metà del 2007. Dopo un'attenta revisione della pianificazione del progetto, il 19 novembre 2007 è stato scelto come data di migrazione per il primo gruppo di paesi. Si prevede che tutte le banche centrali partecipanti a Target2, insieme alle rispettive piazze finanziarie, utilizzeranno il nuovo sistema entro maggio 2008. Le banche centrali di Svezia e Regno Unito hanno deciso di non aderire a Target2.

Nel 2005 un'altra importante area di attività ha riguardato la preparazione delle future operazioni di collaudo e migrazione. L'Eurosistema ha deciso di articolare il processo di migrazione in quattro finestre temporali, riservando

l'ultima a fini di emergenza. Le banche centrali sono state suddivise in gruppi e migreranno insieme alle rispettive piazze finanziarie secondo il seguente calendario: 19 novembre 2007, 18 febbraio 2008, 19 maggio 2008 e 15 settembre 2008 (qualora la finestra d'emergenza debba essere utilizzata). Nel maggio scorso l'Eurosistema ha pubblicato i "profili nazionali di migrazione" che forniscono una visione d'insieme dei moduli prescelti dalle banche centrali alla data in cui migreranno a Target2. Le attività di collaudo vedranno il coinvolgimento graduale degli utenti in base alle finestre di migrazione in cui sono collocati. In ciascuna finestra, sono previste diverse fasi di test a livello di singola istituzione, di intera comunità bancaria nazionale e in ambito europeo. L'avvio delle attività di collaudo con le banche centrali è previsto per gli inizi del 2007. Alla fine di ottobre 2005 è stato pubblicato sui siti Internet delle BCN un documento contenente una descrizione generale degli aspetti relativi alla pianificazione e all'organizzazione delle attività di collaudo con gli utenti.

Lo schema tariffario per i servizi di base mira a contemperare due principali obiettivi: da un lato assicurare un'ampia partecipazione al sistema, cioè non scoraggiare le istituzioni minori dall'aderire direttamente; dall'altro, garantire che le tariffe risultino allettanti per i principali operatori di mercato, che attualmente regolano una quota rilevante di operazioni in Target. Lo schema provvisorio presentato nel secondo rapporto sullo stato di avanzamento consente ai partecipanti di optare tra due regimi tariffari alternativi: a) un canone mensile contenuto di 100 euro più una tariffa fissa di 0,80 euro per operazione oppure b) un canone mensile di 1.250 euro più una tariffa unitaria di tipo regressivo compresa tra 0,60 e 0,20 euro per operazione. Il canone mensile è un importo fisso che ogni partecipante deve pagare su ciascuno dei conti di regolamento detenuti. Le tariffe medie dello schema tariffario provvisorio risultano, in pressoché tutti i paesi interessati, considerevolmente più contenute rispetto a quelle dell'attuale sistema Target. Tutte le banche centrali, indipendentemente dalle rispettive date di



migrazione, applicheranno lo schema tariffario di Target2 solo quando i paesi del terzo gruppo di migrazione saranno entrati nella piattaforma condivisa, ossia dal maggio 2008.

Si è inoltre lavorato sulle questioni contrattuali e sugli altri aspetti giuridici connessi a Target2, nonché sull'assetto operativo (ad es. sulle misure di emergenza e sull'interazione con i sistemi ancillari). L'Eurosistema continuerà a ricercare il dialogo e la stretta cooperazione della comunità degli utenti di Target per la restante durata del progetto e riferirà periodicamente sui progressi compiuti.

2.3 L'UTILIZZO TRANSFRONTALIERO DELLE GARANZIE

Le attività stanziabili a garanzia di tutti i tipi di operazioni di credito dell'Eurosistema possono essere utilizzate a livello transfrontaliero tramite il Modello di banche centrali corrispondenti (*Correspondent central banking model*, CCBM) o attraverso i collegamenti diretti (*eligible links*) tra i sistemi di regolamento delle transazioni in titoli (SRT) dell'area dell'euro. Mentre i collegamenti diretti costituiscono una soluzione elaborata dal mercato, il CCBM è offerto dall'Eurosistema.

L'ammontare delle garanzie utilizzate su base transfrontaliera detenute dall'Eurosistema è cresciuto dai 370 miliardi di euro del dicembre 2004 ai 444 miliardi del dicembre 2005. Complessivamente, alla fine dello scorso anno le garanzie utilizzate su base transfrontaliera rappresentavano il 49,1 per cento delle garanzie totali fornite all'Eurosistema. Questi dati confermano la tendenza osservata negli anni precedenti verso una crescente integrazione dei mercati finanziari nell'area dell'euro e una maggiore inclinazione delle controparti a detenere in portafoglio attività localizzate in altri paesi dell'area.

IL MODELLO DI BANCHE CENTRALI CORRISPONDENTI

Il CCBM rimane il principale canale impiegato per il trasferimento transfrontaliero di garanzie ai fini dell'esecuzione delle operazioni di politica monetaria e di credito infragiornaliero da parte dell'Eurosistema. Nel 2005 esso ha gestito il 36,7 per cento delle garanzie totali fornite all'Eurosistema nel 2005. Le attività detenute in custodia tramite il CCBM sono salite da 298 miliardi di euro a fine 2004 a 353 miliardi di euro a fine 2005.

In vista della futura realizzazione di un nuovo sistema di garanzie dell'Eurosistema, approvata dal Consiglio direttivo a luglio 2005, nello stesso anno sono cominciati i lavori per la revisione dell'assetto tecnico-operativo del CCBM. Tale sistema prevede una lista unica di attività idonee e consente l'utilizzo dei prestiti bancari come garanzia in qualsiasi paese dell'area dell'euro. Inoltre, sono state avviate iniziative preliminari volte ad integrare alcuni dei nuovi Stati membri dell'UE nell'assetto del CCBM in previsione del futuro allargamento dell'area dell'euro.

Data la mancanza di una valida alternativa di mercato al servizio CCBM, che è stato concepito come un sistema provvisorio in assenza di una soluzione di mercato per tutta l'area dell'euro, la BCE ha cominciato ad analizzare le possibili modalità per sviluppare l'assetto ope-

rativo per la gestione delle garanzie nell'Eurosistema.

COLLEGAMENTI DIRETTI TRA SISTEMI NAZIONALI DI REGOLAMENTO TITOLI

Gli SRT possono essere collegati sulla base di rapporti contrattuali e operativi per consentire il trasferimento transfrontaliero di titoli idonei da un sistema all'altro. Una volta che i titoli sono stati trasferiti tramite tali collegamenti a un altro SRT, essi possono essere utilizzati secondo le procedure locali allo stesso modo di qualunque garanzia nazionale. Attualmente le controparti dispongono di 59 collegamenti, di cui solo un numero limitato è utilizzato attivamente. Inoltre, tali collegamenti coprono soltanto parte dell'area dell'euro. I collegamenti sono considerati idonei per le operazioni di credito dell'Eurosistema se soddisfano i nove standard per gli utenti (*user standards*) definiti dall'Eurosistema⁶. L'Eurosistema sottopone a valutazione ogni nuovo collegamento o aggiornamento dei collegamenti già ritenuti idonei sulla base di questi standard. Nel 2005 tre collegamenti idonei esistenti sono stati aggiornati e valutati positivamente.

Le garanzie detenute tramite collegamenti sono cresciute dai 72 miliardi di euro del dicembre 2004 ai 91 miliardi dello stesso mese del 2005, rappresentando l'8,6 per cento del totale delle garanzie, transfrontaliere e nazionali, detenute dall'Eurosistema nel 2005.

Nel 2005 l'Eurosistema ha deciso che i collegamenti indiretti (*relayed links*) fra SRT possono essere utilizzati per il trasferimento transfrontaliero di garanzie all'Eurosistema. Per collegamento indiretto si intende un accordo tecnico-contrattuale che consente a due SRT non direttamente connessi di regolare una transazione tramite un terzo SRT. Per evitare che l'Eurosistema venga esposto a rischi inaccettabili, un collegamento indiretto usato dagli operatori di mercato sarà considerato idoneo solo

⁶ *Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations* (Requisiti per l'utilizzo dei sistemi di regolamento dei titoli nelle operazioni di credito del SEBC), gennaio 1998.

se il collegamento stesso e gli SRT collegati soddisfano gli standard utente dell'Eurosistema. In tale contesto, è stata messa a punto una metodologia per la valutazione dei collegamenti indiretti da parte dell'Eurosistema. Il primo gruppo di valutazioni dei collegamenti indiretti è cominciato nel 2005.

3 LE BANCONOTE E LE MONETE

3.1 LA CIRCOLAZIONE DELLE BANCONOTE E DELLE MONETE

DOMANDA DI BANCONOTE E MONETE IN EURO

Nel 2005 il valore delle banconote in euro in circolazione è aumentato di 63,9 miliardi di euro, a 565,2 miliardi di euro (cfr. figura 42). Il tasso di crescita annuale è risultato pari a 12,8 per cento contro il 15,0 per cento del 2004. Il numero di biglietti in circolazione è salito a 10,4 miliardi alla fine del 2005, con un tasso di crescita del 7,4 per cento, contro il 6,8 per cento del 2004 (cfr. figura 43). Le analisi statistiche indicano che il persistente aumento della domanda di banconote in euro è ascrivibile in parte ai mercati esterni all'area dell'euro. Si stima che una quota compresa tra il 10 e il 20 per cento delle banconote in euro in circolazione sia detenuta da non residenti nell'area dell'euro, principalmente come riserva di valore oppure come moneta parallela.

Il valore delle banconote in euro in circolazione ha continuato ad aumentare più del numero dei biglietti nel 2005, come avvenuto ogni anno sin dal cambio del segno monetario. Ciò indica il perdurare di una forte domanda di banconote di taglio elevato. I profili di crescita dei singoli tagli sono stati simili agli andamenti osservati nel 2004: la circolazione dei biglietti da 5, 10, 20 e 200 euro è aumentata moderatamente a tassi compresi tra il 3,1 e il 3,9 per cento, men-

tre quella delle banconote da 50, 100 e 500 euro è cresciuta marcatamente, a tassi rispettivamente dell'11,4, del 10,8 e del 20,9 per cento (cfr. figura 44).

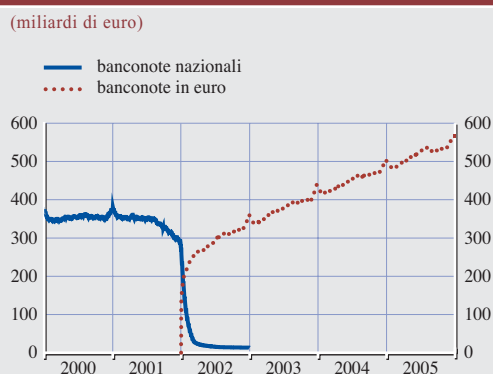
Dal gennaio 2003 le monete in euro in circolazione hanno continuato ad aumentare sia in termini di valore sia di volume. Durante il 2005 il loro valore (al netto delle scorte detenute dalle BCN) è aumentato dell'8,5 per cento, da 15,3 a 16,6 miliardi di euro. Il numero delle monete in euro in circolazione si è accresciuto del 12,1 per cento, da 56,2 a 63,0 miliardi di pezzi. Il forte incremento della quantità è principalmente riconducibile a una maggiore domanda di monete di basso valore.

GESTIONE DELLE BANCONOTE DA PARTE DELL'EUROSISTEMA

Nel 2005 è proseguita la lieve tendenza al rialzo degli esiti e degli introiti di banconote in euro già osservata negli anni precedenti. Il numero totale delle banconote in euro emesse è ammontato a 31,3 miliardi, mentre 30,6 miliardi sono rientrati presso le casse delle BCN.

Tutte le banconote introitate dalle BCN dell'area dell'euro vengono autenticate e sottoposte a verifica qualitativa, al fine di valutarne l'idoneità all'uso, mediante apparecchiature completamente automatizzate. Nel corso del 2005 è stato verificato in tal modo circa 1 miliardo di

Figura 42 Valore totale delle banconote in circolazione nel periodo 2000-2005



Fonte: BCE.

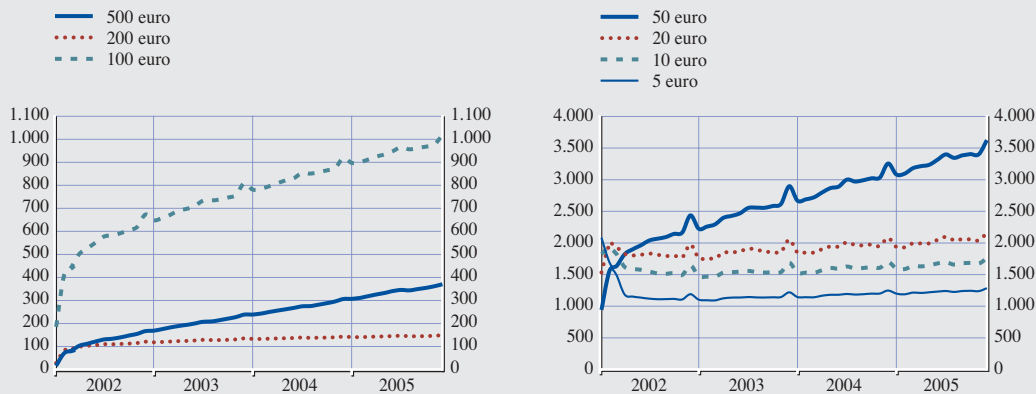
Figura 43 Numero totale delle banconote in euro in circolazione nel periodo 2002-2005



Fonte: BCE.

Figura 44 Numero delle banconote in euro in circolazione nel periodo 2002-2005

(milioni)



Fonte: BCE.

banconote in più rispetto all'anno precedente. Circa 4,3 miliardi di banconote sono state distrutte in quanto sporche o logore e, pertanto, non più idonee alla circolazione.

3.2 LA CONTRAFFAZIONE DELLE BANCONOTE IN EURO E I RELATIVI DETERRENTI

CONTRAFFAZIONE DELLE BANCONOTE IN EURO

Il numero delle contraffazioni segnalate nel 2005 è rimasto stabile. Dall'inizio del 2004 alla fine del 2005 sono stati ritirati dalla circolazione in media circa 49.000 biglietti contraffatti al mese. Nel 2005 i falsi ricevuti dai centri nazionali di analisi⁷ sono stati circa 582.000, un numero molto simile a quello del 2004 (594.000). Il pubblico può continuare a fare affidamento sulla sicurezza dell'euro, che rimane una valuta a elevata protezione sia per i sofisticati elementi di sicurezza sia per l'efficacia dell'azione delle forze dell'ordine euro-

pee e nazionali. Tuttavia, la BCE consiglia ai cittadini di continuare a prestare attenzione e ricordare il metodo basato sulle tre parole chiave "toccare-guardare-muovere"⁸. La figura 45 mostra l'andamento dei ritiri dalla circolazione dei biglietti contraffatti; i valori sono stati rilevati a intervalli semestrali a partire dall'introduzione dell'euro. Dalla tavola 14 è possibile osservare che il taglio da 50 euro risulta quello maggiormente contraffatto: dal 2004 la quota dei biglietti da 50 euro falsi è aumentata, mentre quella dei biglietti da 100 euro contraffatti ha registrato una corrispondente diminuzione.

DETERRENTI ALLA CONTRAFFAZIONE

La BCE continua a collaborare con le BCN dell'area dell'euro, l'Europol e la Commissione europea (in particolare con l'Ufficio europeo per la lotta antifrode, OLAF) per la lotta alla contraffazione dell'euro. L'Eurosistema si adopera, sia all'interno che all'esterno dell'UE, nella formazione di esperti della gestione del contante ai fini del riconoscimento e del trattamento delle banconote contraffatte.

Tavola 14 Distribuzione delle banconote false per taglio

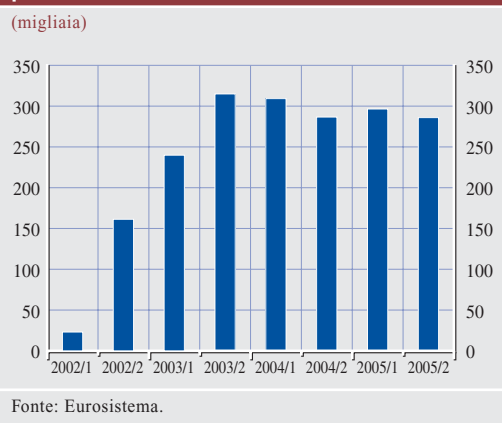
	5 euro	10 euro	20 euro	50 euro
Percentuale	1	7	21	59
	100 euro	200 euro	500 euro	Totale
Percentuale	7	4	1	100

Fonte: Eurosistema.

7 Centri stabiliti in ciascuno degli Stati membri dell'UE per l'analisi iniziale delle banconote in euro contraffatte svolta a livello nazionale.

8 Per i dettagli, consultare il sito Internet della BCE (<http://www.ecb.int/bc/banknotes/security/html/index.en.html>).

Figura 45 Numero di banconote in euro false ritirate dalla circolazione nel periodo 2002-2005



L'*International Counterfeit Deterrence Centre* (ICDC) valuta le nuove apparecchiature di riproduzione e i nuovi sistemi di deterrenza alla contraffazione e sostiene il *Central Bank Counterfeit Deterrence Group* (un gruppo di 27 banche centrali che collaborano sotto l'egida dei Governatori delle Banche centrali del G10). La crescita dell'impiego di sistemi di deterrenza alla contraffazione ha determinato un significativo aumento dell'attività per l'ICDC. Continua a essere sviluppata l'infrastruttura a sostegno della lotta alla contraffazione e, in particolare, l'aggiornamento del sito Internet www.rulesforuse.org ha migliorato la comunicazione tra le Autorità emittenti e il pubblico in materia di sistemi di deterrenza alla contraffazione.

3.3 L'EMISSIONE E LA PRODUZIONE DI BANCONOTE

QUADRO DI RIFERIMENTO PER L'INDIVIDUAZIONE DEI BIGLIETTI FALSI E PER LA SELEZIONE DI QUELLI NON PIÙ IDONEI ALL'USO

Al fine di assicurare l'autenticità e la buona qualità delle banconote in circolazione, nel gennaio 2005 la BCE ha pubblicato un quadro di riferimento per l'individuazione dei biglietti falsi e per la selezione di quelli non più idonei all'uso da parte delle banche e degli altri gestori professionali del contante. Tale quadro defini-

sce una politica comune per il ricircolo delle banconote che gli enti creditizi e gli altri gestori professionali ricevono dalla loro clientela. Inoltre, fornisce loro assistenza nell'assolvere agli obblighi stabiliti dall'articolo 6 del Regolamento (CE) n. 1338/2001 relativo all'individuazione e al ritiro di banconote in euro contraffatte. Al fine di salvaguardare la coerenza dell'applicazione del quadro di riferimento all'interno dell'Eurosistema, nel dicembre 2005 il Consiglio direttivo ha adottato un manuale di procedure. Le BCN saranno responsabili dell'attuazione del quadro, tenendo conto della situazione nazionale (per esempio, del contesto economico, della struttura bancaria, dell'attuale articolazione territoriale della BCN e del ruolo da questa svolto nel ciclo di cassa), al più tardi entro la fine del 2006. Inoltre, vi sarà un periodo transitorio della durata di due anni, che terminerà non oltre la fine del 2007, affinché le banche e gli altri gestori professionali del contante adattino le procedure e le apparecchiature utilizzate.

Un elemento fondamentale del quadro di riferimento è l'obbligo degli enti creditizi e degli altri gestori professionali di controllare l'autenticità dei biglietti e, sulla base dei requisiti minimi previsti per l'attività di selezione, l'idoneità alla circolazione di tutte le banconote in euro ricevute dai clienti e restituite ad altri clienti. qualora le banche e gli altri soggetti interessati decidano di non effettuare il ricircolo del contante, il loro fabbisogno di biglietti in euro potrà continuare a essere soddisfatto dalle BCN.

Le banconote erogate dalle banche tramite distributori automatici di contante (*automated teller machines*, ATM) saranno controllate attraverso apparecchiature di selezione e di autenticazione dei biglietti che abbiano superato i test effettuati dalle BCN dell'area dell'euro per verificarne la conformità ai criteri dettati dal quadro di riferimento. Si nutrono aspettative che anche altre organizzazioni che gestiscono ATM, in particolare gli operatori del commercio al dettaglio, effettuino controlli sulle banconote in conformità con questi standard. L'Eurosistema seguirà gli sviluppi in tale ambito.

Il quadro di riferimento stabilisce altresì che gli enti creditizi e gli altri gestori professionali di contante forniscano alle BCN informazioni riguardo alle loro attività di gestione del contante per consentire all'Eurosistema di verificare l'osservanza del quadro stesso. Nel dicembre 2004 il Consiglio direttivo ha deciso che questa raccolta di dati sarebbe stata messa a punto nei dettagli dall'Eurosistema, dopo aver consultato il settore bancario. A tal fine, nel 2005 l'Eurosistema ha istituito una *task force* congiunta con rappresentanti del *Cash Working Group* del Consiglio europeo per i pagamenti e dell'Associazione europea delle aziende di trasporto valori. Seguendo un approccio orientato all'efficienza in termini di costo, le istituzioni che rimettono in circolazione i biglietti in euro tramite gli ATM segnaleranno alle BCN una quantità limitata di informazioni chiave relative all'infrastruttura per la gestione del contante e dati operativi sul trattamento delle banconote.

LA CREAZIONE DI UN PROGRAMMA PILOTA PER LA CUSTODIA DI BANCONOTE IN EURO AL DI FUORI DELL'AREA

La BCE sta considerando la creazione di un programma pilota volto alla custodia di banconote in euro al di fuori dell'area (*extended custodial inventory*, ECI) per agevolare la loro distribuzione internazionale e migliorare la sorveglianza sulla circolazione esterna all'Eurosistema, poiché si stima che all'esterno dell'area sia detenuto fra il 10 e il 20 per cento del valore totale dei biglietti in euro in circolazione. Un ECI è un deposito di contante gestito da una banca privata (banca ECI) sulla base di un accordo di custodia. In base a tale programma, le banche ECI fornirebbero informazioni sulla destinazione e l'origine delle banconote trattate, raccoglierebbero dati sui falsi ritirati e selezionerebbero i biglietti non idonei alla circolazione, ragguagliando l'Eurosistema con dati sull'utilizzo dell'euro al di fuori dell'area e sul fenomeno della contraffazione. Le banche ECI potrebbero anche diffondere informazioni riguardanti l'introduzione di una nuova serie di biglietti in euro e facilitare la sostituzione di una vecchia serie. Prima di prendere una decisione finale sulla creazione e sul funzionamento di tale programma, la BCE pren-



derà in considerazione l'avvio di una sperimentazione, della durata di un anno, con due banche situate in Asia.

ACCORDI DI PRODUZIONE

Nel 2005 sono stati prodotti complessivamente 3,63 miliardi di banconote in euro, rispetto agli 1,6 miliardi del 2004. La crescita della produzione può essere ascritta ai seguenti fattori: a) la riduzione dei livelli delle scorte delle BCN nel 2004, b) un aumento della circolazione nel 2005, c) un incremento del numero di banconote in circolazione che necessitavano di essere sostituite e d) la decisione di produrre nel 2005 una quota del futuro fabbisogno di biglietti. Questa decisione dovrebbe ridurre i picchi di produzione attesi per il futuro e consentire un utilizzo più efficiente della capacità produttiva negli anni a venire.

Nel 2005 l'allocazione della produzione di banconote in euro ha continuato a essere basata sul sistema di *pooling* decentrato adottato nel 2002. Secondo questo accordo, ciascuna BCN dell'area dell'euro è responsabile dell'approvvigionamento di una quota del fabbisogno totale di biglietti a essa assegnata per determinati tagli. La tavola 15 fornisce una panoramica dell'assegnazione delle quote di produzione nel 2005.

Tavola 15 Assegnazione della produzione di banconote nel 2005

Taglio	Quantità (in milioni di banconote)	BCN incaricate della produzione
5 euro	530	FR
10 euro	1.020	DE, GR, IE, AT
20 euro	700	ES, FR, NL, PT, FI
50 euro	1.100	BE, DE, ES, IT, NL
100 euro	90	IT
200 euro	-	-
500 euro	190	DE, LU
Totale	3.630	

Fonte: BCE.

gno sarà basato sul tema “epoche e stili” della serie corrente.

LA SECONDA SERIE DI BANCONOTE IN EURO

In seguito all’approvazione del Consiglio direttivo del piano d’azione per lo sviluppo, la stampa e l’emissione della seconda serie di banconote in euro, sono iniziati i lavori finalizzati a questo progetto e stanno procedendo bene. Le fasi principali del progetto sono la determinazione dei requisiti funzionali e tecnici di diversi gruppi di utilizzatori di biglietti, la validazione industriale per identificare potenziali problemi di stampa su ampia scala, la progettazione e l’originazione, la produzione pilota, la stampa su ampia scala e la sequenza di emissione.

Sulla base di ricerche di mercato e delle consultazioni avvenute con associazioni europee dei consumatori e con l’Unione europea dei non vedenti, si sta provvedendo alla definizione di requisiti funzionali fondamentali per le nuove banconote, che includono le caratteristiche di sicurezza. Il processo di consultazione ha anche coinvolto il sistema bancario europeo, le aziende di trasporto valori, il settore del commercio al dettaglio e le imprese che gestiscono distributori automatici, nonché l’associazione dei produttori di apparecchiature per le banconote.

Il primo biglietto della nuova serie dovrebbe essere emesso verso la fine di questo decennio. Il momento e la sequenza esatti dell’emissione dipenderanno dai progressi compiuti nel processo di innovazione delle caratteristiche di sicurezza e dalla situazione delle contraffazioni. Nella seconda serie verrà mantenuta l’attuale scala dei tagli delle banconote in euro e il dise-

4 LE STATISTICHE

La BCE, assistita dalle BCN, raccoglie, elabora e pubblica un'ampia gamma di statistiche che sono di supporto alla politica monetaria dell'area dell'euro e ai vari compiti del SEBC. Come negli anni precedenti, anche nel 2005 la produzione delle statistiche si è svolta in maniera regolare. Inoltre, sono state rese disponibili nuove statistiche in conformità alla strategia di medio periodo adottata in questo campo dalla BCE, che ha continuato a contribuire all'armonizzazione dei concetti statistici e alla promozione della loro osservanza in cooperazione con le istituzioni comunitarie e le altre organizzazioni internazionali.

4.1 GLI SVILUPPI STATISTICI GENERALI NELL'AREA DELL'EURO

Negli ultimi anni sono stati raggiunti risultati significativi nello sviluppo delle statistiche per l'area dell'euro. Il quadro statistico di riferimento per l'area mira a cogliere in anticipo i cambiamenti in atto nei mercati finanziari e nell'economia in generale, colmando alcune lacune statistiche residue individuate dagli utenti interni ed esterni alla BCE. Nel conseguimento di tali obiettivi, la BCE si impegna fermamente a operare con efficienza e a contenere il più possibile l'onere per gli enti segnalanti. Le proposte relative a statistiche nuove o a modifiche sostanziali di quelle esistenti sono pertanto soggette a una valutazione in termini di costi e benefici che coinvolge i soggetti segnalanti, i responsabili delle elaborazioni e gli utenti.

Si sta attribuendo la massima priorità alla progettazione e all'elaborazione di un sistema di conti trimestrali, finanziari e non, per l'area dell'euro suddivisi in base al settore istituzionale; l'Eurosistema sta preparando tali statistiche insieme alla Commissione europea (Eurostat) e agli istituti nazionali di statistica (INS). Ci si attende che il sistema integrato di conti sia pronto nel 2007. Esso mostrerà l'interazione fra vari settori dell'economia, ossia le società non finanziarie, le società finanziarie, le amministrazioni pubbliche e le famiglie, e fra questi settori e il resto del mondo. Inoltre fornirà un

quadro di riferimento per analizzare i collegamenti fra gli andamenti finanziari e non nell'economia, con particolare riguardo a grandezze come i risparmi e gli investimenti delle famiglie e delle imprese, il disavanzo pubblico e il PIL. Nel tempo, dovrebbe pertanto essere possibile trarre ulteriori indicazioni circa i diversi meccanismi di trasmissione della politica monetaria e analizzare meglio l'impatto degli shock economici sull'area dell'euro. Infine, i conti trimestrali dell'area dell'euro consentiranno di tenere sotto osservazione un'ampia gamma di statistiche e di indicatori fondamentali all'interno di un sistema contabile macroeconomico unitario e coerente.

La BCE sta anche mettendo a punto un quadro di riferimento per la raccolta di statistiche armonizzate sugli intermediari finanziari non monetari (esclusi società di assicurazione e fondi pensione), con un'enfasi particolare sui fondi di investimento, in considerazione del ruolo sempre più importante di queste istituzioni nei mercati finanziari dell'area dell'euro.

I preparativi per il futuro allargamento dell'area dell'euro costituiscono un altro elemento fondamentale della strategia a medio termine per le statistiche della BCE. Quest'ultima ha collaborato da vicino con le BCN degli Stati membri non appartenenti all'area dell'euro per assicurare che l'ampia gamma di dati che ricadono sotto la sua responsabilità primaria venga segnalata a partire dalla data in cui quei paesi aderiranno all'area dell'euro. È stata adottata una politica generale per la trasmissione dei dati rilevanti del passato da parte di tutti gli Stati membri dell'UE al fine di garantire che siano disponibili serie storiche sufficientemente lunghe a fronte di qualsiasi allargamento dell'area dell'euro.

La BCE coopera da vicino con l'Eurostat e altre organizzazioni internazionali ed è attivamente coinvolta nell'aggiornamento in corso di standard statistici mondiali come il *System of National Accounts* (SNA93) e il manuale della bilancia dei pagamenti dell'FMI. L'ulteriore sviluppo e applicazione di standard statistici

concordati a livello internazionale e di precise regole di condotta in campo statistico permette l'elaborazione di aggregati significativi per l'area dell'euro, consente raffronti fra paesi e contribuisce all'affidabilità e all'indipendenza delle statistiche ufficiali.

4.2 STATISTICHE NUOVE O PIÙ ESAUSTIVE

Il 1° gennaio 2005 è entrato in vigore il regolamento modificato della BCE relativo al bilancio consolidato delle IFM. Tale regolamento obbliga gli enti creditizi e i fondi comuni monetari a continuare a segnalare i dati sui depositi e i prestiti al valore nominale, indipendentemente dall'applicazione degli *International Financial Reporting Standards* sugli strumenti finanziari, salvaguardando così la base concettuale delle statistiche monetarie.

Da gennaio 2005 la BCE ha pubblicato una scomposizione geografica della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale verso l'estero dell'area dell'euro. Da aprile 2005 la posizione patrimoniale verso l'estero è stata diffusa su base trimestrale. Queste nuove statistiche forniscono maggiori indicazioni circa gli effetti delle transazioni e delle posizioni transfrontaliere sull'economia dell'area dell'euro.

Nel settembre 2005 la BCE ha cominciato a pubblicare indicatori statistici che misurano il grado di integrazione dei principali mercati finanziari dell'area dell'euro, ossia i mercati monetario, obbligazionario, azionario e bancario. Tali indicatori spaziano dai prestiti al dettaglio agli scambi azionari all'ingrosso (cfr. la sezione 3 del capitolo 3).

Sono stati apportati alcuni ulteriori cambiamenti al quadro delle norme della BCE per consentire in futuro la pubblicazione di nuove statistiche. Nell'ambito della menzionata strategia per l'elaborazione di un insieme integrato di conti trimestrali finanziari e non dell'area dell'euro per settore istituzionale, il Consiglio direttivo ha emendato l'indirizzo della BCE sui conti finanziari trimestrali. Ciò assicurerà una

predisposizione più esauriente e tempestiva di questi ultimi dal 2006, con una scomposizione completa per settore e strumento e con informazioni sul settore di controparte per i depositi e i prestiti (dal 2008). Inoltre, l'adozione dell'indirizzo della BCE relativo alle statistiche sulle finanze pubbliche ha agevolato l'integrazione delle statistiche del settore delle amministrazioni pubbliche nei conti trimestrali dell'area dell'euro per settore istituzionale. Da novembre 2005 sono stati pubblicati dati trimestrali sia per il debito pubblico dell'area dell'euro sia per il raccordo disavanzo-debito.

In linea con l'impegno della BCE di migliorare la disponibilità e la qualità delle statistiche per l'area dell'euro, nel 2005 il Consiglio direttivo ha adottato misure per consentire, esclusivamente a fini statistici, lo scambio di informazioni statistiche riservate fra le autorità in materia. La condivisione di dati – sulla base di una stretta riservatezza – evita richieste multiple per le stesse informazioni ai soggetti segnalanti.

Al fine di facilitare la realizzazione dell'area unica dei pagamenti in euro (cfr. capitolo 3), il Consiglio direttivo ha anche approvato l'intenzione della Commissione europea di aumentare la soglia di segnalazione dei pagamenti denominati in euro in seno all'UE per la bilancia dei pagamenti. La proposta implicherebbe che da gennaio 2008 le banche non debbano più segnalare pagamenti transfrontalieri in euro della clientela inferiori a 50.000 euro.

Nel 2005 sono stati realizzati ulteriori miglioramenti per quanto riguarda la diffusione e l'accessibilità delle statistiche. Per alcune statistiche, tavole contenenti sia gli aggregati dell'area dell'euro sia tutti i contributi nazionali a tali aggregati sono state rese disponibili sul sito Internet della BCE e sui siti Internet della maggior parte delle BCN dell'area. Sono inoltre continuati i lavori per fornire ai responsabili delle politiche, ai mezzi di informazione, agli analisti, agli accademici e agli altri utilizzatori delle statistiche un accesso più agevole alle informazioni statistiche sul sito Internet della

BCE. Tali lavori dovrebbero essere completati nella seconda metà del 2006.

4.3 LE STATISTICHE PER LA VALUTAZIONE DELLA CONVERGENZA

Il Trattato stabilisce che rapporti sulla convergenza devono essere redatti dalla BCE e dalla Commissione europea almeno una volta ogni due anni o su richiesta di uno Stato membro che non partecipa all'area dell'euro. I prossimi rapporti sulla convergenza saranno pubblicati nel 2006.

I dati statistici necessari per esaminare la misura in cui gli Stati membri hanno soddisfatto i criteri sulla convergenza relativi ai prezzi, alle finanze pubbliche, ai tassi di cambio e ai tassi di interesse a lungo termine sono forniti dall'Eurostat. La BCE, insieme alle BCN degli Stati membri interessati, assiste l'Eurostat nella produzione delle statistiche sui tassi di interesse a lungo termine e raccoglie ed elabora dati statistici aggiuntivi che integrano i quattro indicatori primari.

Poiché la valutazione del processo di convergenza dipende in misura determinante dalla qualità e dall'integrità delle statistiche sottostanti, la BCE ha tenuto sotto stretta osservazione i recenti sviluppi nell'elaborazione e nella segnalazione delle statistiche, in particolare di quelle sulle finanze pubbliche. In questo contesto, la BCE accoglie con favore le iniziative intraprese dalla Commissione europea relativamente all'attuazione di un Codice di condotta per l'Eurostat e gli INS. Ci si attende che l'osservanza di tale codice rafforzi l'indipendenza, l'integrità e la responsabilità per il proprio operato delle autorità statistiche nazionali e comunitarie, elemento cruciale per la produzione di statistiche affidabili e di alta qualità all'interno dell'UE.



5 LA RICERCA ECONOMICA

L'obiettivo della ricerca economica condotta presso la BCE, così come di quelle nell'insieme dell'Eurosistema, è fornire una solida base concettuale ed empirica per la politica economica. L'attività di ricerca è pertanto mirata ad accrescere la conoscenza del funzionamento dell'economia dell'area dell'euro e a fornire analisi, modelli e altri strumenti utili per la conduzione della politica monetaria dell'area e per l'adempimento di altri compiti dell'Eurosistema.

5.1 I PROGRAMMI DI RICERCA

Nel 2005 l'attività di ricerca si è articolata in sei filoni principali: macroeconomia ed economia monetaria, economia e finanza internazionali, stabilità finanziaria, integrazione finanziaria, modellizzazione macroeconomica e strumenti di previsione, aspetti economici e strutturali di ordine generale.

Nell'area dell'analisi macroeconomica e dell'economia monetaria, i progetti ultimati nel 2005 sono stati incentrati sulla spiegazione dell'andamento dei premi per il rischio nei rendimenti obbligazionari in termini delle variabili economiche fondamentali, consentendo così l'estrazione dai dati di mercato di misure più precise delle attese di inflazione, e sull'analisi di comportamenti non ricardiani e di imperfezioni nel mercato finanziario, quali i vincoli nell'offerta di credito, e del loro ruolo nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Altre tematiche affrontate sono state la rilevanza dei movimenti dei prezzi delle attività per la politica monetaria, l'individuazione di regole di politica monetaria appropriate, il ruolo della moneta, l'importanza dell'attività di comunicazione della banca centrale e le differenze tra gli andamenti economici dei paesi dell'area dell'euro.

Nel campo dell'economia e della finanza internazionali, specifico oggetto di studio sono stati la traslazione delle variazioni del tasso di cambio (*pass-through*), la trasmissione internazionale degli shock, la ripartizione del rischio all'interno di un'unione monetaria, le determi-

nanti degli squilibri mondiali e le informazioni che è possibile estrarre dalla curva dei rendimenti.

Per quanto attiene alla stabilità finanziaria, la ricerca si è incentrata sullo sviluppo di nuove tecniche di misurazione del rischio di instabilità bancaria. Nel campo dell'integrazione finanziaria, un rilevante progetto di ricerca ha riguardato il disegno e il calcolo di indicatori dell'integrazione finanziaria, sia nell'area dell'euro, sia nei nuovi Stati membri dell'Unione europea (cfr. riquadro 10). È stata altresì ultimata una ricerca sulla natura di bene pubblico del sistema Target2.

Nel campo della modellizzazione macroeconomica, progressi significativi sono stati compiuti in relazione al nuovo modello della BCE per l'area nel suo complesso, costruito in linea con i recenti sviluppi della teoria macroeconomica. Rispetto ai suoi predecessori, la nuova generazione di modelli econometrici, altrimenti noti come modelli dinamici stocastici di equilibrio generale (*Dynamic Stochastic General Equilibrium*, DSGE), si basa in misura molto maggiore su fondamenti microeconomici e consente un'analisi più dettagliata degli shock economici. I risultati dei lavori tecnici sul nuovo modello dell'area, insieme ai primi risultati empirici relativi a un altro modello DSGE che incorpora variabili monetarie e finanziarie, sono stati presentati a una conferenza organizzata a dicembre del 2005 in collaborazione con il Board of Governors del Federal Reserve System e con l'FMI.

Al fine di migliorare le proiezioni a breve termine sull'inflazione e sulla crescita del PIL dell'area dell'euro sono stati intrapresi ulteriori lavori, che hanno comportato l'analisi della trasmissione degli shock fra paesi, settori e comparti, l'esame della capacità predittiva delle tendenze inflazionistiche "globali" e il vaglio di opportune procedure di selezione dei modelli. Sono stati inoltre studiati i vantaggi relativi associati a previsioni formulate in termini aggregati o disaggregati, e il contenuto informativo dei dati ad alta frequenza.

Con riferimento agli aspetti economici e strutturali di ordine generale, nel 2005 l'attività di ricerca ha contribuito a una migliore comprensione delle conseguenze derivanti dalle istituzioni del mercato del lavoro, dai fattori che sottendono l'offerta di lavoro e dalle differenze fra paesi in termini di flussi occupazionali e salari reali. È stata inoltre approfondita l'analisi degli effetti delle riforme fiscali, in particolare nei nuovi Stati membri dell'Unione europea.

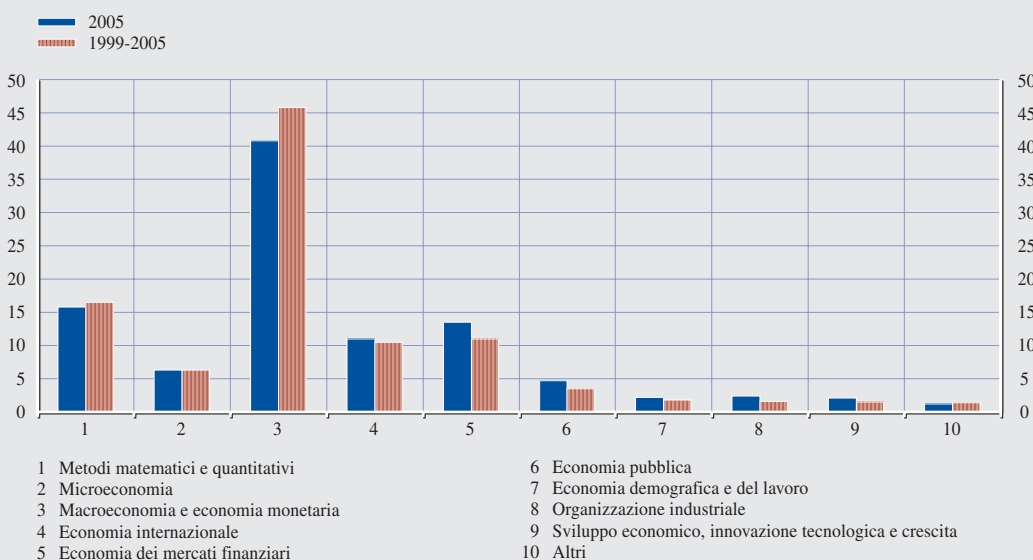
I risultati dei programmi di ricerca condotti in seno alla BCE o in collaborazione con questa sono stati in gran parte presentati nella collana dei *Working Paper* della BCE e, in misura minore, in quella degli *Occasional Paper*, nonché in occasione di diverse conferenze e seminari. Nel 2005 sono stati pubblicati 145 *Working Paper* (contro 126 nel 2004); a 68 di questi (72 nel 2004) hanno contribuito esperti della BCE, mentre i restanti 77 (54 nel 2004) sono stati elaborati da ricercatori esterni nell'ambito di programmi di visita o a seguito di conferenze organizzate dalla BCE. Un numero considerevole degli studi prodotti dal personale della BCE e apparsi nei *Working Paper* dal 1999, anno del



debutto della collana, è già stato o verrà prossimamente pubblicato in riviste accademiche (123) o libri (22). Considerati i lunghi tempi necessari affinché un lavoro appaia in una pubblicazione soggetta alla valutazione di *referee*, tale proporzione, già significativa, aumenterà nel 2006. Dalla figura 46 emerge chiaramente come l'attività di ricerca presso la BCE sia incentrata su temi rilevanti per la politica

Figura 46 Working Paper Series della BCE: classificazione del *Journal of Economic Literature*

(in percentuale)



Fonte: BCE.

economica. I *Working Paper* sono raggruppati per materia, utilizzando la classificazione del *Journal of Economic Literature*: l'argomento più frequente risulta essere macroeconomia ed economia monetaria, seguito da metodi matematici e quantitativi, economia finanziaria ed economia internazionale.

Nel corso dell'anno la BCE ha ospitato diverse conferenze e seminari, fra cui: un seminario sull'attuazione della politica monetaria (dal titolo *Monetary policy implementation in the euro area: lessons from the past and challenges ahead*); la terza conferenza del forum di ricerca internazionale sulla politica monetaria (*International Research Forum on Monetary Policy*); una conferenza sugli effetti che l'UEM sta avendo sull'area dell'euro e sui suoi Stati membri (dal titolo *What effects is EMU having on the euro area and its member countries?*); un seminario su mercato del lavoro e disoccupazione nell'Unione europea (dal titolo *Labour markets in an enlarged European Union: what would raise employment?*), organizzato in collaborazione con il Centre for Economic Policy Research (CEPR); un seminario congiunto con la BRI sulla modellizzazione della struttura per scadenze dei tassi di interesse (dal titolo *Macro-finance modelling of the term structure of interest rates*); la nona conferenza annuale CEPR-European Summer Institute, dedicata alle riforme strutturali e alla crescita economica (dal titolo *Structural reforms and economic growth*); la quarta conferenza organizzata in collaborazione con i dipartimenti di ricerca della Bank of Japan e del Board of Governors del Federal Reserve System, posta sotto l'egida del Comitato sul sistema finanziario globale, che ha avuto come argomento la misurazione del rischio e il rischio sistemico (dal titolo *Risk measurement and systemic risk*); il quarto seminario sulle tecniche di previsione (dal titolo *Forecast evaluation and conditional forecasts*).

5.2 I NETWORK DI RICERCA

L'attività di ricerca della BCE viene spesso condotta nel quadro di *network* organizzati. Si tratta

di gruppi di ricercatori che insieme portano avanti progetti di ampio respiro e con finalità molteplici. Ai *network* partecipano economisti provenienti dalla BCE, dalle banche centrali nazionali dell'area dell'euro, da altre banche centrali o da organizzazioni che svolgono attività di *policy*, nonché membri dell'accademia. La BCE si occupa del coordinamento e del supporto organizzativo, da sola o in collaborazione con altre istituzioni.

Nel 2005 si sono conclusi i lavori dello *Euro-system Inflation Persistence Network*. Questo gruppo, formato da ricercatori di tutte le banche centrali dell'Eurosistema, era stato istituito nel 2003 allo scopo di analizzare le dinamiche dell'inflazione nell'area dell'euro e nelle singole economie nazionali. Per lo studio dei fenomeni della persistenza dell'inflazione e della fissazione dei prezzi è stato usato un ampio insieme di dati, che ha incluso prezzi al consumo e alla produzione a livello di singolo bene e di settore, dati macroeconomici sull'inflazione e risultati di indagini congiunturali. Ventitre studi connessi con le attività del *network* sono apparsi nel 2005 nella collana dei *Working Paper* della BCE. Sono state raccolte osservazioni dalla comunità accademica in occasione di presentazioni dei risultati della ricerca all'assemblea annuale della American Economic Association e al congresso annuale della European Economic Association (per informazioni più dettagliate, cfr. riquadro 4).

Lo *Euro Area Business-Cycle Network*, costituito in collaborazione con il CEPR, fornisce una sede per l'analisi del ciclo economico nell'area dell'euro. A esso partecipano ricercatori provenienti da istituzioni accademiche, banche centrali e altre istituzioni che svolgono attività di *policy*. Nel 2005 il *network* ha organizzato la terza edizione di una scuola di formazione, ospitata dalla Banca d'Italia, su argomenti relativi alle serie temporali e alle metodologie di previsione. Si sono inoltre tenuti due *workshop*: il primo sulla necessità di costituire una base di dati in tempo reale per l'area dell'euro, ospitato dalla Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique, e il secondo su produttività e

ciclo economico nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, presso la Suomen Pankki – Finlands Bank. I risultati dei lavori del *network* sono disponibili in un archivio consultabile su Internet, comprendente 251 studi, nonché in una serie di quaderni di ricerca pubblicati congiuntamente con il CEPR.

Il *Research Network on Capital Markets and Financial Integration in Europe*, lanciato nel 2002 dalla BCE e dal Center for Financial Studies (CFS), mira a stimolare un'attività di ricerca rilevante a fini di politica economica sull'integrazione dei sistemi finanziari in Europa e sui loro legami internazionali. La BCE e il CFS hanno deciso di protrarre l'attività del *network* fino al 2007, individuando tre nuove aree prioritarie per la ricerca, ovvero: (a) nesso tra integrazione e stabilità finanziarie; (b) processo di adesione, sviluppo finanziario e integrazione finanziaria nell'Unione europea; (c) modernizzazione del sistema finanziario e crescita economica in Europa. A queste aree è stato esteso anche il programma di ricerca *Lamfalussy Fellowship*, istituito nell'ambito del *network* stesso. Nel 2005 la Oesterreichische Nationalbank ha organizzato, insieme con la BCE, e ospitato a Vienna una conferenza del *network* su sviluppo, integrazione e stabilità dei sistemi finanziari nei paesi dell'Europa centrale, orientale e sud-orientale (per un approfondimento, cfr. riquadro 10).

6 ALTRI COMPITI E ATTIVITÀ

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

Ai sensi dell'articolo 237, paragrafo d, del Trattato, la BCE ha il compito di accertare il rispetto, da parte delle venticinque BCN dell'UE e della BCE stessa, dei divieti derivanti dagli articoli 101 e 102 del Trattato e dai Regolamenti (CE) nn. 3603/93 e 3604/93 del Consiglio. L'articolo 101 proibisce alla BCE e alle BCN di concedere scoperti di conto o qualsiasi altra forma di facilitazione creditizia a governi e a istituzioni o organismi della Comunità, nonché di acquistare strumenti di debito direttamente da questi. L'articolo 102 vieta qualsiasi misura, non basata su considerazioni prudenziali, che offra a governi e a istituzioni o organi della Comunità un accesso privilegiato alle istituzioni finanziarie. Parallelamente alla BCE, la Commissione europea verifica l'osservanza delle disposizioni sopra menzionate da parte degli Stati membri.

La BCE tiene sotto osservazione anche gli acquisti sul mercato secondario di strumenti di debito emessi dal settore pubblico nazionale e dai settori pubblici di altri Stati membri, effettuati dalle banche centrali dell'UE. Ai sensi del considerando del Regolamento (CE) n. 3603/93 del Consiglio, l'acquisizione di strumenti di debito del settore pubblico sul mercato secondario non deve servire ad aggirare l'obiettivo dell'articolo 101 del Trattato. Tali acquisti non devono diventare una forma di finanziamento monetario indiretto del settore pubblico.

Nel 2005 il Consiglio direttivo ha riscontrato due casi di non ottemperanza ai suddetti requisiti del Trattato e ai relativi Regolamenti del Consiglio. La Banca d'Italia e la Oesterreichische Nationalbank hanno riportato acquisti sul mercato primario di strumenti di debito emessi dalla Banca Europea per gli Investimenti (BEI). Il 13 ottobre 2005 la Banca d'Italia ha acquistato titoli denominati in dollari statunitensi emessi dalla BEI per un ammontare pari a 10 milioni di dollari statunitensi per finalità di gestione delle riserve. Il 14 settembre 2005 la Oesterreichische

Nationalbank ha acquistato titoli denominati in euro emessi dalla BEI per un ammontare pari a 200 milioni. Essendo la BEI un organismo comunitario, tali acquisti costituiscono violazione del divieto di finanziamento monetario derivante dall'articolo 101 del Trattato e dal Regolamento (CE) n. 3603/93 del Consiglio.

Nel caso della Banca d'Italia gli strumenti di debito emessi dalla BEI acquistati nel mercato primario sono stati venduti in data 8 marzo 2006. La Oesterreichische Nationalbank ha venduto gli strumenti di debito emessi dalla BEI acquistati nel mercato primario alla fine del mese di ottobre 2005. Al riguardo entrambe le BCN hanno preso immediati provvedimenti per evitare il ripetersi di tali evenienze nel futuro.

Nel 2004⁹ il Consiglio direttivo ha riscontrato un caso di non ottemperanza da parte di una BCN ai suddetti requisiti del Trattato e ai relativi regolamenti del Consiglio. Nel contesto dei forti rientri di monete nazionali alle BCN a seguito dell'introduzione delle banconote e monete in euro il 1° gennaio 2002, dall'ottobre 2001 al febbraio 2004 la Suomen Pankki – Finlands Bank ha superato il limite del 10 per cento delle monete in circolazione stabilito dall'articolo 6 del Regolamento (CE) n. 3603/93 del Consiglio. La situazione è stata tuttavia completamente corretta nel marzo 2004 e le disposizioni del Trattato sono state da allora rispettate.

6.2 LE FUNZIONI CONSULTIVE

L'articolo 105, paragrafo 4, del Trattato richiede che la BCE sia consultata su ogni proposta di legge comunitaria o nazionale che rientra nella sua sfera di competenza¹⁰. Tutti i pareri della BCE sono pubblicati sul sito Internet della BCE. A partire dal gennaio 2005 i pareri sulle

9 Il riferimento a eventi riguardanti il 2004 in questo Rapporto annuale è dovuto al fatto che la procedura di controllo della BCE ad essi relativa si è conclusa dopo la data ultima di aggiornamento del Rapporto annuale 2004.

10 In conformità con il Protocollo su talune disposizioni relative al Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del Nord allegato al Trattato, l'obbligo di consultare la BCE non si applica al Regno Unito.

proposte di legge nazionali sono stati, di regola, pubblicati immediatamente dopo la loro adozione e successiva trasmissione alle autorità consultatrici, in applicazione della procedura già utilizzata per i pareri sulle proposte di legge comunitarie. Nel giugno 2005 la BCE ha pubblicato una *Guida alla consultazione della Banca centrale europea da parte delle autorità nazionali sui progetti di disposizioni legislative*, volta a fornire assistenza e informazioni pratiche alle autorità nazionali.

Nel 2005 la BCE ha adottato 61 pareri, di cui 13 in risposta a consultazioni da parte del Consiglio UE e 48 in risposta a consultazioni da parte delle autorità nazionali, a fronte di un totale di 39 pareri adottati nel 2004. L'aumento è riconducibile a un maggior numero di consultazioni da parte dei nuovi Stati membri nel loro primo intero anno di appartenenza all'UE. Un elenco dei pareri adottati nel 2005 è allegato al presente Rapporto annuale.

Nei suoi pareri sui nuovi regolamenti del Consiglio UE sulla sorveglianza e sulla procedura per i disavanzi eccessivi in riforma del Patto di stabilità e crescita¹¹, la BCE ha evidenziato che politiche fiscali solide sono essenziali per il successo dell'UEM e costituiscono i presupposti per la stabilità macroeconomica, la crescita e la coesione nell'area dell'euro. Inoltre, la BCE ha considerato necessario mantenere una procedura credibile per i disavanzi eccessivi, ivi inclusa una rigida tempistica (cfr. anche la sezione 1.1 del capitolo 4). La BCE è stata altresì sentita sul regolamento del Consiglio relativo alla futura adozione dell'euro da parte dei nuovi Stati membri¹². La BCE ha ritenuto che la lunghezza massima del periodo di transizione tra l'introduzione dell'euro come valuta dei nuovi Stati membri e l'introduzione delle banconote e monete in euro non dovrebbe essere superiore a tre anni e che periodi di transizione persino inferiori dovrebbero essere incoraggiati. La BCE ha anche sottolineato l'importanza del requisito che il nome della valuta unica sia lo stesso in tutte le lingue ufficiali dell'UE, tenendo conto dell'esistenza di alfabeti diversi¹³.

La BCE ha continuato a essere consultata dalle autorità nazionali su questioni attinenti all'indipendenza delle BCN, incluse quelle di Italia, Lituania, Slovacchia e Spagna, in quanto membri del SEBC¹⁴, nonché su emendamenti degli statuti delle banche centrali di Estonia, Lettonia, Lituania, Slovacchia e Svezia emersi nel contesto del Rapporto sulla convergenza della BCE del 2004¹⁵. La BCE è stata anche sentita dalle autorità nazionali su questioni relative al rispetto del divieto del finanziamento monetario ai sensi dell'articolo 101 del Trattato, ivi inclusi un progetto di legge che autorizza la Oesterreichische Nationalbank a effettuare un deposito su un conto speciale presso l'FMI a beneficio della *Poverty Reduction and Growth Facility* per paesi colpiti da catastrofi naturali¹⁶ e un progetto di legge che autorizza la Banca d'Italia a estendere una facilitazione creditizia alla Repubblica del Libano¹⁷. La BCE ha concluso che il progetto di legge austriaco rispetta il divieto di finanziamento monetario in quanto rientra nell'ambito dell'esenzione prevista dalla legislazione comunitaria per il finanziamento da parte delle BCN degli impegni assunti dal settore pubblico nei confronti dell'FMI¹⁸. Nel caso del progetto di legge italiano, tuttavia, la BCE ha concluso che il finanziamento proposto costituirebbe una forma di finanziamento monetario vietata dal Trattato. La proposta legislativa

11 CON/2005/18 e CON/2005/17 del 3 giugno 2005.

12 CON/2005/51. La BCE è stata anche consultata dalle autorità nazionali di alcuni nuovi Stati membri, tra cui Lituania e Slovenia, sulla legislazione nazionale atta a facilitare la futura introduzione dell'euro in tali Stati membri (cfr. CON/2005/38 e CON/2005/57).

13 La BCE è stata sentita anche su altri significativi progetti di legislazione comunitaria discussi in altre parti del presente Rapporto annuale. Questi includono la proposta per una direttiva sull'adeguatezza patrimoniale (CON/2005/4) e la proposta per una decisione del Consiglio relativa alla firma della Convenzione dell'Aia sui titoli di debito detenuti presso un intermediario (CON/2005/7). Per maggiori dettagli, cfr. la sezione 2 del capitolo 3.

14 CON/2005/25; CON/2005/30; CON/2005/34; CON/2005/38; CON/2005/58.

15 CON/2005/20; CON/2005/26; CON/2005/38; CON/2005/54; CON/2005/59; CON/2005/60.

16 CON/2005/29.

17 CON/2005/1.

18 Ai sensi dell'articolo 7 del Regolamento (CE) n. 3603/93 del Consiglio del 13 dicembre 1993 che specifica le definizioni per l'applicazione del divieto di cui all'articolo 101 del Trattato.

è stata di conseguenza ritirata dalle autorità italiane.

La BCE è stata sentita dalle autorità nazionali in merito a proposte legislative riguardanti l'assetto della vigilanza finanziaria¹⁹. Nel suo parere sul progetto di legge che stabilisce la Česká národní banka come sola autorità di vigilanza finanziaria nella Repubblica ceca, la BCE ha dichiarato che, a fronte del crescente confondersi dei confini tradizionali tra i settori bancario, mobiliare e assicurativo e delle risultanti sfide per la vigilanza prudenziale e la stabilità del sistema finanziario, una BCN con una responsabilità complessiva per i mercati finanziari ha maggiori possibilità di rispondere meglio rispetto a varie autorità di vigilanza con competenze individuali limitate a un particolare settore finanziario. In un'altra consultazione su una proposta legislativa ceca in materia di insolvenza²⁰, la BCE ha accolto favorevolmente il fatto che il progetto di legge riconosca la responsabilità della Česká národní banka per la supervisione delle banche con difficoltà finanziarie e per la decisione di quando la procedura

di insolvenza debba essere avviata contro tali banche.

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

Ai sensi dell'articolo 123, paragrafo 2, del Trattato e dell'articolo 9 del Regolamento (CE) n. 332/2002 del Consiglio, del 18 febbraio 2002, la BCE continua a essere competente per la gestione delle operazioni di indebitamento e di prestito concluse dalla Comunità europea nell'ambito del meccanismo di sostegno finanziario a medio termine. Nel 2005 la BCE non ha svolto alcun compito di gestione. Non esistevano saldi residui a fine 2004 e non sono state aperte nuove operazioni durante il 2005.

19 CON/2005/9; CON/2005/24; CON/2005/26; CON/2005/39.
20 CON/2005/36.

Riquadro 9

I SERVIZI DI GESTIONE DELLE RISERVE OFFERTI DALL'EUROSISTEMA

Nel gennaio 2005 è stato introdotto un nuovo quadro di riferimento per la gestione delle attività di riserva della clientela dell'Eurosistema denominate in euro. Il nuovo quadro, destinato a banche centrali, autorità monetarie e agenzie governative non appartenenti all'area dell'euro, nonché a organizzazioni internazionali, offre una gamma completa di servizi che consentono ai clienti idonei di gestire in modo efficiente le loro attività di riserva denominate in euro. La gamma proposta si estende dall'offerta di conti di deposito in titoli e dei relativi servizi di custodia e di regolamento, ai servizi di cassa e di investimento. Le prestazioni sono offerte, sulla base di condizioni armonizzate e in linea con gli standard generali di mercato, da singole banche centrali dell'Eurosistema (in qualità di fornitori di servizi dell'Eurosistema), che agiscono come fornitori di servizi dedicati. I clienti idonei possono usufruire dell'intera gamma di prestazioni prevista dal nuovo quadro di riferimento rivolgendosi a uno qualsiasi di questi fornitori.

Attualmente i fornitori di servizi dell'Eurosistema sono sei: la Deutsche Bundesbank, il Banco de España, la Banque de France, la Banca d'Italia, la Banque centrale du Luxembourg e De Nederlandsche Bank. Le altre banche centrali dell'Eurosistema possono fornire alcune delle prestazioni previste dal nuovo quadro di riferimento. Inoltre, tutte le banche centrali

dell'Eurosistema indistintamente hanno la facoltà di offrire, su base individuale, ulteriori servizi di gestione delle riserve in euro. La BCE svolge un ruolo di coordinamento generale, garantendo l'ordinato funzionamento dell'assetto.

La clientela interessata ha accolto con favore il nuovo quadro. Sulla scorta dei dati raccolti dalla BCE, il numero di clienti che ha stretto una relazione commerciale con una delle banche centrali dell'Eurosistema risulta essere rappresentativo della popolazione di operatori idonei cui il nuovo quadro di riferimento è destinato. Per quanto concerne i servizi, le disponibilità liquide totali e/o le consistenze in titoli detenute presso l'Eurosistema si sono accresciute rispetto ai livelli precedenti all'introduzione del nuovo quadro. Ciò vale in particolare per le disponibilità dei clienti in titoli di Stato esteri (ossia titoli emessi dalle amministrazioni pubbliche di paesi diversi da quello della banca centrale presso cui sono depositate queste attività). I clienti apprezzano inoltre il servizio automatico di investimento *overnight* previsto dal nuovo assetto, che consente di investire fondi direttamente presso il rispettivo fornitore di servizi e/o sul mercato a tassi di rendimento favorevoli.

Coerentemente con le modalità di offerta già da tempo in uso per questo tipo di servizi, il nuovo assetto fa propri i principi fondamentali della gestione delle riserve ufficiali, quali la sicurezza finanziaria e giuridica e, ciò che è più importante, la riservatezza. Il nuovo quadro di riferimento per i servizi di gestione delle riserve si rivolge alla tradizionale clientela delle banche centrali e risponde pertanto alle esigenze e agli interessi specifici di quelle istituzioni che operano nel medesimo ambito di attività dell'Eurosistema.

Artista

Pep Agut

Titolo

Read your voice, 2000

Materiali

Materiali vari

Formato

190 x 195 cm

© BCE e artista



CAPITOLO 3

LA STABILITÀ FINANZIARIA E L'INTEGRAZIONE

I LA STABILITÀ FINANZIARIA

L'Eurosistema contribuisce alla buona conduzione delle politiche perseguite dalle autorità nazionali competenti in relazione alla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e alla stabilità del sistema finanziario. Esso fornisce altresì consulenza a queste autorità e alla Commissione europea in merito alla portata e all'applicazione della legislazione comunitaria in materia.

I.1 IL MONITORAGGIO DELLA STABILITÀ FINANZIARIA

La BCE, in collaborazione con il Comitato per la vigilanza bancaria (*Banking Supervision Committee*, BSC) del SEBC, tiene sotto osservazione i rischi per la stabilità finanziaria al fine di valutare la capacità del sistema finanziario di assorbire gli shock¹. Particolare attenzione è dedicata alle banche, che costituiscono tuttora i principali intermediari attraverso i quali la liquidità dei depositanti viene incanalata verso i mutuatari nell'area dell'euro, e in quanto tali rappresentano un importante tramite di propagazione dei rischi al resto del sistema finanziario. Data la crescente rilevanza di istituzioni e mercati finanziari di altro tipo, tuttavia, è altresì possibile che le vulnerabilità presenti in questi elementi del sistema finanziario si trasmettano alle banche. Per questo motivo l'attività di monitoraggio prende in esame anche l'andamento di queste altre componenti.

ANDAMENTI CONGIUNTURALI

Nel 2005 la capacità di tenuta del sistema finanziario dell'area dell'euro si è rafforzata. Le istituzioni finanziarie hanno beneficiato dell'espansione dell'attività economica, proseguita a un ritmo piuttosto robusto malgrado i nuovi rincari del petrolio, e del costante miglioramento dei bilanci delle grandi imprese dell'area dell'euro. In siffatto contesto, la redditività delle banche dell'area è ulteriormente cresciuta e si sono rafforzati i conti delle società di assicurazione. Tuttavia, guardando al futuro, le istituzioni finanziarie sono confrontate ad alcuni rischi derivanti ad esempio dall'eventualità di una brusca risoluzione degli squilibri internazionali, dalla vulnerabilità a una correzione dei

prezzi in alcuni mercati del reddito fisso e degli strumenti di credito (già sotto tensione a causa della protratta ricerca di rendimento), e dalla possibilità di aumenti addizionali dei prezzi del petrolio. Inoltre, in alcuni paesi i bilanci delle famiglie sono ancora esposti a eventuali correzioni dei prezzi delle abitazioni.

Nel settore bancario dell'area dell'euro la ripresa della redditività degli istituti di grandi dimensioni iniziata nel 2003 è proseguita anche nel 2005, sebbene sia più difficile effettuare confronti con i dati precedenti per le banche che durante l'anno hanno adottato gli standard contabili internazionali (*International Financial Reporting Standards*, IFRS). Va rilevato come la ripresa sia stata diffusa, estendendosi anche a quei settori bancari nazionali che nel 2003 avevano registrato risultati inferiori alla media. All'origine dell'accresciuta redditività nel 2005 sono stati i minori accantonamenti, la costante crescita dei prestiti al settore delle famiglie (soprattutto per l'acquisto di abitazioni), e un'incipiente ripresa del credito al settore delle imprese. La riduzione dei costi, che aveva contribuito alla redditività bancaria nel 2004, è stata meno pronunciata nel 2005.

Gli accantonamenti a copertura delle perdite su crediti hanno continuato a diminuire nel 2005. Ciò si deve al basso numero di insolvenze nei settori delle famiglie e delle imprese e a un peggioramento solo marginale della qualità degli attivi bancari, mentre le consistenti operazioni di svalutazione e stralcio dei crediti in mora dagli anni precedenti, almeno in alcuni paesi dell'area dell'euro, hanno ridotto l'impatto del rischio di credito sui bilanci delle banche. Vi sono inoltre alcuni riscontri di una diminuzione nel 2005 dell'indice di copertura, ovvero del rapporto fra accantonamenti e sofferenze. Non è tuttavia possibile escludere che il calo degli accantonamenti in termini di flussi, e in alcuni

¹ Da fine 2004 la BCE pubblica un rapporto semestrale sulla stabilità del sistema finanziario dell'area dell'euro dal titolo *Financial Stability Review*. Nel 2005 ha inoltre pubblicato la quarta edizione di *EU banking sector stability*, che presenta i principali risultati del regolare monitoraggio della stabilità del settore bancario da parte del BSC. Questi documenti sono disponibili sul sito Internet della BCE.

paesi di stock, possa renderli inadeguati nell'eventualità di un deterioramento imprevisto del ciclo del credito.

La ripresa della crescita dell'indebitamento delle imprese osservata nel 2004-05, se protratta, potrebbe fornire alle banche un'auspicabile diversificazione delle fonti di reddito, incentrate al momento sul settore delle famiglie. Nondimeno, malgrado l'aumento dei volumi di prestito, il reddito netto da interessi, componente essenziale della redditività delle banche, ha continuato a diminuire nel 2005 per l'erosione del margine di interesse. Il calo è stato determinato dall'appiattimento delle curve dei rendimenti, dal livello persistentemente basso dei tassi di interesse e dalla vigorosa concorrenza fra le banche per l'erogazione di prestiti e la raccolta di depositi. Per quanto riguarda il reddito netto non da interesse, le banche hanno in genere segnalato un aumento dei proventi rivenienti sia da commissioni di vario tipo, sia dall'attività di negoziazione. Talvolta questi sono stati sufficientemente elevati da compensare ampiamente la contrazione del reddito prodotto dalla trasformazione delle scadenze, ossia dall'attività tipica delle banche.

Nonostante gli ulteriori miglioramenti osservati in alcuni paesi, i principali coefficienti di solvibilità per il settore bancario dell'area dell'euro sono rimasti sostanzialmente invariati nel 2004, ultimo anno per cui esistono dati su base consolidata. Dai dati non consolidati disponibili per un insieme di grandi banche dell'area dell'euro si rileva che nel 2005 tali coefficienti sono in certa misura aumentati.

Il settore assicurativo dell'area dell'euro ha ulteriormente incrementato la redditività e la base patrimoniale nel 2005, sebbene il reddito da investimenti sia rimasto modesto in un contesto di bassi tassi di interesse. Il rafforzamento dei bilanci delle società operanti in rami diversi da quello vita è dovuto al miglioramento della redditività dell'attività di sottoscrizione, frutto di una rigorosa disciplina di prezzo. Nel ramo vita, il calo dei tassi di rendimento garantiti sui prodotti di risparmio ha concorso alla maggiore



redditività, così come anche la riduzione dei costi. Inoltre, l'opera di riforma dei sistemi pensionistici pubblici in atto nell'area dell'euro ha favorito l'afflusso di risparmi privati verso i prodotti vita. Quanto al settore della riassicurazione, un calo del valore delle polizze vendute è stato all'origine di una flessione della redditività.

Il settore mondiale dei fondi speculativi (*hedge fund*) e del capitale di rischio (*private equity*) ha continuato a espandersi nel 2005. Gli afflussi verso i fondi di questo tipo sono continuati durante tutto il 2005, segnando una lieve moderazione nel secondo e terzo trimestre dovuta ai minori rendimenti del settore. In particolare, in primavera alcune strategie fondate sugli strumenti di credito hanno risentito dell'abbassamento del *rating* di due grandi costruttori automobilistici statunitensi al di sotto dell'*investment grade*. Inoltre, data l'accresciuta presenza degli *hedge fund* nei mercati degli strumenti sul valore relativo e dei prodotti strutturati complessi, non è da escludersi che, qualora i mercati degli strumenti di credito fossero interessati da ulteriori episodi di volatilità, le banche potrebbero ritrovarsi esposte a perdite future legate alle loro operazioni con tali fondi. Tuttavia, un recente approfondimento condotto sulle esposizioni delle banche dell'UE agli *hedge fund*² ha riscontrato che in gran parte dei

2 *Large EU banks' exposures to hedge funds*, BCE, novembre 2005.

paesi le esposizioni dirette esistenti risultavano in genere modeste in rapporto alle dimensioni del bilancio delle banche e al confronto con le esposizioni di omologhe banche statunitensi. Ciò riflette il fatto che il mercato internazionale del *prime brokerage* resta ampiamente dominato dalle istituzioni finanziarie degli Stati Uniti. Resta comunque importante che le banche operino un'adeguata gestione dei rischi associati agli *hedge fund*.

ANDAMENTI STRUTTURALI

Nel più lungo periodo i cambiamenti strutturali del settore bancario possono avere ripercussioni sulla stabilità finanziaria, ad esempio tramite le mutate condizioni concorrenziali o una accresciuta internazionalizzazione. Nel settore bancario dell'area dell'euro sono in atto importanti cambiamenti strutturali per quanto riguarda il consolidamento, l'internazionalizzazione, l'intermediazione finanziaria e le strutture di finanziamento. Sebbene le strutture del mercato bancario continuino a differire nei vari paesi dell'area in termini di grado di concentrazione, assetti proprietari, presenza estera e dimensioni e rilevanza dei canali di consegna, tali differenze potrebbero venir meno per l'effetto della più intensa attività di fusione e acquisizione nel settore e di altri sviluppi strutturali³.

Il ritmo di consolidamento sul piano sia nazionale che internazionale è andato calando negli ultimi anni, come illustra il basso numero di operazioni di fusione e acquisizione e la minore flessione del numero di enti creditizi⁴. Nel corso del 2005, nondimeno, sono state effettuate varie ingenti operazioni di aggregazione transfrontaliera, a riprova di un rinnovato interesse per il consolidamento a livello internazionale, già osservato nel 2004. In alcuni Stati membri l'attività di consolidamento fra grandi banche nazionali potrebbe gradualmente giungere a termine, dato il grado di concentrazione già elevato che caratterizza i rispettivi mercati bancari. Di conseguenza, dopo la crescita organica, il consolidamento a livello internazionale è divenuto la principale strategia di espansione in questi Stati membri, malgrado le barriere che ancora sussistono.

Vi sono inoltre segnali di un graduale cambiamento delle strutture dei bilanci bancari, all'interno dei quali la crescita dei prestiti supera quella della raccolta di depositi. Questa tendenza potrebbe riflettere la ridotta attrattiva dei depositi agli occhi delle famiglie in un contesto caratterizzato da tassi di interesse persistentemente bassi e dal mutamento dei *trade-off* fra rischio e rendimento, nonché fattori strutturali, quali la mutevole situazione demografica, che accresce la rilevanza dei prodotti pensionistici e assicurativi privati. Essa implica altresì che le banche si finanzino sempre più sui mercati interbancario e dei capitali.

Le banche dell'area dell'euro sembrano inoltre trasferire una quota maggiore di rischi ad altri settori dell'economia, anziché limitarsi a mediare fra prestatori e mutuatari, e alcune di esse starebbero allontanandosi dalla fornitura integrata di servizi finanziari. Ciononostante, il finanziamento bancario resta la forma predominante di intermediazione finanziaria nell'area dell'euro⁵.

Infine, sempre più spesso le banche adottano forme organizzative maggiormente flessibili, esternalizzando gli anelli non core della catena del valore e specializzandosi in una fase specifica del ciclo dei servizi, sia essa la fase di progettazione, di produzione, di distribuzione o di regolamento.

Nel complesso, il ruolo delle banche nell'area dell'euro sta gradualmente evolvendo. Il finanziamento diretto sui mercati dei capitali sta acquisendo maggiore importanza e i fornitori di servizi finanziari non tradizionali potrebbero guadagnare ulteriore terreno in ambiti specifici

3 Per un'analisi più dettagliata degli andamenti strutturali nei settori bancari dell'UE e dell'area dell'euro, cfr. il rapporto del BSC *EU banking structures*, ottobre 2005, e l'articolo *Il consolidamento e la diversificazione nel settore bancario dell'area dell'euro*, nel numero di maggio 2005 del Bollettino mensile della BCE.

4 Il numero di enti creditizi è diminuito del 2,8 per cento nel 2004 e del 2,3 per cento nel 2005 (dati annualizzati calcolati in base alle cifre disponibili fino al terzo trimestre), scendendo di poco al disotto di 6.300.

5 In rapporto al PIL, nel 2005 il credito interno era pari al 115 per cento, contro il 68 per cento della capitalizzazione di borsa.

dell'attività bancaria, accrescendo così l'efficienza del sistema finanziario dell'area dell'euro e trasformando il panorama dei rischi.

1.2 LA COOPERAZIONE IN SITUAZIONI DI CRISI

Nel 2005 è stato ulteriormente rafforzato il quadro di cooperazione fra le autorità competenti nel campo della gestione delle crisi finanziarie all'interno dell'UE.

Per cominciare, in maggio le autorità di vigilanza bancaria, le banche centrali e i ministeri finanziari dell'UE hanno concordato un Memorandum d'intesa sulla cooperazione nelle situazioni di crisi finanziaria, entrato in vigore il 1° luglio. Il Memorandum, adottato sotto l'egida del Comitato economico e finanziario, si applica alle crisi che possono avere ripercussioni sia internazionali sia sistemiche sugli enti creditizi, i gruppi bancari o le componenti bancarie di gruppi finanziari, nonché ad altri disordini sistemici con implicazioni *cross-border* nei mercati finanziari, compresi quelli riguardanti i sistemi di pagamento o altre infrastrutture di mercato. I principi e le procedure contenuti nel Memorandum concernono la condivisione di informazioni, di punti di vista e di valutazioni fra le autorità e la cooperazione a livello nazionale e internazionale. Al fine di incoraggiare ulteriormente una maggiore cooperazione fra le autorità, il Memorandum contempla disposizioni per l'elaborazione di piani di emergenza per la gestione delle situazioni di crisi, oltre a prove di stress ed esercizi di simulazione. Il Memorandum stesso sarà sottoposto a verifica in un esercizio di simulazione di crisi previsto per il 2006.

Oltre a ciò, il BSC e il Comitato delle autorità europee di vigilanza bancaria (*Committee of European Banking Supervisors*, CEBS) hanno insieme valutato l'opportunità di ulteriori affinamenti del quadro di gestione delle crisi per quanto riguarda le prassi per la gestione delle crisi finanziarie a livello internazionale da parte di banche centrali e autorità di vigilanza.

2 LA REGOLAMENTAZIONE E LA VIGILANZA FINANZIARIA

2.1 ASPETTI GENERALI

Nel luglio 2005 la Commissione europea ha pubblicato a fini di consultazione pubblica un Libro verde sulla politica dei servizi finanziari per il periodo 2005-10. Nel contributo fornito alla consultazione, l'Eurosistema ha sottolineato che il miglioramento del quadro europeo di vigilanza finanziaria dovrebbe cercare di sfruttare il più possibile il potenziale dell'approccio Lamfalussy⁶. Esso ha inoltre manifestato la propria preferenza per un'ulteriore razionalizzazione delle regole finanziarie tramite il ricorso agli elementi principali di tale approccio. Si potrebbe rendere più chiara la distinzione fra principi fondamentali (legislazione di primo livello) e dettagli tecnici (legislazione di secondo livello). Ciò dovrebbe essere favorito da una maggiore convergenza nelle prassi di vigilanza, che svolgono anch'esse un importante ruolo nel garantire un'applicazione coerente nei vari Stati membri. L'Eurosistema ha inoltre fatto notare che disposizioni solide e coerenti di cooperazione fra le autorità del paese d'origine e del paese ospitante sono particolarmente importanti per i gruppi finanziari attivi in più paesi. Per quanto riguarda le disposizioni in materia di stabilità finanziaria, l'Eurosistema ha individuato come potenzialmente migliorabili le aree del monitoraggio della stabilità finanziaria in più paesi e in più settori finanziari, della gestione delle situazioni di tensione finanziaria e della tutela dei depositi.

2.2 IL SETTORE BANCARIO

A seguito della pubblicazione nel giugno 2004 del nuovo schema per la *Convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali*, comunemente noto come Basilea 2, il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB) si è dedicato all'esame di importanti questioni di applicazione dello schema. Il CBVB ha altresì proseguito i lavori in vari altri ambiti di natura tecnica.

A livello europeo, il Basilea 2 è stato introdotto nella legislazione dell'UE attraverso la modi-

fica della direttiva codificata sul sistema bancario e della direttiva sull'adeguatezza patrimoniale. Il Parlamento europeo e il Consiglio europeo hanno adottato i testi di legge definitivi rispettivamente nel settembre e nell'ottobre 2005. Gli Stati membri dovranno modificare la legislazione nazionale per incorporarvi le nuove norme, applicabili a partire dal 2007. Inoltre, alla fine del 2005 il CBVB ha intrapreso un quinto studio di impatto quantitativo (c.d. "QIS 5") sulle nuove disposizioni in ambito patrimoniale. I relativi risultati, disponibili nella primavera del 2006, potrebbero indurre ad apportare ulteriori aggiustamenti quantitativi allo schema. Anche il CEBS prende parte allo studio.

La BCE continua a sostenere il lavoro del CBVB e vi contribuisce partecipando in qualità di osservatore al Comitato e ai suoi principali sottogruppi. In aggiunta, la BCE ha emesso un parere sul nuovo schema di adeguatezza patrimoniale dell'UE nel quale si dichiarava favorevole allo spirito generale delle nuove norme.

La BCE ha altresì analizzato le possibili implicazioni di *policy* dell'accresciuta attività bancaria transnazionale nell'UE nel contesto della salvaguardia della stabilità finanziaria. Tale analisi, condotta principalmente attraverso il BSC, copre le aree della vigilanza finanziaria, della gestione delle crisi, del monitoraggio della stabilità finanziaria e delle disposizioni di tutela dei depositi. I risultati ottenuti in quest'ultimo ambito si sono rivelati utili per la Commissione europea nel suo lavoro di riesame della direttiva relativa ai sistemi di garanzia dei depositi attualmente in corso⁷.

6 *Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*, 15 febbraio 2001. Il rapporto è disponibile sul sito Internet della Commissione europea. Cfr. anche il Rapporto annuale 2003 della BCE, p. 118.

7 *Review of the Deposit Guarantee Schemes Directive (94/19/EC)*, Commissione europea, 14 luglio 2005. Il documento a fini di consultazione pubblica è disponibile sul sito Internet della Commissione.

2.3 IL SETTORE DEI VALORI MOBILIARI

Nel 2005 le attività nel settore dei valori mobiliari si sono concentrate soprattutto sul completamento del quadro regolamentare dell'UE con l'adozione delle rimanenti misure di attuazione di secondo livello concernenti la direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari e la direttiva sulla trasparenza. Data l'importanza di queste misure per l'integrazione dei mercati finanziari europei e il consolidamento della stabilità finanziaria, la BCE ha seguito da vicino e contribuito ai lavori in quest'area tramite la partecipazione al Comitato europeo dei valori mobiliari.

L'Eurosistema ha contribuito al dibattito sulla revisione del processo Lamfalussy rispondendo alla valutazione preliminare pubblicata dalla Commissione europea a fini di consultazione pubblica. L'Eurosistema ha ribadito il suo atteggiamento favorevole nei confronti dell'approccio Lamfalussy. In particolare, ha sottolineato che tale processo andrebbe applicato in modo da razionalizzare i requisiti regolamentari esistenti ed elaborare un insieme comune e armonizzato di norme tecniche che risponda alle esigenze sia delle autorità di regolamentazione, sia degli operatori del mercato. Questo insieme di norme armonizzate dovrebbe fornire agli operatori che prestano servizi in più paesi un'unica fonte di diritti e obblighi nelle aree pertinenti.

Infine, l'Eurosistema ha contribuito al dibattito sull'affinamento del quadro UE per i fondi di investimento, dibattito lanciato dal Libro verde della Commissione europea pubblicato il 12 luglio 2005 a fini di consultazione pubblica. L'Eurosistema ha enfatizzato il fatto che nuove iniziative volte a rimuovere le barriere regolamentari e giuridiche restanti potrebbero condurre a un maggiore consolidamento del settore europeo dei fondi di investimento e a una razionalizzazione dei prodotti offerti, da cui discenderebbero benefici per gli investitori e per il mercato finanziario dell'UE. Quanto agli *hedge fund*, l'Eurosistema propende per l'approccio adottato finora a livello internazionale, ossia quello di affrontare i timori per la stabilità

finanziaria legati a questi fondi principalmente agendo sulla loro interazione con società regolamentate, specie le banche.

2.4 I PRINCIPI CONTABILI

Il 1° gennaio 2005 è entrato in vigore il Regolamento del Consiglio (CE) n. 1606/2002, che richiede a tutte le società quotate, comprese le banche, di predisporre i propri bilanci consolidati in base ai principi contabili internazionali, gli IFRS. Data l'importanza di standard contabili solidi nell'ottica della stabilità finanziaria, la BCE ha continuato a contribuire ai lavori collegati all'attuazione del nuovo quadro contabile nell'UE.

Nella prima metà dell'anno l'attenzione è stata rivolta all'introduzione all'interno del principio contabile internazionale n. 39 (*International Accounting Standard 39*, IAS 39) di una nuova opzione che consente l'uso del valore equo (o *fair value*)⁸ per tutti i tipi di strumenti finanziari (cosiddetta opzione del *fair value*). All'interno del dialogo costruttivo instauratosi fra BCE, CBVB e *International Accounting Standards Board* (IASB) sono stati compiuti passi avanti, culminati nell'aprile 2005 con la lettera inviata dal Presidente della BCE allo IASB, in cui si appoggiavano gli emendamenti proposti per lo IAS 39. Tali emendamenti sono stati successivamente incorporati dallo IASB nel giugno 2005.

In tale contesto, la BCE, partecipando in qualità di osservatore all'*Accounting Task Force* del CBVB, ha anche contribuito alle linee guida prudenziali da essa elaborate. Nel luglio 2005 il CBVB ha pubblicato a fini di consultazione pubblica il documento *Supervisory guidance on the use of the fair value option by banks under International Financial Reporting Standards*,

⁸ Il *fair value* equivale all'importo al quale un'attività potrebbe essere scambiata, o una passività estinta, fra parti informate e consenzienti in una transazione a condizioni di mercato (*arm's length*). In pratica, il *fair value* è spesso uguale al prezzo quotato dal mercato, oppure viene stimato scontando i flussi di cassa futuri.

che in particolare stabilisce un nesso – in una prospettiva prudenziale – fra l’impiego dell’opzione del *fair value* e prassi corrette in materia di gestione del rischio⁹.

I fiduciari dell’*International Accounting Standards Committee Foundation* (IASCF) hanno concluso nell’aprile 2005 la revisione della loro costituzione. In risposta alle osservazioni ricevute durante il periodo di consultazione, anche dalla BCE, la IASCF ha deciso di istituire un nuovo *Standards Advisory Council* ristrutturato, che offra una consulenza strategica generale, nonché un *Trustee Appointments Advisory Group*, che andrà consultato prima di nominare nuovi fiduciari. La BCE è rappresentata in seno a entrambi questi organismi.

Nel secondo trimestre del 2005 il BSC ha avviato i lavori di analisi dei nessi fra principi contabili e stabilità finanziaria, finalizzati a esaminare le implicazioni per la stabilità finanziaria derivanti dall’introduzione degli IFRS e a determinare se questi ultimi contribuiscano effettivamente a un ulteriore rafforzamento della stabilità finanziaria.

9 Il documento non stabilisce ulteriori requisiti contabili.

3 L'INTEGRAZIONE FINANZIARIA

In considerazione dei suoi principali compiti, l'Eurosistema nutre un vivo interesse nella realizzazione dell'integrazione finanziaria in Europa, e in particolare nell'area dell'euro. In primo luogo, un sistema finanziario ben integrato favorisce una trasmissione fluida ed efficace degli impulsi di politica monetaria all'intera area dell'euro. In secondo luogo, l'integrazione finanziaria ha implicazioni per il compito dell'Eurosistema di salvaguardia della stabilità finanziaria. Essa è altresì importante per un'efficace operatività dei sistemi di pagamento e per l'ordinato funzionamento dei sistemi di regolamento. In aggiunta, in base all'Articolo 105 del Trattato, l'Eurosistema sostiene, fatto salvo l'obiettivo della stabilità dei prezzi, le politiche economiche generali della Comunità. L'integrazione finanziaria, obiettivo prioritario della Comunità, può contribuire allo sviluppo del sistema finanzia-

rio, incrementando il potenziale di crescita economica.

L'Eurosistema distingue in generale fra quattro tipi di attività con cui contribuisce all'integrazione finanziaria: (a) monitorando lo stato di avanzamento dell'integrazione finanziaria europea e accrescendo la consapevolezza in merito, (b) agendo da catalizzatore delle attività del settore privato, incoraggiando le azioni collettive, (c) fornendo consulenza sull'assetto normativo e regolamentare del sistema finanziario e (d) fornendo servizi di banca centrale che favoriscono anch'essi l'integrazione finanziaria europea. Durante l'intero 2005 la BCE ha continuato a perseguire iniziative in tutti questi quattro ambiti, come descritto oltre. Più in generale, la BCE ha altresì continuato le sue attività di ricerca sull'integrazione finanziaria (cfr. riquadro 10).

Riquadro 10

IL NETWORK DI RICERCA SUI MERCATI DEI CAPITALI E SULL'INTEGRAZIONE FINANZIARIA IN EUROPA

La BCE e il *Center for Financial Studies* (CFS) di Francoforte hanno proseguito le loro attività di ricerca in seno al *network* sui mercati dei capitali e sull'integrazione finanziaria in Europa¹. L'attuale seconda fase dell'attività di ricerca è stata ampliata a tre aree prioritarie: (a) relazioni fra integrazione finanziaria e stabilità finanziaria, (b) adesione all'UE, sviluppo finanziario e integrazione finanziaria e (c) modernizzazione del sistema finanziario e crescita economica in Europa.

La prima conferenza di questa seconda fase, dal titolo *Competition, stability and integration in European banking*, è stata ospitata dalla Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique a Bruxelles nel maggio 2005 e organizzata in cooperazione con il *Centre for Economic Policy Research* (CEPR). Essa ha trattato in particolare l'area prioritaria del *network* concernente la concorrenza fra banche e la portata geografica dell'attività bancaria, nonché le questioni dell'integrazione e della stabilità finanziarie.

Uno dei principali temi discussi alla conferenza è stato quello dell'attività bancaria internazionale in Europa. Gli studi sull'ingresso delle banche estere nei mercati emergenti, che hanno esaminato i paesi dell'Europa centrale e orientale, la Russia e l'Ucraina, hanno mostrato come il credito erogato dalle banche di proprietà estera in questi paesi stimoli la crescita delle imprese in termini di vendite e di attività². Ciò vale anche per le imprese minori, le quali però in termini

¹ Per maggiori dettagli sulle attività passate, cfr. il riquadro 10 del Rapporto annuale 2003 e il riquadro 12 del Rapporto annuale 2004 della BCE, nonché il sito Internet del *network* all'indirizzo www.eu-financial-system.org.

² *Working Paper* della BCE, n. 498, giugno 2005.

relativi perdono quote di mercato. Inoltre, la presenza delle banche estere ha effetti benefici sulla disponibilità del credito, giacché le imprese spuntano tassi di interesse inferiori, accrescono gli indici di indebitamento e allungano la struttura per scadenze dal lato delle passività. Infine, l'arrivo delle banche estere appare stimolare le dinamiche di settore o la "distruzione creativa", con l'aumento del numero di imprese che entrano o escono dal mercato.

La seconda conferenza della seconda fase è stata organizzata insieme alla Oesterreichische Nationalbank, che l'ha altresì ospitata a Vienna nel novembre 2005. Intitolata *Financial development, integration and stability in central, eastern and south-eastern Europe*, essa ha avuto come principale oggetto l'area prioritaria dell'adesione all'UE, dello sviluppo finanziario e dell'integrazione finanziaria. Il corpus di risultati indica che i mercati azionari (ancora ristretti) dei maggiori paesi dell'Europa centrale e orientale (PECO), ossia la Polonia, la Repubblica ceca e l'Ungheria, sono sempre più integrati con quelli dell'area dell'euro, mentre lo stesso non può dirsi dei mercati dei PECO minori. Vi sono relativamente poche indicazioni di un'integrazione tra i mercati dei titoli pubblici dei PECO e quelli dell'area dell'euro.

Il *network* proseguirà le sue attività di ricerca nel 2006 con una conferenza ospitata dalla Deutsche Bundesbank sull'area prioritaria della modernizzazione del sistema finanziario e della crescita economica in Europa, e con un'altra conferenza, ospitata dal Banco de España, sui temi dell'integrazione e della stabilità finanziaria.

MONITORAGGIO DELL'INTEGRAZIONE FINANZIARIA

Nel settembre 2005 la BCE ha pubblicato il suo primo rapporto sull'integrazione finanziaria, nonché la prima serie dei relativi indicatori, che forniscono una valutazione d'insieme del grado di integrazione finanziaria nei principali segmenti del mercato finanziario dell'area dell'euro. A tal fine, il mercato di un dato insieme di strumenti o servizi finanziari si considera pienamente integrato allorché tutti gli operatori economici con le stesse caratteristiche rilevanti che agiscono in quel mercato lo fanno in condizioni di parità per quanto riguarda la regolamentazione, le possibilità di accesso e il trattamento loro riservato. Sono state prese in considerazione due ampie categorie di indicatori, indicatori di prezzo e indicatori di quantità, ricavati aritmeticamente (per esempio deviazione standard e indici) oppure tramite modelli econometrici. La gamma di indicatori sarà ulteriormente sviluppata, in particolare con l'aggiunta di indicatori relativi alle istituzioni finanziarie e alle infrastrutture di mercato.

I dati disponibili fanno ritenere che il grado di integrazione vari considerevolmente a seconda del segmento di mercato considerato. Il mercato monetario di operazioni non garantite è pienamente integrato da poco dopo l'introduzione dell'euro e anche l'integrazione del mercato pronti contro termine sta facendo progressi evidenti. I mercati dei titoli di Stato risultavano fortemente integrati persino prima dell'avvento dell'Unione monetaria, sebbene sussistano tuttora alcuni differenziali di rendimento che riflettono ad esempio disparità nel merito di credito degli emittenti e nella liquidità dei titoli. Il mercato delle obbligazioni societarie mostra anch'esso un elevato grado di integrazione, e passi avanti sono stati fatti nel caso dei mercati azionari. I mercati bancari, specie il segmento al dettaglio, sono in generale molto meno integrati. Nel complesso, si osservano ancora alcune differenze fra i vari paesi nei tassi attivi e passivi praticati dalle banche nell'area dell'euro (cfr. riquadro 11).

Riquadro II

RAFFRONTO INTERREGIONALE DEI TASSI IPOTECARI NELL'AREA DELL'EURO E NEGLI STATI UNITI

Il presente riquadro analizza il grado di eterogeneità fra i paesi dell'area dell'euro con riferimento ai tassi sui prestiti erogati alle famiglie per l'acquisto di abitazioni. Il riscontro in base al quale i tassi ipotecari nell'area dell'euro presentano nel complesso un livello maggiore di dispersione fra regioni che quelli statunitensi potrebbe indicare che il mercato ipotecario dell'area dell'euro sia meno integrato. In tale contesto, va osservato che i dati USA utilizzati nell'analisi non comprendono la dispersione all'interno delle regioni (ossia fra stati).

Figura A Dispersione dei tassi variabili e a breve termine sui prestiti alle famiglie per acquisti di abitazioni e corrispondenti tassi di mercato rispettivamente nelle regioni degli Stati Uniti e nei paesi dell'area dell'euro

(tassi sulle nuove operazioni; coefficiente di variazione)

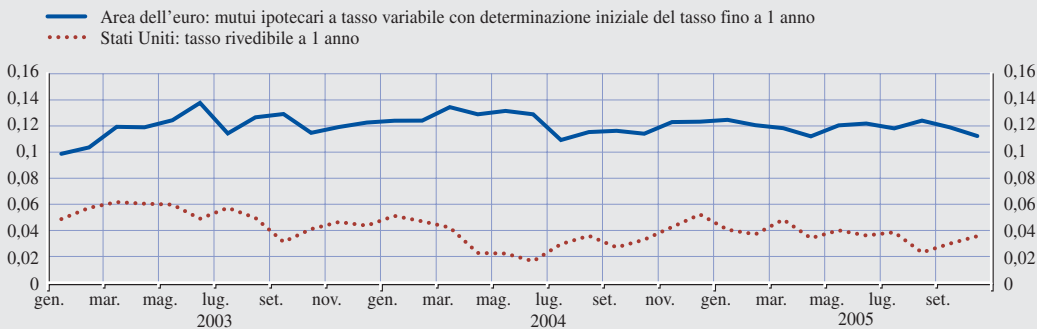
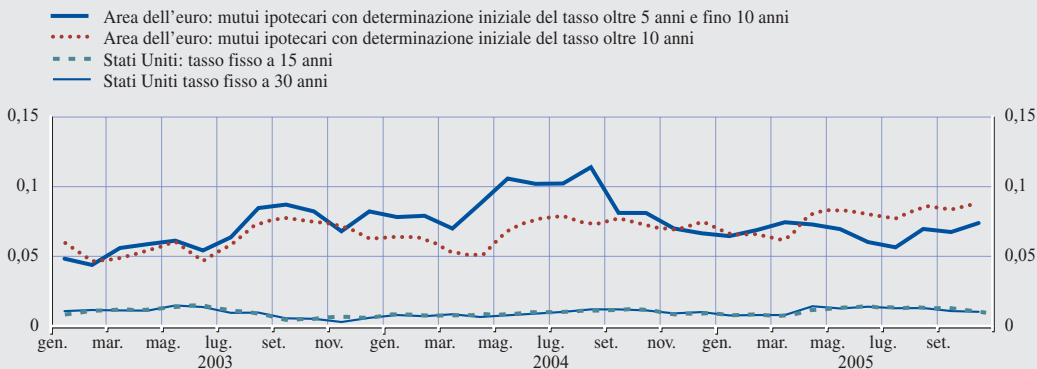


Figura B Dispersione dei tassi a lungo termine sui prestiti alle famiglie per acquisti di abitazioni e corrispondenti tassi di mercato rispettivamente nelle regioni degli Stati Uniti e nei paesi dell'area dell'euro

(tassi sulle nuove operazioni; coefficiente di variazione)



Fonti: Freddie Mac (*Primary Mortgage Market Survey*) e BCE.

Note: al fine di evitare comportamenti spuri nei tassi dovuti a volumi bassi e/o volatili, la dispersione dell'area dell'euro è stata calcolata includendo solo quei paesi per i quali i volumi sono rilevanti. I dati riportati per gli Stati Uniti misurano la dispersione in cinque regioni (Nordest, Sudest, Nord Centrale, Sudovest, Ovest). Non si può escludere che una quota parte della dispersione all'interno delle regioni (ovvero fra stati) non venga colta e pertanto che le misure di dispersione degli Stati Uniti potrebbero essere in certa misura maggiori qualora le dispersioni all'interno di ciascuna regione fossero tenute in considerazione. La dimensione dei rispettivi campioni, inoltre, può influenzare il grado di dispersione.

Le differenze nella struttura del finanziamento dei prestiti ipotecari, che con tutta probabilità influiscono sul tipo di prodotto fornito, potrebbero spiegare alcune delle differenze di tasso fra i prestiti per l'acquisto di abitazioni all'interno dell'area dell'euro. Il mercato ipotecario dell'area è ancora frammentato in termini di prassi di finanziamento, che vanno dalla raccolta di depositi all'emissione di obbligazioni ipotecarie (coperte) e di titoli assistiti da garanzia ipotecaria. I tassi ipotecari potrebbero differire anche per le divergenze quanto a caratteristiche dei prodotti, periodi di determinazione dei tassi di interesse e preferenze della clientela (illustrate da scadenze dei prestiti e indici di indebitamento differenti), nonché ruolo dello Stato e della regolamentazione del mercato.

Ciò detto, nel periodo da gennaio 2003 a ottobre 2005 la dispersione fra paesi dei tassi sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni nell'area dell'euro è stata significativamente più elevata di quella interregionale dei tassi ipotecari negli Stati Uniti (cfr. figure A e B).

RUOLO DI CATALIZZATORE DELLE ATTIVITÀ DEL SETTORE PRIVATO

L'iniziativa STEP (*Short-Term European Paper*) avviata dall'ACI, l'Associazione dei mercati finanziari, promuove la convergenza degli standard nei frammentati mercati europei dei titoli a breve termine attraverso l'osservanza da parte degli operatori di mercato della Convenzione di mercato STEP, che riguarda informativa al pubblico, documentazione, regolamento e segnalazione dei dati. A partire dal maggio 2005 la Federazione bancaria europea (*European Banking Federation*, FBE) sostiene l'ACI in questa iniziativa e contribuirà direttamente al funzionamento del mercato STEP. Il primo programma conforme a STEP è previsto per gli inizi del 2006.

La BCE favorisce questa iniziativa agendo da catalizzatore, ad esempio fornendo una sede di discussione e ospitando sul proprio sito Internet la procedura di consultazione pubblica dell'ACI. L'Eurosistema offrirà inoltre il suo supporto operativo. Nel luglio 2004 il Consiglio direttivo ha deciso di sostenere, in linea di principio, le attività relative all'introduzione di un marchio STEP nei primi due anni dopo il lancio dell'iniziativa. Il Segretariato di STEP, amministrato dalla FBE, sarà responsabile dell'assegnazione del marchio in collaborazione con varie BCN dell'area dell'euro. Dopo aver verificato l'efficienza del processo di raccolta dei dati, il Consiglio direttivo ha inoltre deciso di

accettare la richiesta di produrre e pubblicare in via continuativa statistiche STEP su rendimenti e volumi.

Nel 2005 la BCE ha continuato a fornire il suo sostegno al progetto di area unica dei pagamenti in euro (*Single Euro Payments Area*, SEPA), principalmente promuovendo la tempestiva realizzazione della prima pietra miliare della SEPA, ossia permettere entro il 1° gennaio 2008 ai cittadini dell'area dell'euro di utilizzare gli strumenti di pagamento SEPA per bonifici, addebiti diretti e operazioni con carte parallelamente agli strumenti di pagamento nazionali esistenti. Inoltre, la BCE ha seguito i lavori del settore bancario volti a raggiungere una seconda pietra miliare, ossia la creazione di un'infrastruttura SEPA completa per bonifici, addebiti diretti e operazioni con carte entro la fine del 2010. La BCE ha attivamente coadiuvato il Consiglio europeo per i pagamenti (*European Payments Council*, EPC), il quale ha potuto coordinarsi ad alto livello con l'Eurosistema in occasione delle riunioni del Gruppo di contatto sulla strategia per i pagamenti in euro (*Contact Group on Euro Payments Strategy*). Per garantire il coinvolgimento di tutti gli interessati, l'Eurosistema ha organizzato una serie di incontri con gli utenti finali della SEPA, fra cui le organizzazioni dei consumatori, le piccole e medie imprese, i dettaglianti e i tesorieri d'impresa. Esso ha poi avviato un dialogo con il settore bancario su come integrare al meglio le

aspettative e le esigenze di questi gruppi nel progetto SEPA. La BCE ha riconosciuto come quello conseguito dall'EPC con la definizione di standard e norme operative per le carte, i bonifici e gli addebiti diretti nella SEPA sia un traguardo importante, sottolineando al tempo stesso l'ingente mole di lavoro ancora necessaria per superare le barriere nazionali e soddisfare le diverse esigenze degli utenti finali. In vista della transizione dai pagamenti nazionali alla SEPA a partire dal 2008, la BCE ha avviato un dialogo ad alto livello fra le banche centrali dell'Eurosistema e i principali istituti di credito nell'area dell'euro, allo scopo di garantire l'impegno all'investimento nella SEPA e alla realizzazione del progetto.

La BCE ha condotto un'analisi giuridica ed economica delle commissioni di interscambio (*interchange fees*) applicate dai sistemi di carte di pagamento all'interno dell'area dell'euro. In aggiunta, in stretta collaborazione con le BCN, la BCE ha altresì effettuato un'indagine presso oltre 100 diversi sistemi di pagamento elettronico dell'UE, raccogliendo informazioni sulle forme di pagamento elettronico innovative; i risultati dell'indagine saranno resi disponibili nel 2006.

Nell'area della compensazione e del regolamento delle operazioni in titoli vi è competizione fra gli operatori che offrono soluzioni di integrazione differenti. Pur mantenendosi neutrale riguardo alle soluzioni concrete, l'Eurosistema auspica vivamente un'ulteriore integrazione. In tale contesto, si sono tenuti gli incontri semestrali con il *Contact Group on Euro Securities Infrastructures*, che hanno radunato i rappresentanti del settore bancario e del regolamento titoli dell'area dell'euro per discutere dell'integrazione di quest'ultimo settore. Sono state inoltre organizzate riunioni con le organizzazioni di categoria. La BCE ha poi preso parte al *Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Experts Group*, nonché al *Legal Certainty Group*, istituiti dalla Commissione rispettivamente nel 2004 e nel 2005 al fine di favorire la rimozione delle 15 barriere all'integrazione individuate dal gruppo Giovannini con

riferimento a prassi tecniche o di mercato, procedure fiscali e aspetti giuridici.

Lo *European Master Agreement* (EMA) è un'iniziativa volta a consentire l'effettuazione di transazioni internazionali sulla base di un accordo legale di riferimento. Si tratta di un contratto multilingue, adattabile a una molteplicità di giurisdizioni e di prodotti, che copre in particolare le operazioni pronti contro termine, quelle in valuta e in derivati e il prestito titoli. La BCE, che ha partecipato alla stesura dell'EMA, lo utilizza dal 2001 con tutte le sue controparti nelle operazioni di gestione delle riserve e di pronti contro termine con fondi propri, e dal giugno 2005 per le transazioni in derivati in 15 giurisdizioni europee.

CONSULENZA SULL'ASSETTO REGOLAMENTARE E LEGISLATIVO DEL SISTEMA FINANZIARIO

L'Eurosistema ha fornito il proprio contributo alle consultazioni pubbliche indette dalla Commissione europea sul Libro verde sulla politica dei servizi finanziari per i prossimi cinque anni (cfr. la sezione 2.1 di questo capitolo), sull'affinamento del regime europeo per i fondi di investimento (cfr. sezione 2.3), sul credito ipotecario nell'UE e sui sistemi di compensazione e di regolamento delle operazioni in titoli. La BCE ha inoltre preso parte ai lavori della Commissione su un Nuovo quadro giuridico per i pagamenti, che mira ad accrescere l'efficienza e la sicurezza dei pagamenti rimuovendo le barriere tecniche e giuridiche e a rafforzare la tutela dei consumatori.

Nel marzo 2005 la BCE ha adottato un parere in merito a una proposta di decisione del Consiglio riguardante la firma della Convenzione dell'Aja sugli strumenti finanziari detenuti presso un intermediario. La BCE ha fatto rilevare che la Convenzione dell'Aja offriva un possibile approccio all'individuazione della posizione di un conto titoli ai fini della determinazione della legge applicabile e si è dichiarata favorevole a una valutazione preventiva esauriente dell'impatto della Convenzione nell'UE. Tale valutazione non dovrebbe pregiudicare le iniziative della Comunità in materia di compensazione e

regolamento e la necessità di una riforma e armonizzazione del diritto sostanziale in materia di strumenti finanziari in forma scritturale. La BCE ha inoltre preso parte alle attività di Unidroit, l'istituto internazionale per l'unificazione del diritto privato (*International Institute for the Unification of Private Law*), per una bozza di convenzione internazionale in materia di norme armonizzate per i titoli intermediati.

FORNITURA DI SERVIZI DI BANCA CENTRALE PROPIZI ALL'INTEGRAZIONE FINANZIARIA

Nel 2005 è proseguito il lavoro su Target2, il sistema Target di nuova generazione (cfr. la sezione 2.2 del capitolo 2). L'Eurosistema ha inoltre intrapreso i primi passi verso la graduale introduzione di un elenco unico per il suo schema delle garanzie reali (cfr. la sezione 1 del capitolo 2). A livello mondiale, la BCE ha partecipato alle attività connesse con l'analisi delle disposizioni internazionali in materia di garanzie reali, portate avanti da un gruppo di lavoro commissionato dal Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento (CSPR) del G10.

4 LA SORVEGLIANZA SULL'INFRASTRUTTURA DI MERCATO

Fra i compiti statutari dell'Eurosistema figura l'esercizio della sorveglianza sui sistemi di compensazione e pagamento. Tale funzione mira ad assicurare che l'organizzazione complessiva dei flussi di pagamento all'interno dell'economia sia efficiente e sicura. L'Eurosistema ha inoltre un interesse generale per i sistemi di compensazione e regolamento delle operazioni in titoli poiché eventuali problemi nel regolamento o nella custodia delle garanzie potrebbero essere pregiudizievoli all'attuazione della politica monetaria e all'ordinato funzionamento dei sistemi di pagamento. La BCE ha partecipato al dibattito internazionale in materia di sorveglianza che ha condotto ai due rapporti pubblicati dal CSPR nel maggio 2005¹⁰.

4.1 LA SORVEGLIANZA SULL'INFRASTRUTTURA E SUI SISTEMI DI PAGAMENTO DI IMPORTO RILEVANTE IN EURO

L'azione di sorveglianza dell'Eurosistema si estende a tutti i sistemi di pagamento in euro, compresi quelli gestiti dallo stesso Eurosistema. Nell'esercizio della sorveglianza l'Eurosistema applica ai sistemi propri e a quelli gestiti da privati i medesimi standard, ossia i Principi fondamentali per i sistemi di pagamento di importanza sistemica adottati dal Consiglio direttivo nel 2001.

TARGET

Il quadro di riferimento per la sorveglianza sul sistema Target ha raggiunto la piena attuazione e quello organizzativo generale per la sorveglianza del futuro sistema Target2 è stato impostato. La BCE avrà il compito di guidare e coordinare le attività di sorveglianza su Target2 condotte dalle banche centrali partecipanti al sistema. Spetterà primariamente alle BCN la sorveglianza sugli aspetti periferici del sistema, laddove questi siano rilevanti unicamente per il contesto nazionale. Le BCN parteciperanno inoltre alle attività di sorveglianza a livello centrale. Lo sviluppo del sistema Target2 è monitorato dalle autorità preposte alla sua sorveglianza e, così come qualunque altro sistema di pagamento di importo rilevante in euro nell'a-

rea della moneta unica, Target2 dovrà conformarsi agli standard di sorveglianza dell'Eurosistema. Attualmente è in corso una valutazione preliminare completa del sistema nella sua fase di progettazione.

Agli inizi del 2005 le autorità responsabili della sorveglianza su Target hanno condotto una valutazione a fini di sorveglianza di SORBNET-EURO, il sistema di regolamento lordo in tempo reale (*real-time gross settlement*, RTGS) in euro della Narodowy Bank Polski, in previsione della sua connessione a Target attraverso la Banca d'Italia e il suo sistema BI-REL. Un'ulteriore estensione dell'attuale sistema Target dovrebbe aver luogo nel contesto dell'allargamento della UEM. I sistemi RTGS intenzionati a collegarsi a Target, nonché tutte le altre infrastrutture di importanza sistemica per i pagamenti in euro negli Stati membri interessati, saranno soggetti a valutazioni a fini di sorveglianza, conformemente alla politica di sorveglianza comune dell'Eurosistema.

EURO 1

Euro 1 è un sistema di regolamento netto per i pagamenti di importo rilevante in euro di proprietà di una società privata, EBA Clearing Company, che ne cura altresì la gestione. Nel 2005 l'attività di sorveglianza su Euro 1 si è concentrata sulla solidità giuridica del sistema. In vista dei preparativi per l'adesione delle banche dei nuovi Stati membri dell'UE, il gestore del sistema ha commissionato nelle varie giurisdizioni pertinenti pareri legali miranti a verificare che Euro 1 avrebbe continuato a essere conforme al primo Principio fondamentale ("solidità giuridica"). Tali pareri sono stati esaminati dalla BCE, autorità di sorveglianza competente per Euro 1. La revisione ha messo in luce alcune lacune generali nelle normative dei paesi interessati, che potrebbero avere ripercussioni anche per la solidità di altri sistemi di pagamento in questi paesi. Tali aspetti sono stati

¹⁰ Cfr. i rapporti della BRI dal titolo *Central bank oversight of payment and settlement systems e New developments in large-value payment systems*.

ulteriormente esaminati dalla BCE in stretta cooperazione con le BCN interessate.

CONTINUOUS LINKED SETTLEMENT SYSTEM

Il sistema *Continuous Linked Settlement* (CLS) provvede al regolamento delle operazioni in cambi in 15 valute sulla base di un meccanismo “pagamento contro pagamento” (*payment versus payment*), riducendo così in grandissima parte il rischio di regolamento in cambi.

Nel dicembre 2005 CLS ha regolato in media 194.000 operazioni al giorno, per un valore medio giornaliero di 2.600 miliardi di dollari statunitensi¹¹. Dopo il dollaro statunitense, l'euro è la valuta più trattata dal sistema. Nello stesso mese i regolamenti in euro in CLS ammontavano in media a 429 miliardi di euro al giorno e rappresentavano il 20 per cento dei regolamenti totali in termini di valore (contro il 47 per cento del dollaro statunitense). La quota dell'euro è lievemente diminuita rispetto al dicembre 2004 a causa dell'aumento del numero di valute trattate dal sistema.

Nel 2006 la BRI lancerà un'indagine presso i principali operatori dei mercati dei cambi al fine di individuare le metodologie di attenuazione del rischio impiegate per ridurre il rischio di regolamento in valuta. I risultati formeranno la base di una valutazione da parte delle banche centrali della strategia del G10 per ridurre il rischio di regolamento in valuta, definita nel 1996 nel rapporto della BRI dal titolo *Rischio di regolamento nelle operazioni in cambi*. Le misure attuate a partire dal 1996 saranno esaminate al fine di determinare se possono considerarsi efficaci o se invece si possano rendere necessarie misure regolamentari per conseguire livelli di rischio accettabili.

SWIFT

La Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication (SWIFT) è una società cooperativa a responsabilità limitata che fornisce servizi protetti di messaggistica a oltre 7.500 istituzioni finanziarie.

Nel 2005 le banche centrali che cooperano alla sorveglianza su SWIFT hanno ulteriormente rafforzato le disposizioni operative di sorveglianza. I due concetti fondamentali del quadro di sorveglianza iniziale conservano la loro validità: sorveglianza congiunta, con la Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique in veste di autorità primaria di sorveglianza, e *moral suasion* per stimolare il cambiamento. Nel contesto di tali disposizioni, nel febbraio 2005 la BCE e la Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique hanno preso accordi formali sulla loro cooperazione nell'esercizio della sorveglianza su SWIFT.

CONTINUITÀ OPERATIVA

Il 10 maggio 2005 la BCE ha pubblicato il documento di discussione *Payment systems business continuity*, sottoponendolo a consultazione pubblica. Esso contiene linee guida attuative per quanto riguarda la continuità operativa dei sistemi di pagamento di importanza sistemica, basate sul settimo Principio fondamentale e incentrate sugli elementi principali della continuità operativa, come strategia, pianificazione, gestione delle crisi e verifica. I contributi pervenuti saranno presi in considerazione nella stesura definitiva, prevista per il 2006. Una volta finalizzato, il documento dovrebbe applicarsi all'elaborazione e al funzionamento delle disposizioni di continuità operativa per i sistemi di pagamento di importanza sistemica e alle valutazioni ai fini di sorveglianza condotte dall'Eurosistema.

4.2 I SERVIZI DI PAGAMENTO AL DETTAGLIO

SORVEGLIANZA DEI SISTEMI DI PAGAMENTO AL DETTAGLIO

Nel 2004 e nel 2005 i 15 sistemi di pagamento al dettaglio identificati come rilevanti o di importanza sistemica (sulla base degli *Standard di sorveglianza dei sistemi di pagamento al dettaglio in euro* adottati dal Consiglio direttivo nel

¹¹ Ciascuna operazione in cambi si compone di due transazioni, una per ogni valuta coinvolta. Pertanto, nel dicembre 2005 CLS ha regolato operazioni per un valore giornaliero mediamente pari a 1.300 miliardi di dollari (circa 1.100 miliardi di euro).

2003) sono stati valutati dall'Eurosistema alla luce dei Principi fondamentali applicabili. Nel caso di due sistemi di importanza sistemica e di uno rilevante si è riscontrata una totale aderenza ai Principi fondamentali pertinenti, mentre per gli altri sistemi sono emerse mancanze relativamente a uno o più Principi fondamentali. Tuttavia, le valutazioni riflettono la situazione di fine giugno 2004 e da allora sono stati presi provvedimenti per ovviare alle mancanze, più o meno gravi, riscontrate¹².

4.3 COMPENSAZIONE E REGOLAMENTO DELLE TRANSAZIONI IN TITOLI

L'Eurosistema è particolarmente interessato all'ordinato funzionamento dei sistemi di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli e alla loro sorveglianza. In primo luogo, esso verifica la conformità dei sistemi di regolamento in titoli (SRT) dell'area dell'euro ai requisiti per l'utilizzo dei sistemi di regolamento dei titoli nelle operazioni di credito del SEBC (*Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations*, noti come "standard utente dell'Eurosistema")¹³, nonché i collegamenti fra tali SRT. In secondo luogo, l'Eurosistema coopera con le autorità responsabili della regolamentazione e della sorveglianza sui sistemi di compensazione e di regolamento delle transazioni in titoli a livello di UE.

VALUTAZIONE DEI SISTEMI DI REGOLAMENTO DELLE TRANSAZIONI IN TITOLI A FRONTE DEGLI STANDARD UTENTE

Nel contesto delle sue regolari valutazioni degli SRT, nel 2004 l'Eurosistema ha raccomandato che venisse attuato un nuovo sistema per l'emissione, la custodia e il regolamento dei titoli di debito internazionali. Questi titoli, emessi congiuntamente presso i due sistemi di deposito accentrati internazionali (SDAI), Euroclear Bank (Belgio) e Clearstream Banking Luxembourg (Lussemburgo), rappresentano una quota significativa dei titoli stanziabili nelle operazioni di credito dell'Eurosistema. Nel 2005 gli SDAI, insieme ad altri operatori di mercato,



hanno avviato i lavori preparatori per l'applicazione della struttura *New Global Note* (NGN). Questa nuova struttura prevede un'inedita forma di certificati al portatore internazionali, le NGN, che rappresenteranno l'emissione. In base ai termini delle NGN, le evidenze giuridicamente rilevanti sull'indebitamento dell'emittente sono mantenute dagli SDAI. Ulteriori informazioni sul sistema NGN possono essere ottenute, ad esempio, dai siti Internet degli SDAI. La sua entrata in vigore è prevista per il 30 giugno 2006.

COLLABORAZIONE CON IL COMITATO DELLE AUTORITÀ EUROPEE DI REGOLAMENTAZIONE DEI VALORI MOBILIARI

Nel 2001 il Consiglio direttivo ha approvato il quadro di riferimento per la collaborazione fra il SEBC e il CESR nell'ambito dei sistemi di compensazione e regolamento delle operazioni in titoli. È stato istituito un gruppo di lavoro composto da rappresentanti di ciascuna banca centrale del SEBC e di ciascuna autorità di supervisione partecipante al CESR. Sulla base delle raccomandazioni per gli SRT formulate

¹² Cfr. il rapporto della BCE *Assessment of euro retail payment systems against the applicable Core Principles*, agosto 2005.

¹³ In mancanza di un insieme di standard armonizzati di sorveglianza a livello di Unione europea, gli standard utente sono stati considerati "di fatto" come standard comuni per gli SRT dell'Unione europea e vengono quindi citati in questo capitolo. Ciò nonostante, tali standard non devono essere visti come un insieme esaustivo di regole per la sorveglianza o la vigilanza sugli SRT.

dalla International Organization of Securities Commissions (IOSCO) e dal CSPR (note come “Raccomandazioni CSPR-IOSCO”), il gruppo di lavoro ha stilato un rapporto a fini di consultazione sui requisiti applicabili agli SRT nell’UE (*Standards for securities clearing and settlement in the European Union*)¹⁴, approvato dal Consiglio direttivo e dal CESR nell’ottobre 2004. Il rapporto contiene 19 standard¹⁵ che mirano ad accrescere la sicurezza, la solidità e l’efficienza dei sistemi di compensazione e regolamento titoli nell’UE. Rispetto alle Raccomandazioni CSPR-IOSCO, gli standard SEBC-CESR cercano di approfondire e rafforzare i requisiti in determinate aree, in considerazione delle specificità dei mercati europei. Il loro obiettivo complessivo è di promuovere la sicurezza e l’efficienza delle infrastrutture di mercato, favorendo così l’integrazione e la competitività dei mercati dei capitali dell’UE. A riguardo, il lavoro della Commissione europea in quest’area è stato tenuto in debita considerazione.

Dall’ottobre 2004 l’attività del gruppo di lavoro continua nei seguenti quattro ambiti: (a) sviluppo della metodologia di valutazione degli standard per gli SRT, (b) elaborazione di standard e di una metodologia per la valutazione delle controparti centrali, (c) analisi delle problematiche relative alle banche depositarie (*custodians*) e (d) analisi delle questioni di interesse con riferimento alla collaborazione fra autorità di regolamentazione, di vigilanza e di sorveglianza.

Il gruppo di lavoro ha operato in modo aperto e trasparente. Nel 2005 ha organizzato un ampio numero di incontri con i rappresentanti del settore bancario e di quello della compensazione e del regolamento delle operazioni in titoli per discutere di argomenti specifici e per promuovere una migliore comprensione reciproca riguardo alle prassi di settore e alle preoccupazioni delle autorità in materia di rischi. Vi è inoltre stata una maggiore cooperazione fra le banche centrali e le autorità di regolamentazione mobiliare da un lato e le autorità di vigilanza bancaria dall’altro.

14 Disponibile sul sito Internet della BCE.

15 Disponibili sul sito Internet della BCE.

Artista

Maria Hedlund

Titolo

Loosing Ground, 2003

Materiali

Quattro stampe a colori su alluminio

Formato

85 x 76 cm ciascuna

© BCE e artista



CAPITOLO 4

**LE RELAZIONI
EUROPEE
E INTERNAZIONALI**

I LE TEMATICHE EUROPEE

Nel 2005 la BCE ha continuato a tenere contatti regolari con organismi e istituzioni dell'UE. Il Presidente della BCE ha partecipato a riunioni del Consiglio Ecofin ogni qualvolta venivano discusse tematiche inerenti i compiti e gli obiettivi del SEBC. Il Presidente dell'Eurogruppo e un membro della Commissione europea hanno preso parte alle riunioni del Consiglio direttivo quando lo hanno ritenuto opportuno. Il Presidente e il Vicepresidente della BCE hanno anche partecipato a riunioni dell'Eurogruppo, che ha continuato a rappresentare un forum particolarmente importante per un dialogo aperto e informale fra la BCE, i ministri finanziari dei paesi dell'area dell'euro e la Commissione.

I.1 LE TEMATICHE RELATIVE ALLE POLITICHE ECONOMICHE

IL PATTO DI STABILITÀ E CRESCITA

Nel 2005 dodici Stati membri dell'UE hanno registrato situazioni di disavanzo eccessivo (cfr. anche la sezione 2.5 del capitolo 1). All'interno dell'area dell'euro sono state avviate o sono proseguite le procedure per i disavanzi eccessivi nei confronti di Germania, Grecia, Francia, Italia e Portogallo, mentre è stata revocata quella riguardante i Paesi Bassi. Nel gennaio 2005 il Consiglio Ecofin, alla luce di un'analisi effettuata dalla Commissione europea, ha deciso di non dar corso a ulteriori iniziative nei confronti di Germania e Francia nell'ambito della procedura di disavanzo eccessivo. Il Consiglio Ecofin ha invitato in febbraio la Grecia a porre fine quanto prima, e in ogni caso entro il 2006, alla propria situazione di squilibrio. Inoltre, alla luce di circostanze particolari, a luglio 2005 ha prorogato al 2007 la scadenza ultima per la correzione del disavanzo eccessivo dell'Italia e in settembre ha esteso al 2008 il termine concesso al Portogallo. Nel gennaio 2006 il Consiglio Ecofin ha preso atto del deficit eccessivo del Regno Unito, invitando il paese a correggere la situazione al più presto e in ogni caso entro l'esercizio finanziario 2006-07. Con riferimento ai nuovi Stati membri, la procedura è stata applicata a Repubblica Ceca, Cipro, Ungheria, Malta, Polonia e Slovacchia. Per quanto riguarda l'Un-

gheria, la situazione di bilancio si è rapidamente deteriorata nel corso dell'anno e l'8 novembre il Consiglio Ecofin ha dichiarato inadeguate le azioni poste in essere da tale paese. Ulteriori misure nell'ambito delle procedure di disavanzo eccessivo degli Stati membri saranno subordinate sia ai risultati finanziari del 2005 sia all'evoluzione delle iniziative e dei piani di consolidamento dei paesi rispetto alle previsioni per il 2006 e anni successivi.

Le norme procedurali previste nel Patto di stabilità e crescita sono state modificate nel 2005. A seguito di discussioni tecniche iniziate a metà dell'anno precedente, il 20 marzo 2005 il Consiglio Ecofin ha raggiunto un accordo politico e ha trasmesso al Consiglio europeo una relazione intitolata "Migliorare l'attuazione del Patto di stabilità e crescita". Dopo l'approvazione politica del Consiglio europeo, a fine giugno l'Ecofin ha completato la fase di riesame formale e modificato i regolamenti che disciplinano la materia¹, mentre in ottobre ha approvato un nuovo Codice di condotta che contiene indicazioni procedurali e linee guida per l'attuazione del Patto. Nel corso dell'intero anno la Commissione europea e le altre istituzioni UE competenti in materia hanno continuato a occuparsi delle questioni procedurali e metodologiche connesse alla nuova versione del Patto.

Con la riforma sono stati introdotti obiettivi di bilancio a medio termine specifici per paese, corredati da percorsi di aggiustamento che valorizzano gli interventi di risanamento attuati in periodi di congiuntura favorevole (meccanismo preventivo). Anche il quadro relativo alla procedura per i disavanzi eccessivi (meccanismo correttivo) è stato modificato. Una grave recessione economica, che evita allo Stato membro interessato la procedura per i disavanzi eccessivi,

¹ Il 27 giugno 2005 sono stati adottati due nuovi regolamenti del Consiglio: Regolamento (CE) n. 1055/2005 del Consiglio che modifica il Regolamento (CE) n. 1466/97 per il rafforzamento della sorveglianza delle posizioni di bilancio nonché della sorveglianza e del coordinamento delle politiche economiche; Regolamento (CE) n. 1056/2005 del Consiglio che modifica il Regolamento (CE) n. 1467/97 per l'accelerazione e il chiarimento delle modalità di attuazione della procedura per i disavanzi eccessivi.

viene ora definita come una situazione in cui si ha una crescita annua negativa del PIL reale o in cui si ha un calo cumulato del prodotto durante un periodo prolungato di crescita molto bassa del PIL reale rispetto a quella potenziale. Inoltre, se il disavanzo resta vicino al valore di riferimento del 3 per cento del PIL e il superamento di tale valore è temporaneo, nella valutazione sull'esistenza di un disavanzo eccessivo e nella fissazione del termine iniziale per la correzione dello stesso possono essere presi in considerazione altri fattori significativi. Il percorso di aggiustamento per la correzione di un disavanzo eccessivo viene definito in modo che lo Stato membro realizzi ogni anno un miglioramento minimo dello 0,5 per cento del PIL nel suo saldo di bilancio corretto per il ciclo, al netto delle misure temporanee e *una tantum*. La scadenza iniziale può essere riveduta se il Consiglio emette una nuova raccomandazione o una comunicazione, e ciò può avvenire a seguito di eventi economici sfavorevoli impreveduti con importanti conseguenze negative per le finanze pubbliche, a patto che lo Stato membro abbia intrapreso un'azione correttiva efficace. Sono state prolungate anche alcune scadenze procedurali. Con riferimento alla *governance*, il Patto riformato sottolinea la necessità di una più serrata cooperazione fra gli Stati membri, la Commissione e il Consiglio UE, nonché di un rafforzamento del sostegno e della pressione reciproca. Esso dà, inoltre

risalto all'elaborazione di regole di bilancio a livello nazionale, alla continuità negli obiettivi di finanza pubblica al subentrare di un nuovo governo e a un maggiore coinvolgimento dei parlamenti nazionali nel quadro di riferimento europeo per le politiche di bilancio. Infine, esso evidenzia come l'attuazione e la credibilità di tale quadro dipendano in misura fondamentale dalla disponibilità di previsioni macroeconomiche realistiche e di dati di finanza pubblica attendibili (cfr. anche la sezione 4.3 del capitolo 2).

Benché non figuri tra i firmatari del Patto di stabilità e crescita e non svolga un ruolo formale nella definizione e nell'attuazione delle relative procedure, la BCE ha partecipato al dibattito sulla riforma continuando a evidenziare la necessità di un quadro di riferimento per le politiche di bilancio nell'UEM solido e orientato al rigore fiscale. La BCE ha sostenuto l'adeguatezza del Patto nella sua versione originale e l'inopportunità di modificare i testi giuridici per quanto attiene al meccanismo correttivo, pur riconoscendo che il meccanismo preventivo avrebbe potuto essere migliorato. Nel marzo 2005 il Consiglio direttivo della BCE ha emesso una dichiarazione in merito all'accordo sulla riforma e in giugno ha formulato dei pareri sulle proposte legislative della Commissione europea (cfr. riquadro 12).

Riquadro 12

DICHIARAZIONI PUBBLICHE DELLA BCE SULLA RIFORMA DEL PATTO DI STABILITÀ E CRESCITA

Dichiarazione del Consiglio direttivo del 21 marzo 2005

“Il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) esprime serie preoccupazioni riguardo alle modifiche al Patto di stabilità e crescita proposte. È necessario evitare che i cambiamenti del meccanismo correttivo del Patto ledano la fiducia nel quadro di riferimento per le politiche di bilancio dell'Unione europea e nella sostenibilità delle finanze pubbliche dei paesi dell'area dell'euro. Il Consiglio direttivo rileva che alcune delle modifiche avanzate sono in linea con un possibile rafforzamento del meccanismo preventivo del Patto. Politiche fiscali solide e una politica monetaria orientata alla stabilità dei prezzi sono essenziali per il successo dell'Unione economica e monetaria e costituiscono i presupposti per la stabilità macroeconomica, la crescita e la coesione nell'area dell'euro. È indispensabile che gli Stati membri, la

Commissione europea e il Consiglio dell'Unione europea applichino con rigore e coerenza il nuovo quadro di riferimento in modo da promuovere la conduzione di politiche di bilancio prudenti. Nelle attuali circostanze è quanto mai fondamentale che tutte le parti interessate assolvano le rispettive responsabilità. I cittadini e i mercati possono fare affidamento sul fermo impegno del Consiglio direttivo ad adempiere il suo mandato di mantenere la stabilità dei prezzi”.

Estratto dai pareri della BCE del 3 giugno 2005 concernenti i regolamenti del Consiglio modificati

“Per il successo dell'Unione economica e monetaria (UEM) sono essenziali delle politiche di bilancio solide. Esse costituiscono i presupposti per la stabilità macroeconomica, la crescita e la coesione nell'area dell'euro. Il quadro di riferimento per le politiche di bilancio sancito dal Trattato e dal Patto di stabilità e crescita rappresenta uno dei cardini della UEM e perciò un punto di ancoraggio per le aspettative sulla disciplina di bilancio. Questo quadro fondato su regole, che mira ad assicurare la sostenibilità delle finanze pubbliche e a consentire, al contempo, il contenimento delle fluttuazioni del prodotto attraverso l'azione di stabilizzatori automatici, deve rimanere chiaro, semplice e attuabile. L'osservanza di tali principi faciliterà inoltre la trasparenza e la parità di trattamento nell'attuazione del quadro di riferimento”.

La riforma del Patto di stabilità e crescita offre l'opportunità di rinnovare l'impegno ad attuare e realizzare politiche di bilancio rigorose che rispondano alle esigenze delle finanze pubbliche nel breve e nel più lungo termine. È tuttavia essenziale che gli Stati membri, la Commissione europea e il Consiglio UE applichino con rigore e coerenza il nuovo quadro in modo da agevolare l'attuazione di tali politiche.

LA STRATEGIA DI LISBONA

Nel marzo 2005 il Consiglio europeo ha concluso la valutazione intermedia della strategia di Lisbona, l'ampio programma di riforme dell'UE in campo economico, sociale e ambientale. Tale valutazione è stata realizzata a metà percorso fra il 2000, anno di adozione della strategia, e il 2010, termine entro il quale l'UE si dovrebbe trasformare nella “economia basata sulla conoscenza più competitiva e dinamica del mondo, in grado di realizzare una crescita economica sostenibile con nuovi e migliori posti di lavoro e una maggiore coesione sociale”. Sullo sfondo di un obiettivo così ambizioso, e alla luce dei risultati relativamente deludenti conseguiti fino a quel momento, nella primavera del 2005 il Consiglio europeo ha deciso di rilanciare la strategia riorientandone le priorità su crescita e occupazione e approvando un nuovo

sistema di *governance* volto a migliorare l'attuazione delle riforme.

Pur mantenendo per lo più invariati i contenuti della strategia e preservandone le dimensioni economica, sociale e ambientale, i capi di Stato o di Governo e il Presidente della Commissione europea hanno individuato quattro priorità complessive sul piano delle politiche per la prosecuzione delle riforme: promuovere la conoscenza e l'innovazione, trasformare l'UE in un contesto attraente per gli investimenti e i lavoratori, agevolare la crescita e l'occupazione fondate sulla coesione sociale e contribuire a uno sviluppo sostenibile.

Poiché la strategia di Lisbona è risultata carente soprattutto nell'attuazione delle riforme strutturali, il Consiglio europeo ha posto una maggiore enfasi sul miglioramento della *governance*. Le regole e le procedure per la formulazione e l'attuazione della strategia sono state pertanto modificate con l'obiettivo di razionalizzare i processi di coordinamento delle politiche nel tempo, nei vari ambiti di applicazione e fra il livello comunitario e quello nazionale, oltretutto accrescere la coerenza fra le prassi nazionali in materia di programmazione, comunicazione e valutazione.



In pratica tali modifiche mirano a unificare gli indirizzi di massima per le politiche economiche e gli orientamenti per l'occupazione in un unico pacchetto noto come "Orientamenti integrati per la crescita e l'occupazione", il primo dei quali è stato adottato nel giugno 2005 con una validità sostanziale di tre anni (2005-08). In autunno gli Stati membri hanno adottato programmi nazionali di riforma sulla base dei suddetti orientamenti integrati e designato coordinatori nazionali per la strategia di Lisbona, esponenti di rilievo dei governi nazionali incaricati di rafforzare il coordinamento interno degli interventi connessi alla strategia. I programmi includono un piano dettagliato delle politiche di riforma degli Stati membri fino al 2008, che tiene conto delle esigenze e delle circostanze nazionali specifiche. Essi coprono inoltre l'aspetto attuativo delle riforme, riunendo in un documento unico, tra l'altro, anche le precedenti relazioni nazionali sull'occupazione e sulle riforme strutturali nei mercati dei beni, dei servizi e dei capitali ("relazioni di Cardiff"). Inoltre, nel luglio 2005 la Commissione europea ha adottato un Programma di Lisbona comunitario comprensivo di tutte le iniziative da intraprendere a livello europeo nei tre anni successivi e ha previsto una più integrata valutazione dei progressi sotto forma di rapporto annuale della Commissione. La prima relazione di questo genere, presentata dalla Commissione nel gennaio 2006, ha considerato favorevolmente i programmi di riforma nazionali caldeggiandone una rigorosa attuazione.

Il nuovo quadro per la *governance* si contraddistingue soprattutto per l'accento posto sull'importanza di una maggiore responsabilità nazionale nell'attuazione delle riforme. Ciò viene ritenuto essenziale ai fini della realizzazione della strategia in quanto la definizione e, in misura ancora maggiore, l'attuazione delle

riforme strutturali sono per lo più prerogative degli Stati membri. Pertanto, questi ultimi devono impegnarsi pienamente sul fronte delle politiche da loro approvate sia internamente sia nell'ambito dell'UE e, come per i programmi nazionali di riforma, consultare i soggetti (ad esempio le parti sociali e i parlamenti nazionali) coinvolti nella definizione e nell'attuazione di tali politiche a livello interno. Questa partecipazione nazionale alle riforme da adottare dovrebbe a sua volta migliorare l'attuazione nei singoli Stati membri.

La BCE attribuisce grande importanza all'attuazione della strategia di Lisbona e contribuisce al suo successo perseguendo una politica monetaria orientata verso la stabilità. Essa ha sempre sottolineato i vantaggi delle riforme strutturali e accoglie con favore l'impegno in questo senso di governi e parti sociali. Impegnandosi con decisione sul fronte del programma di Lisbona, gli Stati membri possono avviare un circolo virtuoso di riforme. Un'opportuna riorganizzazione strutturale dei mercati dei beni e dei servizi, del lavoro e dei capitali nel senso indicato a Lisbona accrescerebbe la flessibilità dell'economia nell'area dell'euro rendendola più resistente agli shock di natura economica e, in ultima analisi, determinando un aumento dei livelli di occupazione e di crescita sostenibile nel lungo periodo. La valutazione intermedia ha costituito un passo fondamentale nel processo inteso a imprimere un nuovo slancio alla strategia. I risultati contrastanti finora raggiunti in termini di attuazione rendono necessario un maggiore impegno verso il conseguimento degli obiettivi stabiliti per far fronte alle sfide della globalizzazione, del cambiamento tecnologico e dell'invecchiamento demografico.

1.2 LE PROBLEMATICHE ISTITUZIONALI

LA COSTITUZIONE EUROPEA

Dopo la firma del Trattato che istituisce una Costituzione per l'Europa (Costituzione europea) da parte dei capi di Stato o di governo il 29 ottobre 2004 a Roma, gli Stati membri hanno avviato la procedura di ratifica in conformità con le rispettive norme costituzionali. I paesi che ad oggi hanno completato o sono prossimi al completamento formale di tale procedura sono 15: Belgio, Germania, Estonia, Grecia, Spagna, Italia, Cipro, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Ungheria, Malta, Austria, Slovenia e Slovacchia, e rappresentano più del 50 per cento della popolazione dell'UE.

In Francia e nei Paesi Bassi, che hanno sottoposto a referendum (vincolante solo nel caso francese) la Costituzione, quest'ultima non ha ottenuto il sostegno della maggioranza rispettivamente per 5 e 12 punti percentuali circa. Da allora, vari Stati membri hanno sospeso il processo di ratifica.

Su tale sfondo, il Consiglio europeo del 16 e 17 giugno 2005 ha preso in esame il processo di ratifica e i capi di Stato o di governo hanno adottato una dichiarazione in cui ricordavano che la Costituzione era destinata a "fornire la risposta adeguata per un funzionamento più democratico, più trasparente e più efficace di un'Unione europea allargata". Il Consiglio ha preso atto del risultato dei referendum francese e olandese, ma ha ritenuto che esso non mettesse in discussione l'interesse dei cittadini per la costruzione europea, pur considerandolo, nel contempo, rivelatore delle preoccupazioni degli stessi e tale pertanto da giustificare l'avvio di un periodo di riflessione durante il quale condurre un ampio dibattito in tutti gli Stati membri con il contributo delle istituzioni europee. Pur ammettendo la possibilità di una modifica – ove necessario – dei tempi previsti per la ratifica in vari Stati membri, il Consiglio ha affermato che i recenti sviluppi non inficiavano la validità della prosecuzione del processo e ha espresso l'intenzione di tornare a occuparsi della materia nel corso del primo semestre del

2006 per definire una migliore prospettiva per il futuro e concordare come procedere.

La BCE sostiene la Costituzione europea, nel convincimento che essa chiarisca il quadro giuridico e istituzionale dell'UE e accresca la capacità dell'Unione di agire a livello sia europeo sia internazionale confermando nel contempo il quadro monetario esistente. Occorre tuttavia sottolineare che il processo di ratifica non influisce in alcun modo né sul funzionamento dell'Unione monetaria né sulla stabilità dell'euro. La BCE, che operi ai sensi del Trattato attualmente in vigore oppure della Costituzione europea, continuerà a preservare il valore dell'euro e a contribuire a un contesto macroeconomico non inflazionistico favorevole alla crescita e all'occupazione.

1.3 GLI ANDAMENTI NEI PAESI IN FASE DI ADESIONE E CANDIDATI ALL'ADESIONE ALL'UE E RELAZIONI CON GLI STESSI

Il contributo a un'ordinata integrazione monetaria nel rispetto delle procedure previste dal Trattato costituisce un obiettivo fondamentale perseguito dalla BCE nelle relazioni con le banche centrali dei paesi in fase di adesione e di quelli candidati all'adesione all'UE, che tendono pertanto a intensificarsi in parallelo con l'avanzamento complessivo del processo di adesione.

Dalla firma del Trattato di adesione di Bulgaria e Romania, avvenuta nel Lussemburgo il 25 aprile 2005, i governatori e gli esperti delle banche centrali di questi due paesi partecipano rispettivamente alle riunioni del Consiglio generale della BCE e a quelle dei comitati del SEBC in qualità di osservatori (cfr. la sezione 1.4 del capitolo 7).

La BCE ha rafforzato ulteriormente le relazioni bilaterali con le banche centrali di Bulgaria e Romania per contribuire a un'ordinata integrazione delle stesse nel SEBC dopo l'adesione all'UE. L'Eurosistema nel suo insieme ha continuato a sostenere tali banche nei loro

preparativi mediante progetti di assistenza tecnica sotto forma di gemellaggi finanziati dall'UE. Pur concentrandosi soprattutto sulle statistiche, le questioni giuridiche, i sistemi di pagamento, la politica monetaria e gli aspetti operativi, le attività hanno riguardato anche altre funzioni di banca centrale quali la vigilanza e la stabilità finanziaria, le banconote, i controlli interni e le tecnologie informatiche.

La data di ingresso di Bulgaria e Romania nell'UE è prevista per il 1° gennaio 2007; il Trattato di Adesione, tuttavia, prevede una "clausola di salvaguardia" che consente il rinvio di un anno ove esistano prove evidenti del fatto che il ritmo di avanzamento dei preparativi sia insufficiente a garantire il soddisfacimento dei requisiti previsti. Lo scorso ottobre la Commissione europea ha pubblicato una relazione sui due paesi in cui affermava che, nonostante i progressi compiuti, persistevano vari ambiti di grave preoccupazione quali la lotta contro la corruzione e gli aspetti connessi al funzionamento del mercato interno e alla sicurezza dell'UE (ad esempio in termini di sicurezza alimentare e controllo delle frontiere esterne). La Commissione, che ha continuato a seguire da vicino gli andamenti in entrambi i paesi, dovrebbe formulare una raccomandazione finale nella primavera del 2006, sulla cui base il Consiglio europeo adotterà una decisione in merito alla data di ingresso nell'UE.

In conformità con quanto deciso dal Consiglio europeo nel dicembre 2004, il 3 ottobre 2005 sono stati avviati i negoziati per l'adesione della Turchia dopo l'adozione del quadro negoziale da parte del Consiglio. Il dialogo di alto profilo sulle politiche economiche e monetarie in corso da tempo fra la BCE e la banca centrale turca è proseguito, fra l'altro, per il tramite degli incontri annuali con la partecipazione di membri del Comitato esecutivo. In tale contesto, nel luglio 2005 il Vicepresidente ha guidato una delegazione della BCE in Turchia. Le discussioni hanno riguardato le riforme strutturali e la stabilizzazione macroeconomica del paese, la politica monetaria e di cambio della banca centrale turca, la situazione economica nell'area del-

l'euro e il ruolo delle banche centrali nel perseguimento della stabilità finanziaria.

Il 13 dicembre 2004 il Consiglio UE aveva fissato al 17 marzo 2005 l'apertura dei negoziati di adesione con la Croazia a condizione che il paese cooperasse pienamente con il Tribunale Penale Internazionale per l'ex Jugoslavia (*International Criminal Tribunal for the former Yugoslavia, ICTY*). Rinviato per l'insufficiente grado di cooperazione rilevato dall'UE, l'avvio dei negoziati è di fatto avvenuto il 3 ottobre 2005, una volta constatata la piena collaborazione con l'ICTY da parte delle autorità croate. La BCE ha intensificato ulteriormente le relazioni bilaterali con la Banca nazionale croata e nel marzo 2005 ha organizzato la prima visita ufficiale di membri del Comitato esecutivo presso questa banca. Incontri bilaterali con cadenza annuale avranno luogo a Francoforte fino alla firma del Trattato di adesione da parte della Croazia.

2 LE TEMATICHE INTERNAZIONALI

2.1 I PRINCIPALI SVILUPPI NEL SISTEMA MONETARIO E FINANZIARIO INTERNAZIONALE

SORVEGLIANZA DELLE POLITICHE MACROECONOMICHE NELL'ECONOMIA MONDIALE

Considerato il grado di integrazione economica e finanziaria dell'area dell'euro nell'economia mondiale, l'Eurosistema segue da vicino e analizza le politiche macroeconomiche e gli andamenti di fondo nei paesi non appartenenti all'area. Esso partecipa inoltre alle attività di sorveglianza multilaterale delle istituzioni e dei consessi informali, che si svolgono principalmente in occasione delle riunioni del Fondo monetario internazionale (FMI), dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE), dei ministri delle finanze e dei governatori delle banche centrali del G7, del G10 e del G20, oltreché negli incontri bimestrali dei governatori delle banche centrali dei paesi aderenti alla Banca dei regolamenti internazionali (BRI). In alcune di queste istituzioni e di questi consessi alla BCE è stato riconosciuto lo status di membro effettivo (per esempio presso il G20) o quello di osservatore (per esempio presso l'FMI). La BCE prende in esame gli andamenti internazionali sul piano delle politiche economiche al fine di contribuire al perseguimento di un contesto macroeconomico stabile e di politiche macroeconomiche rigorose.

Per quanto riguarda le politiche economiche, nel 2005 il contesto internazionale è stato dominato dall'ampliarsi degli squilibri di conto corrente globali. Il consistente disavanzo corrente degli Stati Uniti ha continuato a crescere. Gli avanzi correnti in Asia sono rimasti cospicui e pari a quasi lo 0,8 per cento del PIL mondiale, in presenza di un incremento significativo dell'avanzo della Cina che ha compensato il calo nel resto delle economie asiatiche emergenti e in Giappone. All'aumento degli squilibri globali hanno contribuito in misura crescente anche i paesi esportatori di petrolio, a causa dei forti rincari del greggio; nel 2005 l'avanzo corrente di tali paesi, pari a circa l'1 per cento del PIL mondiale, ha superato quello asiatico. Le economie asiatiche e quelle esportatrici di petrolio hanno

inoltre continuato ad accumulare attività di riserva in quantitativi consistenti che sono stati particolarmente elevati in Cina (circa 200 miliardi di dollari statunitensi, pari a circa 165 miliardi di euro).

L'Eurosistema ha continuato in diverse occasioni a porre l'accento sui rischi e sulle incertezze connessi con il perdurare di tali squilibri, confermando il suo pieno sostegno a un approccio collaborativo in base al quale tutte le economie dovrebbero contribuire alla correzione ordinata degli stessi. A livello internazionale, ciò comporta l'adozione di politiche volte ad accrescere il risparmio nei paesi in disavanzo, l'attuazione di riforme strutturali nelle economie con un potenziale di crescita relativamente basso e la promozione di regimi di cambio flessibili nei paesi e nelle regioni di maggior rilievo. In questo senso, la BCE ha accolto con favore la decisione delle autorità cinesi di passare a un regime di cambio a fluttuazione controllata nel luglio 2005. Essa ha ritenuto il passaggio a una maggiore flessibilità positivo per il funzionamento dell'economia mondiale e si attende che il nuovo regime contribuisca alla stabilità finanziaria internazionale.

Nel 2005 i flussi di capitale verso le economie di mercato emergenti, tenuti sotto costante osservazione dalla BCE per la loro rilevanza ai fini della stabilità finanziaria internazionale, sono rimasti su livelli sostenuti, in linea con l'andamento economico generale di questi paesi. Ciò è in gran parte ascrivibile a fattori esterni quali le favorevoli condizioni di finanziamento sui mercati internazionali, gli elevati prezzi delle materie prime di esportazione e la vigorosa crescita del PIL in termini reali negli Stati Uniti e in Cina. Più rigorose politiche economiche nazionali, favorevoli condizioni di finanziamento e il crescente interesse degli investitori internazionali hanno consentito ai mutuatari di alcune economie emergenti di attingere ai mercati obbligazionari internazionali ricorrendo per la prima volta all'emissione di titoli in valuta locale. I differenziali di interesse delle obbligazioni dei paesi emergenti si sono temporaneamente ampliati in aprile, per



motivi in parte riconducibili ai timori di un aumento dell'inflazione negli Stati Uniti e alla maggiore avversione al rischio degli investitori dopo il peggioramento del merito di credito di alcune società statunitensi, ma nel prosieguo dell'anno si sono riportati su livelli storicamente bassi.

Infine, nell'ambito della sorveglianza internazionale delle politiche economiche, anche l'area dell'euro è sottoposta a scrutinio. L'FMI e l'OCSE hanno condotto le loro analisi periodiche delle politiche monetaria, finanziaria ed economica dell'area, oltre alle loro valutazioni dei singoli paesi partecipanti. Le consultazioni ex articolo IV dell'FMI e l'esame dell'*Economic and Development Review Committee* dell'OCSE sono stati l'occasione di un utile dibattito fra le due organizzazioni, la BCE, la presidenza dell'Eurogruppo e la Commissione europea. Sulla scorta di queste discussioni, sia l'FMI che l'OCSE hanno predisposto un rapporto valutativo delle politiche economiche dell'area dell'euro².

L'ARCHITETTURA FINANZIARIA INTERNAZIONALE

L'FMI ha avviato una revisione delle proprie linee strategiche (*strategic review*) che è stata discussa non soltanto al suo interno ma anche in vari consessi informali internazionali quali il G7 e il G20. Il SEBC segue tali discussioni e fornisce il proprio contributo. Questo esercizio, il cui scopo è quello di definire le priorità a medio termine per il Fondo, riguarda alcuni importanti ambiti, quali l'attività di sorve-

glianza, il ruolo dell'FMI nelle economie di mercato emergenti e il problema dei diritti di voto e della rappresentanza.

Il Direttore generale dell'FMI ha evidenziato, in particolare, la necessità che il Fondo aiuti i paesi membri ad affrontare le sfide della globalizzazione. Durante le successive discussioni in materia di politiche economiche internazionali, i membri hanno sottolineato che l'azione di sorveglianza bilaterale del Fondo dovrebbe concentrarsi maggiormente sulle problematiche riguardanti i regimi di cambio e sulle conseguenze internazionali dei provvedimenti di politica economica adottati a livello nazionale. Il problema dell'adeguata rappresentanza all'interno dei consessi internazionali e in particolare dell'FMI è stato oggetto di estese discussioni nell'anno trascorso. Alcuni Stati membri dell'FMI, soprattutto asiatici, ritengono che le rispettive quote non rispecchino adeguatamente il loro peso crescente nell'economia mondiale. La questione delle quote e dei diritti di voto dovrà essere discussa in parallelo con gli altri aspetti della revisione delle linee strategiche durante il periodo precedente la prossima Assemblea annuale del Fondo, che avrà luogo a Singapore nel settembre 2006. L'FMI sta inoltre portando avanti il tredicesimo riesame generale delle quote, nel cui ambito avrà la possibilità di valutare fino a che punto l'attuale distribuzione delle quote sia in linea, per

² FMI, *Euro Area Policies: Staff Report*, agosto 2005; OCSE, *Economic Survey of the Euro Area*, luglio 2005.

ciascun paese membro, con gli indicatori di importanza economica e finanziaria inizialmente concordati. Tale riesame dovrebbe concludersi entro il gennaio 2008.

Per diversi anni la gestione ordinata delle crisi finanziarie internazionali ha costituito un punto fondamentale nelle agende degli incontri internazionali. Il SEBC ha continuato a discutere gli aspetti connessi a tale questione, occupandosi in particolare del ruolo che dovrebbe essere svolto dal settore privato nella soluzione delle crisi. L'adozione di una serie di provvedimenti intesi a migliorare il quadro di riferimento per il coinvolgimento del settore privato ha tuttavia lasciato irrisolte alcune questioni fondamentali, specialmente in relazione alla definizione delle azioni che dovrebbero essere tempestivamente intraprese dai diversi soggetti interessati. Per affrontarle, le banche centrali appartenenti al SEBC hanno elaborato un rapporto sul coinvolgimento del settore privato che prende le mosse dall'esperienza passata per individuare ambiti di possibile miglioramento del quadro di riferimento per la soluzione delle crisi. Il rapporto³ suggerisce che una maggiore prevedibilità dei procedimenti di soluzione delle crisi finanziarie – ottenibile indirizzando i comportamenti dei debitori, dei creditori e del settore ufficiale – potrebbe ridurre il costo complessivo di tali crisi e determinare, da un punto di vista di benessere generale, una distribuzione dei costi più opportuna rispetto a quella attuale.

IL RUOLO INTERNAZIONALE DELL'EURO

Nel 2005 l'euro ha continuato a diffondersi progressivamente come valuta internazionale in taluni comparti. In particolare, si è gradualmente accresciuto il suo impiego nei titoli di debito internazionali, come valuta di deposito nei paesi terzi e come moneta ancora e di intervento. Quest'ultimo utilizzo ha riguardato soprattutto i nuovi Stati membri dell'UE, i paesi in fase di adesione, i candidati all'adesione e altre regioni confinanti con l'Unione. In dicembre l'FMI ha annunciato un aumento (dal 29 al 34 per cento) della quota dell'euro per il calcolo del diritto speciale di prelievo (DSP) a partire dal 1° gennaio 2006. Il tasso Eurepo a tre mesi

ha sostituito l'Euribor a tre mesi per il calcolo della quota riferita all'euro del tasso di interesse sul DSP.

In altri mercati, quali quelli dei prestiti e dei depositi internazionali, dei cambi e delle riserve ufficiali, nonché per il commercio internazionale, l'utilizzo della moneta unica europea è rimasto pressoché invariato.

La BCE ha continuato ad ampliare le rilevazioni statistiche necessarie all'analisi e alla verifica nel tempo del ruolo internazionale svolto dall'euro. Un contributo particolare alla verifica di tale ruolo sui mercati internazionali dei capitali è rappresentato dalla recente introduzione di una disaggregazione per valuta degli strumenti di debito all'interno della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale verso l'estero dell'area dell'euro (cfr. la sezione 4.2 del capitolo 2). La BCE ha inoltre iniziato un'attività di ricerca sui fattori alla base dell'utilizzo della moneta unica nel commercio internazionale.

2.2 LA COOPERAZIONE CON I PAESI AL DI FUORI DELL'UE

L'Eurosistema ha continuato a sviluppare i contatti con le banche centrali di paesi al di fuori dell'UE, principalmente mediante l'organizzazione di seminari e gruppi di lavoro, ma anche tramite l'attività di assistenza tecnica che è diventata uno strumento importante per il rafforzamento delle istituzioni e per il miglioramento del grado di aderenza agli standard europei e internazionali. Il fine di tali contatti è raccogliere informazioni e scambiare opinioni sugli sviluppi economici e monetari nelle diverse regioni del mondo che potrebbero avere un impatto sul contesto economico internazionale o sugli andamenti nell'area dell'euro. L'Eurosistema ha continuato a offrire la propria cooperazione alle banche centrali delle regioni confinanti e la BCE ha costituito una piccola unità permanente di assistenza tecnica.

³ *Managing financial crises in emerging market economies – experience with the involvement of private sector creditors*, Occasional Paper della BCE, n. 32, luglio 2005.

L'Eurosistema ha tenuto il secondo Seminario bilaterale ad alto livello con la banca centrale della Federazione russa (Banca di Russia) nell'ottobre del 2005 a San Pietroburgo. Incentrato sulla politica monetaria e del cambio in Russia e sulle sfide per la stabilità del settore bancario derivanti fra l'altro dalla rapida crescita del credito bancario e dall'espansione dei prestiti transfrontalieri, il seminario ha affrontato inoltre gli aspetti connessi al sistema di assicurazione dei depositi e allo sviluppo del settore bancario. L'Eurosistema continuerà a organizzare regolarmente eventi analoghi, il prossimo dei quali avrà luogo a Dresda nel 2006 con il sostegno della Deutsche Bundesbank.

Il 31 ottobre 2005 si è concluso il *Central Banking Training III*, progetto di assistenza tecnica dell'Eurosistema alla Banca di Russia in materia di vigilanza bancaria. Lanciato nel novembre del 2003 con un finanziamento dell'Unione europea nell'ambito del suo programma di Assistenza tecnica per la Comunità degli Stati Indipendenti (programma TACIS), il progetto è stato attuato dalla BCE di concerto con nove BCN dell'area e tre autorità di vigilanza bancaria dell'UE diverse dalle banche centrali⁴. Il programma biennale di formazione definito dal progetto si prefiggeva l'obiettivo di aiutare la Banca di Russia a potenziare il proprio ruolo nell'ambito della vigilanza bancaria attraverso il trasferimento di conoscenze sulle buone prassi adottate dalle autorità competenti dell'UE, perseguendo nel contempo la finalità più ampia di promuovere la stabilità del sistema bancario russo. L'attuazione è avvenuta principalmente mediante corsi e seminari organizzati in Russia, ai quali hanno partecipato 800 dipendenti della banca centrale nazionale impegnati sul fronte della vigilanza. Una pubblicazione intitolata *Banking supervision: European experience and Russian practice*⁵, disponibile in lingua inglese e russa, ha costituito una parte importante del progetto in quanto strumento per la divulgazione delle conoscenze.

Il secondo e il terzo seminario ad alto livello dell'Eurosistema con i governatori delle banche centrali dei partner euro-mediterranei dell'UE

hanno avuto luogo rispettivamente a Cannes il 9 febbraio 2005 e a Nafplion il 25 gennaio 2006. Le discussioni si sono concentrate su aspetti quali l'indipendenza delle banche centrali e le rimesse degli emigrati (Cannes) e il processo di liberalizzazione dei movimenti di capitali e i progressi nella modernizzazione dell'assetto operativo per la conduzione della politica monetaria (Nafplion).

L'Eurosistema si è inoltre assunto la responsabilità di assistere la banca centrale egiziana nella revisione del quadro di riferimento per la vigilanza bancaria, sullo sfondo della riforma complessiva del settore finanziario nazionale. La BCE e quattro BCN dell'area dell'euro (Deutsche Bundesbank, Banca di Grecia, Banque de France e Banca d'Italia) si sono impegnate a partecipare a un programma biennale di assistenza tecnica varato il 1° dicembre 2005 e finanziato dalla Delegazione dell'UE in Egitto nell'ambito del programma MEDA di aiuti ai paesi del Mediterraneo. A partire dall'ottobre 2005 la BCE ha inoltre fornito – sotto l'egida dell'FMI – assistenza tecnica alla banca centrale egiziana nella riforma dell'assetto operativo per la conduzione della politica monetaria.

La BCE ha continuato ad approfondire i rapporti con i paesi dei Balcani occidentali in quanto potenziali candidati all'adesione all'UE (l'ex Repubblica Iugoslava di Macedonia si è vista riconoscere lo status di candidato lo scorso dicembre). Nel 2005, rappresentanti della BCE hanno visitato la Banca Nazionale della Repubblica di Macedonia e la Banca di Albania. Dopo l'adozione da parte dell'UE di una formula "a doppio binario" per i negoziati in vista dell'adesione di Serbia e Montenegro, esponenti della

4 Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France, Central Bank & Financial Services Authority of Ireland, Banca d'Italia, De Nederlandsche Bank, Oesterreichische Nationalbank, Banco de Portugal, Suomen Pankki – Finlands Bank, Rahoitustarkastus – Finansinspektionen (l'autorità di vigilanza finanziaria finlandese), Finansinspektionen (l'autorità di vigilanza finanziaria svedese) e Financial Services Authority (l'autorità di vigilanza finanziaria del Regno Unito).

5 La pubblicazione è accessibile dal sito Internet della BCE, seguendo un collegamento presente nella pagina del comunicato stampa del 13 ottobre 2005 dal titolo *Completion of central banking training project in Russia*.

BCE si sono recati anche presso la banca centrale del Montenegro.

In Medio Oriente la BCE ha rafforzato le relazioni con il segretariato generale del *Gulf Cooperation Council* (GCC) e con le banche centrali e gli organismi monetari dei suoi Stati membri⁶, in vista del piano di introdurre una moneta unica in questi paesi entro il 2010.

Il 28 febbraio 2005 la BCE ha organizzato una riunione regionale con il Comitato dei governatori delle banche centrali della *Southern African Development Community* (SADC)⁷ per lo scambio di esperienze in materia di processi di integrazione regionale e monetaria.

La BCE ha intensificato le relazioni dirette con le banche centrali asiatiche organizzando, in collaborazione con la banca centrale indonesiana, un seminario ad alto livello che ha riunito gli undici governatori della Riunione dei Dirigenti delle banche centrali dell'Asia orientale e del Pacifico (EMEAP) e i membri del Consiglio direttivo della BCE. I partecipanti al seminario, che ha avuto luogo presso la BCE nel novembre 2005, hanno discusso delle modalità di raggiungimento di profili di crescita mondiale maggiormente equilibrati e preso in esame gli andamenti recenti e le connesse politiche economiche sia nell'area nell'euro sia nella regione Asia-Pacifico. È stata inoltre analizzata l'esperienza delle due regioni nell'ambito della sorveglianza macroeconomica e finanziaria multilaterale assieme all'integrazione finanziaria transfrontaliera sia su scala mondiale sia all'interno della regione Asia-Pacifico e dell'area dell'euro.

Per quanto attiene ai rapporti istituzionali con i paesi dell'America latina, la BCE ha partecipato in veste di osservatore all'Assemblea annuale della Banca interamericana di sviluppo tenutasi a Okinawa agli inizi di aprile. Come "membro collaboratore" del *Centre for Latin American Monetary Studies*, la BCE ha continuato a partecipare a varie attività che tale istituzione ha ospitato o ha contribuito a organizzare. Fra queste figurano le riunioni semestrali per i gover-

natori delle banche centrali che hanno avuto luogo a Cartagena e a Washington rispettivamente in aprile e settembre, nonché un seminario sulle rimesse verso l'America latina tenutosi a Città del Messico in ottobre. La BCE ha continuato ad adoperarsi per rafforzare ulteriormente le relazioni bilaterali con le autorità monetarie e altre autorità ufficiali della regione latino-americana, anche attraverso l'organizzazione di visite in Messico, Brasile e Argentina. Nel corso del 2005 la BCE ha inoltre accolto a Francoforte delegazioni ufficiali di una serie di paesi latino-americani.

6 I sei Stati membri del GCC sono Arabia Saudita, Bahrein, Emirati Arabi Uniti, Kuwait, Oman e Qatar.

7 La SADC è un raggruppamento regionale che comprende i seguenti paesi dell'Africa australe: Angola, Botswana, Lesotho, Madagascar, Malawi, Mauritius, Mozambico, Namibia, Repubblica democratica del Congo, Sud Africa, Swaziland, Tanzania, Zambia e Zimbabwe.

Artista

David Farrell

Titolo

Ballynultagh, 2000 (dalla serie *Innocent Landscapes*)

Materiali

Fotografia

Formato

100 x 100 cm

© Artista



CAPITOLO 5

LA RESPONSABILITÀ PER IL PROPRIO OPERATO

I LA RESPONSABILITÀ PER IL PROPRIO OPERATO NEI CONFRONTI DEI CITTADINI E DEL PARLAMENTO EUROPEO

Negli ultimi decenni, l'indipendenza della banca centrale si è rivelata un elemento indispensabile per un regime monetario che attribuisce importanza prioritaria alla stabilità dei prezzi. Allo stesso tempo, è un principio fondamentale delle democrazie moderne che ogni istituzione indipendente, cui è assegnata una funzione pubblica, sia responsabile per il proprio operato nei confronti dei cittadini e dei loro rappresentanti eletti democraticamente. Per una banca centrale indipendente, la responsabilità per il proprio operato può essere intesa come l'obbligo di spiegare le proprie decisioni ai cittadini e ai loro rappresentanti eletti, consentendo di ritenerla responsabile del conseguimento degli obiettivi che si è prefissata.

Sin dall'inizio, la BCE ha riconosciuto l'importanza fondamentale di rendere conto delle proprie decisioni e a questo scopo ha mantenuto un dialogo permanente con i cittadini dell'UE e il Parlamento europeo. L'impegno della BCE in questo senso è testimoniato fra l'altro dalle numerose pubblicazioni diffuse nel corso del 2005 e dai frequenti discorsi pronunciati dai membri del Consiglio direttivo durante l'anno (cfr. la sezione 2 del capitolo 6).

Il Trattato stabilisce precisi obblighi di rendiconto per la BCE, che comprendono la pubblicazione di un rapporto trimestrale, di un rapporto annuale e di una situazione contabile consolidata settimanale. In realtà la BCE va al di là di questi obblighi statutari, pubblicando, ad esempio, bollettini a cadenza mensile anziché trimestrale, tenendo conferenze stampa mensili e rendendo note, a cadenza mensile, le decisioni assunte dal Consiglio direttivo in aggiunta a quelle sui tassi di interesse.

A livello istituzionale, il Trattato assegna un ruolo di primo piano al Parlamento europeo per quanto attiene alla responsabilità della BCE per il proprio operato. Secondo quanto previsto dall'articolo 113 del Trattato, nel 2005 il Presidente ha presentato il Rapporto annuale 2004 della BCE alla sessione plenaria del Parlamento europeo. Inoltre il Presidente ha continuato a riferire con regolarità, in occasione delle audi-

zioni trimestrali presso la Commissione parlamentare per i problemi economici e monetari (*Committee on Economic and Monetary Affairs*, ECON), circa le decisioni assunte dalla BCE in materia di politica monetaria e gli altri compiti a essa attribuiti.

Anche altri membri del Comitato esecutivo sono stati invitati presso il Parlamento europeo in diverse occasioni. Nell'aprile 2005 il Vicepresidente ha presentato il Rapporto annuale 2004 della BCE all'ECON, mentre in ottobre Lorenzo Bini Smaghi ha partecipato, su invito, a una riunione presso la medesima Commissione sulla rivisitazione del ruolo dell'FMI (cfr. la sezione 2.1 del capitolo 4).

Secondo una prassi consolidata, una delegazione dell'ECON, in occasione di un incontro organizzato presso la BCE, ha esaminato diverse tematiche con i membri del Comitato esecutivo. Inoltre, hanno avuto luogo discussioni informali con i membri del Parlamento europeo su aspetti relativi sia alla compensazione e al regolamento delle transazioni in titoli nell'UE sia all'attività di comunicazione sull'euro, con particolare riferimento ai nuovi Stati membri dell'Unione che intendono introdurre la moneta unica. La BCE ha inoltre continuato a rispondere volontariamente alle interrogazioni scritte presentate dagli europarlamentari su questioni attinenti il proprio ambito di competenza.

Infine, l'articolo 112 del Trattato prevede che il Parlamento europeo si pronunci sulle proposte di nomina nel Comitato esecutivo prima che queste vengano confermate. A tal fine, il Parlamento ha invitato Lorenzo Bini Smaghi presso l'ECON affinché potesse esprimere le proprie opinioni e rispondere alle interrogazioni dei membri della Commissione stessa. In seguito all'audizione, il Parlamento europeo ha approvato la sua nomina.

2 QUESTIONI SPECIFICHE SOLLEVATE DURANTE GLI INCONTRI CON IL PARLAMENTO EUROPEO

Durante gli scambi di opinioni tra la BCE e il Parlamento europeo è stata affrontata un'ampia serie di problematiche che, nel caso delle audizioni del Presidente presso il Parlamento, hanno riguardato in modo particolare la politica monetaria. Alcuni altri argomenti discussi in tale contesto sono esaminati nei paragrafi seguenti.

LA RIFORMA DEL PATTO DI STABILITÀ E CRESCITA

Una parte significativa dello scambio di opinioni tra il Parlamento europeo e la BCE ha riguardato gli andamenti delle finanze pubbliche e la riforma del Patto di stabilità e crescita. Nella risoluzione sulle finanze pubbliche nell'UEM adottata nel febbraio 2005, il Parlamento europeo avvertiva che "le spese pubbliche eccessive pregiudicano la stabilità dei prezzi, i tassi di interesse ridotti e i livelli di investimenti pubblici e, inoltre, limitano la capacità di affrontare la sfida rappresentata dai cambiamenti demografici". Con riferimento alla riforma del Patto di stabilità e crescita, se da un lato il Parlamento ha accolto con favore il rafforzamento del meccanismo preventivo e la crescente attenzione prestata ai livelli di indebitamento e agli obiettivi di Lisbona, dall'altro ha espresso preoccupazione per la scarsa chiarezza delle regole previste nel meccanismo correttivo e ha deplorato il fatto che si fosse persa l'occasione per rafforzare il ruolo della Commissione europea.

Il Presidente della BCE ha espresso apprezzamento per l'elevato grado di convergenza fra i pareri delle due istituzioni sulla materia e, nelle audizioni presso la Commissione per i problemi economici e monetari, ha sottolineato l'importanza fondamentale di politiche di bilancio solide ai fini del successo dell'UEM. In tale ambito, ha fatto presente che un'attuazione rigorosa e coerente del quadro di riferimento rivisto nell'ambito della riforma del Patto avrebbe offerto l'opportunità di rinnovare l'impegno verso tali politiche (cfr. la sezione 1.1 del capitolo 4).

LA VALUTAZIONE INTERMEDIA DELLA STRATEGIA DI LISBONA

Un altro argomento oggetto di discussione periodica da parte della BCE e del Parlamento

europeo è rappresentato dalla valutazione intermedia della strategia di Lisbona. Nella sua risoluzione in materia, il Parlamento ha accolto con favore l'impegno assunto dal Consiglio UE e dalla Commissione europea a imprimere un nuovo slancio alla strategia di Lisbona e ha espresso il proprio sostegno al nuovo sistema di *governance*. Il Parlamento ha inoltre sottolineato la necessità di "garantire un contesto macroeconomico sostenibile orientato alla crescita, onde conseguire [...] obiettivi economici, sociali e ambientali" e ha deplorato il fatto che il Consiglio europeo non abbia accolto il suggerimento del gruppo ad alto livello presieduto da Wim Kok, secondo il quale la Commissione avrebbe dovuto redigere, su base annuale, una classifica europea degli Stati membri ordinandola con riferimento ai progressi compiuti verso il conseguimento degli obiettivi di Lisbona.

Il Presidente della BCE ha affermato che la rivisitazione della strategia di Lisbona costituiva uno schema adeguato per far emergere il potenziale di crescita e occupazionale europeo. Inoltre, ha concordato con il parere del Parlamento secondo il quale un contesto macroeconomico stabile costituisce un presupposto fondamentale per accrescere l'occupazione e il ritmo di espansione dell'economia, sottolineando altresì la necessità di un sostegno reciproco e di un'analisi comparativa a livello europeo per migliorare l'attuazione delle riforme strutturali (cfr. la sezione 1.1 del capitolo 4).

COMUNICAZIONE SULL'EURO E L'UEM

Nel 2005 il Parlamento europeo ha esaminato approfonditamente anche la politica di comunicazione concernente l'euro e l'UEM verso i cittadini degli Stati membri attuali e futuri dell'area dell'euro. Le tematiche in questione hanno costituito oggetto di esame nel corso di un incontro, che ha avuto luogo a marzo presso la BCE, tra il relatore del Parlamento in materia e il membro del Comitato esecutivo della BCE José Manuel González-Páramo, cui sono anche intervenuti alcuni esperti della BCE. Nella risoluzione sull'attuazione della strategia d'informazione e di comunicazione riguardante l'euro e l'UEM, il Parlamento ha espresso apprezza-

mento per i vantaggi offerti dall'UEM e ha definito l'euro "probabilmente il più grande progetto europeo mai lanciato". Per sostenere la moneta unica e preparare i futuri Stati membri dell'area dell'euro a una transizione regolare, il Parlamento europeo ha evidenziato la necessità di una strategia di comunicazione coerente, ambiziosa e duratura sull'euro e sull'UEM. Tra le varie misure suggerite, il Parlamento ha invitato la BCE a intraprendere, su base annuale, un'analisi quantitativa dei benefici dell'euro per i cittadini.

Confrontando di fronte al Parlamento europeo riunito in sessione plenaria, il Presidente ha sottolineato che la BCE stava esaminando tutte le possibilità di migliorare la comunicazione sui benefici della moneta unica e ha spiegato che un'analisi quantitativa ad ampio spettro di tali benefici avrebbe potuto presentare delle difficoltà metodologiche e di disponibilità dei dati. Inoltre, secondo quanto indicato in una lettera al Parlamento, in tale analisi avrebbe potuto rendersi necessaria la trattazione di problematiche al di fuori delle competenze proprie di una banca centrale.

INTEGRAZIONE E REGOLAMENTAZIONE FINANZIARIA

Anche nel 2005 gli aspetti connessi all'integrazione e alla regolamentazione del settore finanziario hanno occupato un posto di primo piano nelle relazioni fra la BCE e il Parlamento europeo, il quale ha prestato particolare attenzione alle attività del SEBC e del Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (*Committee of European Securities Regulators*, CESR) in materia di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli. Nella risoluzione adottata su questo argomento nel luglio 2005, il Parlamento ha dichiarato che gli standard SEBC/CESR (cfr. la sezione 4.3 del capitolo 3) non devono influenzare il processo normativo dell'Unione europea e ha sottolineato la necessità di una consultazione completa e trasparente delle parti interessate.

Il Presidente ha sottolineato che gli standard rappresentavano un importante contributo per la

realizzazione di un'infrastruttura sicura e integrata per la compensazione e il regolamento delle operazioni in titoli e che il SEBC e il CESR avevano adottato le loro decisioni in modo aperto e trasparente dopo un'ampia consultazione degli operatori. Ha inoltre affermato che gli standard SEBC/CESR non influenzavano né precludevano l'adozione di atti legislativi futuri in questo ambito.

MONETE E BANCONOTE IN EURO

Nel 2005 è stata affrontata anche la questione della possibile emissione di banconote di piccolo taglio in euro. Oltre a presentare delle interrogazioni scritte al Presidente sull'argomento, il Parlamento europeo ha adottato una dichiarazione in cui chiedeva alla Commissione europea, al Consiglio UE e alla BCE di riconoscere la necessità di procedere all'emissione di banconote da 1 e 2 euro.

Il Consiglio direttivo aveva deciso nel 2004 di non introdurre banconote in euro di piccolo taglio in quanto gli aspetti negativi connessi con l'introduzione di tali banconote superavano quelli positivi e aveva motivato la propria decisione con l'insufficiente domanda per questi tagli, i problemi pratici per le terze parti interessate e gli elevati costi di stampa e trattamento. Il Presidente ha spiegato che non erano emersi nuovi elementi tali da indurre il Consiglio direttivo a modificare la propria valutazione.

Artista

Natividad Bermejo

Título

Duérmete niño, 2000

Materiali

Grafite su carta

Formato

145 x 212 cm

© BCE e artista



CAPITOLO 6

**L'ATTIVITÀ DI
COMUNICAZIONE
ESTERNA**

I LA POLITICA DI COMUNICAZIONE

L'attività di comunicazione è parte integrante della politica monetaria della Banca centrale europea e contribuisce all'adempimento delle altre funzioni a essa conferite. Apertura e trasparenza sono i principi fondamentali cui si informano le attività di comunicazione della BCE. Entrambi contribuiscono all'efficienza, all'efficacia e alla credibilità della politica monetaria della Banca centrale europea, avvalorando altresì l'opera compiuta da quest'ultima per rendere pienamente conto delle proprie azioni, come spiegato più in dettaglio nel capitolo 5.

Introdotta nel 1999, la prassi di spiegare tempestivamente, regolarmente e dettagliatamente la politica monetaria, le valutazioni e le decisioni della BCE rappresenta un approccio aperto e trasparente, unico nel suo genere, all'attività di comunicazione di banca centrale. Le decisioni di politica monetaria vengono espone nel corso della conferenza stampa che segue la riunione del Consiglio direttivo in cui sono state assunte. Il Presidente rilascia una dettagliata dichiarazione introduttiva e, insieme al Vicepresidente, resta a disposizione dei mezzi di informazione per rispondere a eventuali domande. Da dicembre del 2004, inoltre, le decisioni del Consiglio direttivo diverse da quelle di politica monetaria sono pubblicate mensilmente sui siti Internet delle banche centrali dell'Eurosistema.

Gli atti legali della BCE e la situazione contabile consolidata dell'Eurosistema sono resi disponibili nelle venti lingue ufficiali dell'UE. Le altre pubblicazioni statutarie della BCE, vale a dire il Rapporto annuale, la versione trimestrale del Bollettino mensile e il Rapporto sulla convergenza, sono diffuse in diciannove lingue¹. Ai fini della trasparenza e della responsabilità per il proprio operato nei confronti dei cittadini europei e dei loro rappresentanti eletti, la BCE pubblica anche altri documenti in tutte le lingue ufficiali, in particolare i comunicati stampa sulle decisioni di politica monetaria, le proiezioni macroeconomiche e gli indirizzi di *policy* rilevanti per il pubblico. La preparazione, la pubblicazione e la distribuzione delle pubblica-

zioni fondamentali della BCE nelle lingue nazionali sono svolte in stretta collaborazione con le singole BCN.

¹ Un'eccezione a carattere temporaneo si applica al maltese.

2 L'ATTIVITÀ DI COMUNICAZIONE

La BCE deve rivolgersi a un pubblico variegato, dagli esperti finanziari ai mezzi di informazione, alle autorità politiche, ai cittadini, ciascuno avente un diverso livello di conoscenze in materia economica e finanziaria. Al fine di spiegare il proprio mandato e le decisioni di politica monetaria, essa pertanto si avvale di un ampio ventaglio di strumenti e di attività di comunicazione, che perfeziona costantemente al fine di renderli più efficaci.

La BCE pubblica una serie di rapporti e di collane di studi. Fra questi, il Rapporto annuale presenta un resoconto delle attività svolte nel corso dell'esercizio precedente, contribuendo così all'attuazione del citato principio di responsabilità per il proprio operato. Il Bollettino mensile fornisce aggiornamenti regolari sulla valutazione dell'evoluzione economica e monetaria effettuata dalla BCE e spiega in dettaglio i motivi delle sue decisioni. Con la pubblicazione delle serie dei *Working Paper* e degli *Occasional Paper*, nonché con l'organizzazione di conferenze accademiche, seminari e *workshop*, la BCE contribuisce alla diffusione dei risultati di ricerche svolte.

Nel 2005 la Banca centrale europea, in collaborazione con le banche centrali nazionali dei paesi dell'area dell'euro, ha predisposto uno strumento didattico destinato agli studenti delle prime classi delle scuole secondarie e ai loro insegnanti. Scopo di questa iniziativa è spiegare, nelle grandi linee e in modo chiaro, l'importanza della stabilità dei prezzi ai fini del conseguimento di una prosperità economica duratura, nonché l'impostazione seguita dalla politica monetaria della BCE per raggiungere tale obiettivo. Il pacchetto informativo, prodotto nelle lingue dell'area dell'euro e distribuito a circa 50.000 scuole secondarie dei paesi dell'area, comprende un audiovisivo della durata di otto minuti, opuscoli informativi per gli studenti e una guida didattica per l'insegnante. Una versione elettronica è disponibile sul sito Internet della BCE in tutte le lingue ufficiali dell'Unione europea.

La BCE ha inoltre affinato il modo di comunicare le decisioni di politica monetaria ai mer-



cati finanziari e di renderle disponibili al pubblico. Da febbraio del 2005, infatti, la conferenza stampa mensile viene trasmessa in diretta sul sito Internet della BCE; al termine di essa i file video e audio sono messi a disposizione del pubblico.

Insieme alla BRI e alle banche centrali del G10, la BCE ha lanciato una nuova pubblicazione intitolata *International Journal of Central Banking*, il cui primo numero trimestrale è stato pubblicato il 19 maggio 2005. Vi vengono trattati, in chiave teorica e pratica, argomenti rilevanti per l'esercizio delle funzioni di banca centrale, con particolare enfasi sulla ricerca relativa alla politica monetaria e alla stabilità finanziaria.

Tutti i membri del Consiglio direttivo contribuiscono direttamente a migliorare la conoscenza e la comprensione da parte del pubblico dei compiti e delle politiche dell'Eurosistema attraverso audizioni al Parlamento europeo e ai parlamenti nazionali, pronunciando discorsi pubblici e informando i mezzi di comunicazione. Nel 2005 i membri del Comitato esecutivo hanno tenuto circa 220 discorsi, rilasciato numerose interviste e pubblicato articoli in riviste specializzate e giornali.

Anche le BCN dell'area dell'euro svolgono un ruolo di primo piano nell'assicurare a livello nazionale la diffusione di informazioni sull'euro e sulle attività dell'Eurosistema ai cittadini e agli altri soggetti interessati. Esse si rivolgono a destinatari sia a livello regionale che nazionale, utilizzando le rispettive lingue e tenendo conto dei diversi contesti di riferimento.

La BCE inoltre riceve gruppi di visitatori presso la propria sede a Francoforte. Nel 2005 sono state tenute dal personale della BCE conferenze e presentazioni rivolte a circa 8.000 visitatori, la maggior parte dei quali costituita da studenti universitari e professionisti del settore finanziario.

Tutti i documenti pubblicati dalla BCE e l'elenco delle attività svolte sono disponibili sul sito Internet della Banca. Nel 2005 sono state curate circa 65.000 richieste di informazioni pervenute attraverso molteplici canali.

La BCE organizza annualmente il programma *Cultural Days*, finalizzato a far conoscere al pubblico e agli stessi dipendenti della Banca centrale europea le specificità culturali e di costume caratterizzanti ciascuno Stato membro dell'Unione europea. L'iniziativa ogni anno sottolinea la ricchezza culturale di un singolo paese, promuovendo in tal modo una maggiore conoscenza delle nazioni dell'UE. Nel 2005 il programma *Cultural Days* ha riguardato l'Ungheria, dopo la Polonia (2004) e il Portogallo (2003). Gli eventi, tenutisi fra il 2 e il 28 novembre, sono stati organizzati in stretta collaborazione con la Magyar Nemzeti Bank.

Artista

Pedro Proença

Título

Alla turca (algumas anotações musicais), 2001

Materiali

Acrilico su tela

Formato

200 x 150 cm

© BCE e artista



CAPITOLO 7

**L'ASSETTO
ISTITUZIONALE,
L'ORGANIZZAZIONE
E IL BILANCIO**

I GLI ORGANI DECISIONALI E IL GOVERNO SOCIETARIO DELLA BCE

I.1 L'EUROSISTEMA E IL SISTEMA EUROPEO DI BANCHE CENTRALI



L'Eurosistema è il sistema di banche centrali dell'area dell'euro. Esso comprende la BCE e le banche centrali nazionali (BCN) dei dodici Stati membri che hanno adottato l'euro. Il termine "Eurosistema" è stato adottato dal Consiglio direttivo al fine di agevolare la comprensione della struttura che svolge le funzioni di banca centrale nell'area dell'euro ed è inteso a sottolineare l'identità comune, il lavoro di squadra e la cooperazione fra tutti i membri di tale struttura. Nel gennaio 2005 la BCE e le BCN dell'area dell'euro hanno pubblicato sui rispettivi siti Internet un documento che delinea la missione dell'Eurosistema, nonché gli intenti strategici e i principi organizzativi per l'espletamento delle sue funzioni da parte di tutti i suoi componenti.

Il SEBC si compone della BCE e delle BCN di tutti gli Stati membri dell'UE (attualmente 25), compresi quelli che non hanno ancora adottato l'euro. La distinzione fra Eurosistema e SEBC continuerà ad essere necessaria se e finché esisteranno Stati membri che non hanno ancora adottato l'euro.

La BCE è dotata di personalità giuridica ai sensi del diritto pubblico internazionale. Essa è costituita come perno dell'Eurosistema e del SEBC e assicura lo svolgimento dei rispettivi compiti sia attraverso le proprie attività sia tramite le BCN.

Ciascuna BCN gode di personalità giuridica in base alla legislazione nazionale del rispettivo

paese. In quanto parte integrante dell'Eurosistema, le BCN dell'area dell'euro svolgono i compiti a questo conferiti in conformità con le regole fissate dagli organi decisionali della BCE. Contribuiscono inoltre ai lavori dell'Eurosistema e del SEBC attraverso la partecipazione dei propri rappresentanti ai diversi comitati dell'Eurosistema/SEBC (cfr. la sezione 1.5 di questo capitolo). Esse possono espletare, sotto la propria responsabilità, funzioni estranee all'ambito dell'Eurosistema, sempre che il Consiglio direttivo non reputi che tali funzioni interferiscano con gli obiettivi e i compiti dell'Eurosistema.

L'Eurosistema e il SEBC sono retti dagli organi decisionali della BCE: il Consiglio direttivo e il Comitato esecutivo. Se e finché esisteranno Stati membri che non hanno ancora adottato l'euro è istituito un terzo organo decisionale della BCE, il Consiglio generale. Il funzionamento dei suddetti organi è regolato dal Trattato che istituisce la Comunità europea, dallo Statuto del SEBC e dai relativi regolamenti interni¹. Il processo decisionale all'interno dell'Eurosistema e del SEBC è centralizzato, ma la BCE e le BCN dell'area dell'euro contribuiscono congiuntamente, sul piano sia strategico che operativo, a conseguire gli obiettivi comuni, nel dovuto rispetto del principio di decentramento, secondo quanto stabilito nello Statuto del SEBC.

1.2 IL CONSIGLIO DIRETTIVO

Il Consiglio direttivo comprende tutti i membri del Comitato esecutivo e i governatori delle BCN degli Stati membri che hanno adottato l'euro. In base al Trattato le sue principali responsabilità sono le seguenti:

- adottare gli indirizzi e prendere le decisioni necessari ad assicurare lo svolgimento dei compiti affidati all'Eurosistema;
- formulare la politica monetaria dell'area dell'euro, ivi comprese, ove opportuno, le decisioni relative agli obiettivi monetari

intermedi, ai tassi di interesse di riferimento e all'offerta di riserve nell'Eurosistema, nonché fissare i necessari indirizzi per la loro attuazione.

Il Consiglio direttivo si riunisce di norma due volte al mese presso la sede della BCE a Francoforte sul Meno, in Germania. Nel corso della prima riunione esso si occupa, fra le altre cose, di condurre una valutazione approfondita degli andamenti monetari ed economici e di prendere le relative decisioni, mentre la seconda riunione è normalmente dedicata alle questioni connesse con gli altri compiti e responsabilità della BCE e dell'Eurosistema. Nel 2005 due riunioni sono state tenute in sedi diverse da Francoforte: una presso la Deutsche Bundesbank a Berlino e l'altra presso la Banca di Grecia ad Atene.

Nel prendere decisioni sulla politica monetaria e su altri compiti della BCE e dell'Eurosistema, i membri del Consiglio direttivo non agiscono in veste di rappresentanti nazionali, ma a titolo personale e con piena indipendenza. Ciò è riassunto nel principio "un membro, un voto" applicato in seno al Consiglio direttivo.

¹ Per il Regolamento interno della BCE, cfr. la Decisione BCE/2004/2 del 19 febbraio 2004 relativa all'adozione del Regolamento interno della Banca centrale europea, GU L 80, 18.3.2004, pag. 33; la Decisione BCE/2004/12 del 17 giugno 2004, che adotta il regolamento interno del Consiglio generale della BCE, GU L 230, 30.6.2004, pag. 61; la Decisione BCE/1999/7 del 12 ottobre 1999 relativa al Regolamento interno del Comitato esecutivo della BCE, GU L 314, 8.12.1999, pag. 34. Questi regolamenti sono disponibili anche sul sito Internet della BCE.

IL CONSIGLIO DIRETTIVO



Terza fila (da sinistra)
Lorenzo Bini Smaghi,
Klaus Liebscher, Axel A. Weber,
José Manuel González-Páramo,
Otmar Issing

Seconda fila (da sinistra)
Jaime Caruana, Vítor Constâncio,
Erkki Liikanen, Antonio Fazio,
John Hurley, Guy Quaden

Jean-Claude Trichet

Presidente della BCE

Lucas D. Papademos

Vicepresidente della BCE

Lorenzo Bini Smaghi

(dal 1° giugno 2005)

Membro del Comitato esecutivo della BCE

Jaime Caruana

Governatore del Banco de España

Vítor Constâncio

Governatore del Banco de Portugal

Vincenzo Desario

(dal 20 dicembre 2005 al 15 gennaio 2006)

Governatore *ad interim* della Banca d'Italia

Mario Draghi

(dal 16 gennaio 2006)

Governatore della Banca d'Italia

Antonio Fazio

(fino al 19 dicembre 2005)

Governatore della Banca d'Italia

Nicholas C. Garganas

Governatore della Banca di Grecia

José Manuel González-Páramo

Membro del Comitato esecutivo della BCE

John Hurley

Governatore della Central Bank and Financial Services Authority of Ireland

Otmar Issing

Membro del Comitato esecutivo della BCE

Klaus Liebscher

Governatore della Oesterreichische Nationalbank

Erkki Liikanen

Governatore della Suomen Pankki – Finlands Bank

Yves Mersch

Governatore della Banque centrale du Luxembourg

Christian Noyer

Governatore della Banque de France

Tommaso Padoa-Schioppa

(fino al 31 maggio 2005)

Membro del Comitato esecutivo della BCE

Guy Quaden

Governatore della Nationale Bank van België/

Banque Nationale de Belgique

Gertrude Tumpel-Gugerell

Membro del Comitato esecutivo della BCE

Axel A. Weber

Presidente della Deutsche Bundesbank

Nout Wellink

Presidente della Nederlandsche Bank

Prima fila (da sinistra)

Nicholas C. Garganas, Yves Mersch,
Gertrude Tumpel-Gugerell,
Lucas D. Papademos,
Jean-Claude Trichet, Nout Wellink,
Christian Noyer

1.3 IL COMITATO ESECUTIVO

Il Comitato esecutivo comprende il Presidente e il Vicepresidente della BCE e altri quattro membri, nominati di comune accordo dai Capi di Stato o di governo degli Stati membri che hanno adottato l'euro. Le principali responsabilità del Comitato esecutivo, che di regola si riunisce una volta la settimana, sono:

- preparare le riunioni del Consiglio direttivo;
- attuare la politica monetaria dell'area dell'euro in conformità con gli indirizzi e le decisioni adottati dal Consiglio direttivo,

impartendo le necessarie istruzioni alle BCN dell'area dell'euro;

- gestire gli affari correnti della BCE;
- esercitare determinati poteri a esso delegati dal Consiglio direttivo, inclusi quelli di natura regolamentare.

Il Comitato di gestione, presieduto da un membro del Comitato esecutivo, fornisce consulenza e assistenza al Comitato esecutivo in materia di gestione della BCE, nella pianificazione delle attività e nella predisposizione del bilancio annuale.

Seconda fila (da sinistra)

Lorenzo Bini Smaghi,
José Manuel González-Páramo,
Otmar Issing

Prima fila (da sinistra)

Gertrude Tumpel-Gugerell,
Jean-Claude Trichet (Presidente),
Lucas D. Papademos
(Vicepresidente)



Jean-Claude Trichet

Presidente della BCE

Lucas D. Papademos

Vicepresidente della BCE

Lorenzo Bini Smaghi

(dal 1° giugno 2005)

Membro del Comitato esecutivo della BCE

José Manuel González-Páramo

Membro del Comitato esecutivo della BCE

Otmar Issing

Membro del Comitato esecutivo della BCE

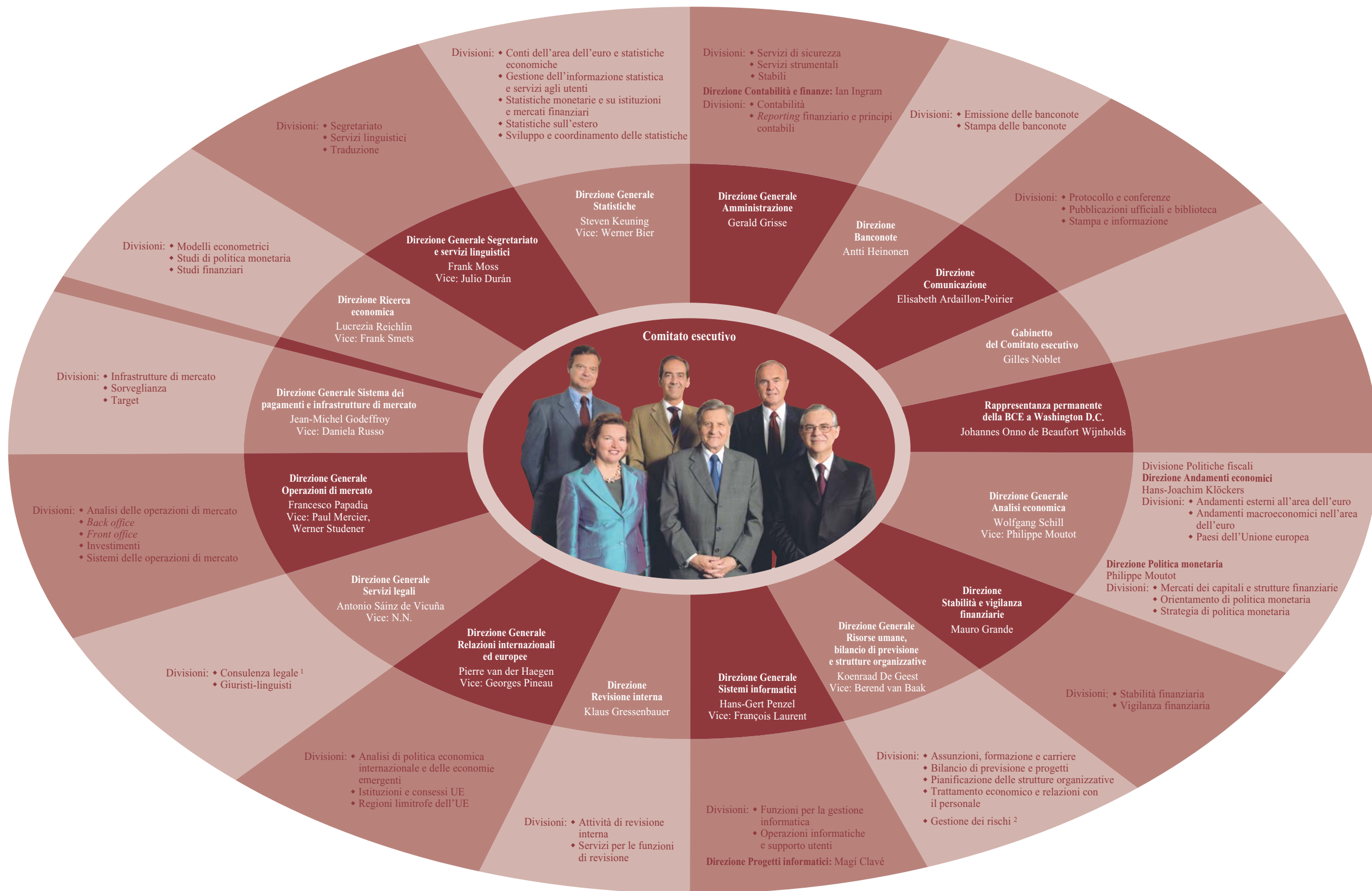
Tommaso Padoa-Schioppa

(fino al 31 maggio 2005)

Membro del Comitato esecutivo della BCE

Gertrude Tumpel-Gugerell

Membro del Comitato esecutivo della BCE



Comitato esecutivo

Seconda fila (da sinistra): Lorenzo Bini Smaghi, José Manuel González-Páramo, Otmar Issing

Prima fila (da sinistra): Gertrude Tumpel-Gugereit, Jean-Claude Trichet (Presidente), Lucas D. Papademos (Vicepresidente)

¹ Include la funzione di protezione dei dati.

² Risponde direttamente al Comitato esecutivo.

I.4 IL CONSIGLIO GENERALE

Il Consiglio generale è composto dal Presidente e dal Vicepresidente della BCE e dai governatori delle BCN di tutti gli Stati membri dell'UE. Esso svolge i compiti in precedenza propri dell'IME, che devono essere tuttora assolti dalla BCE in ragione del fatto che non tutti gli Stati membri hanno adottato l'euro. Nel 2005 il Consiglio generale si è riunito quattro volte. In marzo il Consiglio generale ha deciso di invitare i governatori delle banche centrali di Bulgaria e Romania a par-

tecipare alle riunioni del Consiglio generale in qualità di osservatori, a far tempo dalla firma del Trattato di adesione da parte di tali paesi. Tale decisione è in linea con l'approccio applicato nel 2003 alle banche centrali degli allora dieci paesi in via di adesione, con l'obiettivo di promuovere la collaborazione con le loro banche centrali in preparazione al relativo ingresso nel SEBC. Il 16 giugno 2005 i governatori delle banche centrali di Bulgaria e Romania hanno preso parte per la prima volta alla riunione del Consiglio generale in qualità di osservatori.

Terza fila (da sinistra)

Andres Lipstok, Erkki Liikanen, Ilmārs Rimšēvičs, Lars Heikensten, Zdeněk Tůma, Axel A. Weber, Reinoldijus Šarkinas, Mitja Gaspari

Seconda fila (da sinistra)

Nicholas C. Garganas, Jaime Caruana, Leszek Balcerowicz, Vítor Constâncio, Klaus Liebscher, Antonio Fazio, John Hurley, Zsigmond Járαι

Prima fila (da sinistra)

Yves Mersch, Bodil Nyboe Andersen, Christodoulos Christodoulou, Lucas D. Papademos, Jean-Claude Trichet, Michael C. Bonello, Nout Wellink, Christian Noyer, Guy Quaden

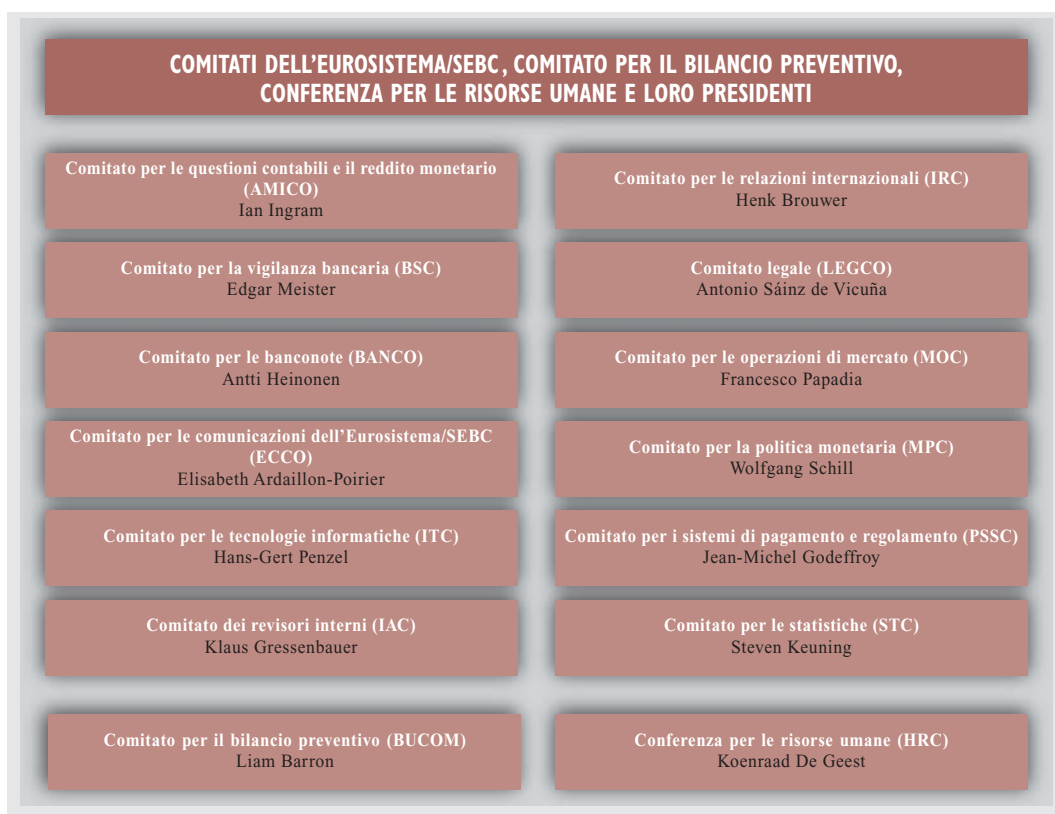
Nota: Mervyn King e Ivan Šramko non erano presenti alla riunione in cui è stata scattata la fotografia.



Jean-Claude Trichet Presidente della BCE
Lucas D. Papademos Vicepresidente della BCE
Bodil Nyboe Andersen (fino al 31 ottobre 2005)
Governatore della Danmarks Nationalbank
Leszek Balcerowicz
Presidente della Narodowy Bank Polski
Nils Bernstein (dal 1° novembre 2005)
Governatore della Danmarks Nationalbank
Michael C. Bonello
Governatore della Bank Ċentrali ta' Malta/
Central Bank of Malta
Jaime Caruana
Governatore del Banco de España
Christodoulos Christodoulou
Governatore della Banca centrale di Cipro
Vítor Constâncio
Governatore del Banco de Portugal
Vincenzo Desario
(dal 20 dicembre 2005 al 15 gennaio 2006)
Governatore *ad interim* della Banca d'Italia
Mario Draghi (dal 16 gennaio 2006)
Governatore della Banca d'Italia
Antonio Fazio (fino al 19 dicembre 2005)
Governatore della Banca d'Italia
Nicholas C. Garganas
Governatore della Banca di Grecia
Mitja Gaspari
Governatore della Banka Slovenije
Lars Heikensten (fino al 31 dicembre 2005)
Governatore della Sveriges Riksbank

John Hurley
Governatore della Central Bank and
Financial Services Authority of Ireland
Stefan Ingves (dal 1° gennaio 2006)
Governatore della Sveriges Riksbank
Zsigmond Járαι Governatore della Magyar Nemzeti Bank
Mervyn King Governatore della Bank of England
Vahur Kraft (fino al 6 giugno 2005)
Governatore della Eesti Pank
Klaus Liebscher
Governatore della Oesterreichische Nationalbank
Erkki Liikanen
Governatore della Suomen Pankki – Finlands Bank
Andres Lipstok (dal 7 giugno 2005)
Governatore della Eesti Pank
Yves Mersch
Governatore della Banque centrale du Luxembourg
Christian Noyer
Governatore della Banque de France
Guy Quaden
Governatore della Nationale Bank van België/
Banque Nationale de Belgique
Ilmārs Rimšēvičs Governatore della Latvijas Banka
Reinoldijus Šarkinas
Presidente del Consiglio di amministrazione della
Lietuvos bankas
Ivan Šramko Governatore della Národná banka Slovenska
Zdeněk Tůma Governatore della Česká národní banka
Axel A. Weber Presidente della Deutsche Bundesbank
Nout Wellink Presidente della Nederlandsche Bank

I.5 I COMITATI DELL'EUROSISTEMA/SEBC, IL COMITATO PER IL BILANCIO PREVENTIVO E LA CONFERENZA PER LE RISORSE UMANE



I Comitati dell'Eurosistema/SEBC hanno continuato a svolgere un importante ruolo di supporto degli organi decisionali della BCE nell'espletamento dei loro compiti. Su richiesta sia del Consiglio direttivo sia del Comitato esecutivo, i Comitati hanno fornito la propria consulenza nei rispettivi settori di competenza, agevolando il processo decisionale. La partecipazione ai Comitati è generalmente riservata al personale delle banche centrali dell'Eurosistema. Tuttavia, le BCN degli Stati membri che non hanno ancora adottato l'euro partecipano alle riunioni ogniqualvolta vengono esaminate questioni di competenza del Consiglio generale. Ove appropriato, possono essere invitati anche i rappresentanti di altri organismi competenti, come le autorità nazionali di vigilanza nel caso del Comitato per la vigilanza bancaria. Dalla firma del Trattato di adesione nell'aprile 2005, in linea con la decisione di invitare i governa-

tori delle banche centrali dei paesi in via di adesione alle riunioni del Consiglio generale, gli esperti delle banche centrali di Bulgaria e Romania sono invitati alle riunioni dei Comitati del SEBC in qualità di osservatori ogniqualvolta vengono esaminate questioni di competenza del Consiglio generale. Attualmente esistono dodici Comitati dell'Eurosistema/SEBC, tutti istituiti ai sensi dell'articolo 9 del Regolamento interno della BCE.

Il Comitato per il bilancio preventivo, creato ai sensi dell'articolo 15 del Regolamento interno, assiste il Consiglio direttivo nelle questioni relative al bilancio della BCE.

A novembre il Consiglio direttivo ha istituito, ai sensi dell'articolo 9a del Regolamento, una Conferenza per le risorse umane (cfr. la sezione 2 di questo capitolo).

1.6 IL GOVERNO SOCIETARIO

Oltre agli organi decisionali, il sistema di governo societario della BCE prevede vari livelli di controllo esterni e interni, nonché norme in materia di accesso del pubblico ai documenti della BCE.

LIVELLI ESTERNI DI CONTROLLO

Lo Statuto del SEBC prevede due livelli di controllo esterno: quello dei revisori esterni², incaricati di verificare il bilancio della BCE (articolo 27.1 dello Statuto del SEBC) e quello della Corte dei conti europea, che verifica l'efficienza operativa della gestione della BCE (articolo 27.2). Il sito Internet della BCE pubblica il rapporto annuale della Corte dei Conti europea e la risposta della BCE.

Al fine di rafforzare la massima garanzia data al pubblico sull'indipendenza dei revisori esterni della BCE, nell'agosto del 2002 il Consiglio direttivo ha deciso di applicare il principio della rotazione delle società di revisione, poi attuato nell'ambito della procedura per la nomina del revisore esterno della BCE.

LIVELLI INTERNI DI CONTROLLO

La struttura di controllo interno della BCE si fonda su un approccio funzionale, in cui ciascuna unità organizzativa (Sezione, Divisione, Direzione o Direzione generale) è responsabile della propria efficienza e del controllo interno. A riguardo le varie unità applicano procedure di controllo operativo nell'ambito delle rispettive aree di responsabilità e determinano il livello di rischio accettabile. È stato ad esempio predisposto un sistema di regole e procedure – noto come “muraglia cinese” – per impedire che le informazioni riservate provenienti dalle aree responsabili della politica monetaria giungano ai settori cui spetta la gestione delle riserve valutarie e dei fondi propri della BCE. Oltre ai controlli attuati da ciascuna unità organizzativa, diverse divisioni all'interno della Direzione Generale Risorse umane, bilancio di previsione e strutture organizzative monitorano il processo di controllo e presentano proposte per migliorare l'efficienza dell'individuazione, della valu-

tazione e dell'attenuazione dei rischi all'interno di tutta la BCE.

Indipendentemente dalla struttura di controllo e dal monitoraggio dei rischi della BCE, la Direzione Revisione interna svolge incarichi di revisione su mandato del Comitato esecutivo. In conformità con il mandato definito dallo Statuto dei revisori della BCE³, essa valuta, volta per volta, l'adeguatezza e l'efficacia del sistema di controllo interno della BCE nonché la qualità del suo operato nell'espletamento delle responsabilità a essa conferite. La Direzione Revisione interna aderisce agli *International Standards for the Professional Practice of Internal Auditing* elaborati dall'Institute of Internal Auditors.

Uno dei Comitati dell'Eurosistema/SEBC, il Comitato dei revisori interni, composto dai responsabili delle funzioni di *audit* interno presso la BCE e le BCN, è responsabile del coordinamento delle attività ispettive sui progetti e sistemi operativi congiunti dell'Eurosistema/SEBC.

La BCE ha adottato due Codici di condotta. Il primo trova applicazione per i membri del Consiglio direttivo e ne contempla le responsabilità per la salvaguardia dell'integrità e della reputazione dell'Eurosistema e per il mantenimento dell'efficacia del suo funzionamento⁴. Esso fornisce indirizzi e principi etici per i membri del Consiglio direttivo e i loro supplenti nello svolgimento delle funzioni di competenza di tale organo decisionale. Il Consiglio direttivo ha inoltre nominato un consulente incaricato di fornire assistenza ai suoi membri in merito ad alcuni aspetti di condotta professionale. Il secondo è il Codice di condotta della BCE, che fornisce indirizzi e parametri di comportamento

2 In base a una gara di appalto tenutasi nel 2002 il mandato quinquennale di revisore esterno della BCE per gli esercizi finanziari dal 2003 al 2007 è stato conferito a KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft.

3 Per promuovere la trasparenza delle misure ispettive adottate in seno alla BCE tale Statuto è pubblicato sul sito Internet della BCE.

4 Cfr. il Codice di condotta per i membri del Consiglio direttivo, GU C 123 del 24.5.2002, pag. 9 e il sito Internet della BCE.

per il personale della BCE e per i membri del Comitato esecutivo, che nello svolgimento dei loro compiti sono tenuti a conformarsi a elevati standard professionali e deontologici⁵. Conformemente alle regole del Codice di condotta in materia di *insider trading*, al personale della BCE e ai membri del Comitato esecutivo è vietato trarre vantaggio da informazioni riservate nella conduzione di operazioni finanziarie private, a proprio rischio e per proprio conto, ovvero a rischio e per conto di terzi⁶. Un Consulente per la deontologia nominato dal Comitato esecutivo assicura un'interpretazione uniforme di tale regolamento.

MISURE ANTIFRODE

Nel 1999 il Parlamento europeo e il Consiglio UE hanno adottato un regolamento⁷ allo scopo di potenziare la lotta contro frodi, corruzione e ogni altra attività illecita lesiva degli interessi finanziari delle Comunità europee. Con tale regolamento si istituivano inoltre le indagini interne condotte dall'Ufficio europeo per la lotta antifrode (OLAF) su casi sospetti di frode presso le istituzioni, gli organi e gli uffici e agenzie comunitari.

Il regolamento prevedeva che ciascuno di questi enti adottasse le decisioni necessarie affinché l'OLAF fosse in grado di condurre indagini al loro interno. A tal fine, nel giugno del 2004 il Consiglio direttivo ha adottato una decisione⁸, entrata in vigore il 1° luglio 2004, riguardante le condizioni e le modalità delle indagini dell'OLAF in seno alla BCE.

ACCESSO DEL PUBBLICO AI DOCUMENTI DELLA BCE

La decisione della BCE relativa all'accesso del pubblico ai documenti della BCE⁹, adottata nel marzo del 2004, è coerente con gli obiettivi e i criteri applicati dagli altri organi e istituzioni comunitari in merito all'accesso del pubblico ai rispettivi documenti. Tale decisione accresce la trasparenza, preservando nel contempo l'indipendenza della BCE e delle BCN e la riservatezza di talune materie concernenti l'esercizio delle funzioni della BCE.

Nel 2005 il numero delle richieste di accesso del pubblico è rimasto limitato.

- 5 Cfr. il Codice di condotta della Banca centrale europea in conformità dell'articolo 11.3 del Regolamento interno della Banca centrale europea, GU C 76 dell'8.3.2001, pag. 12 e il sito Internet della BCE.
- 6 Cfr. la sezione 1.2 delle norme sul personale della BCE, recante le norme in materia di condotta professionale e segreto professionale, GU C 92 del 16.4.2004, pag. 31 e il sito Internet della BCE.
- 7 Regolamento (CE) n. 1073/1999 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 25 maggio 1999, relativo alle indagini svolte dall'Ufficio europeo per la lotta antifrode (OLAF), GU L 136 del 31.5.1999, pag. 1.
- 8 Decisione BCE/2004/11 riguardante le condizioni e le modalità delle indagini dell'Ufficio europeo per la lotta antifrode in seno alla Banca centrale europea in materia di lotta contro le frodi, la corruzione e ogni altra attività illecita lesiva degli interessi finanziari delle Comunità europee e che modifica le condizioni di impiego per il personale della Banca centrale europea, GU L 230 del 30.6.2004, pag. 56. La decisione è stata adottata in risposta alla sentenza della Corte europea di giustizia resa il 10 luglio 2003 nella causa Commissione delle Comunità europee contro BCE (I-7147).
- 9 GU L 80 del 18.3.2004, pag. 42.

2 GLI SVILUPPI ORGANIZZATIVI

2.1 LE RISORSE UMANE

EVOLUZIONE DEL PERSONALE

Il numero totale di posizioni previste per l'esercizio 2005 era di 1.369,5 unità a tempo pieno, rispetto alle 1.362,5 in bilancio per il 2004. Alla fine del 2005 il personale della BCE con contratto a tempo indeterminato o a tempo determinato per almeno dodici mesi era pari a 1.360 unità, equivalenti a 1.351 unità a tempo pieno¹⁰. Dopo il 15 maggio 2005 la BCE ha iniziato ad accettare candidature da parte di cittadini dei due paesi in procinto di aderire all'Unione europea: Bulgaria e Romania. Tutte le assunzioni esterne per coprire posizioni permanenti sono state effettuate sulla base di contratti a termine di cinque anni per i dirigenti e i consiglieri e di tre anni per tutte le altre posizioni.

Nel 2005 la BCE ha offerto 106 contratti a termine per un periodo inferiore a dodici mesi, contro i 123 del 2004, al fine di colmare carenze temporanee di personale (ad esempio per sostituzione di personale in congedo di maternità, in congedo parentale o in aspettativa non retribuita).

Inoltre, in conformità a uno dei principi organizzativi dell'Eurosistema, in base al quale "lo scambio di risorse umane, conoscenze ed esperienze è promosso da e fra tutti i membri dell'Eurosistema", la BCE ha assunto per brevi periodi, compresi fra i tre e gli undici mesi, 80 esperti provenienti dalle BCN del SEBC, nonché dalla Banca nazionale di Bulgaria e dalla Banca Națională a României. Questi incarichi a breve termine hanno offerto un'opportunità molto utile al personale della BCE e delle BCN per beneficiare dell'esperienza reciproca e promuovere lo spirito di squadra a livello del SEBC. Hanno contribuito altresì ai lavori preparativi per l'ulteriore allargamento dell'UE e la futura integrazione della Banca nazionale di Bulgaria e della Banca Națională a României nel SEBC.

Nel 2005 la BCE ha offerto tirocini interni a 158 studenti e laureati aventi una formazione in economia, statistica, amministrazione aziendale, diritto e traduzione. Dei 158 tirocini, 10 sono

stati offerti nel quadro del *Graduate Research Programme*, rivolto a studenti particolarmente meritevoli impegnati a terminare il dottorato di ricerca.

Nell'ambito del *Research Visitor Programme*, incentrato su specifici progetti di ricerca ad alto livello nel campo della politica monetaria, nel 2005 sono stati ospitati 19 ricercatori rispetto ai 18 del 2004.

Nel 2005 è stato avviato, con un invito a manifestare interesse, il *Graduate Programme* della BCE, rivolto a neolaureati con una formazione non specifica. I primi arrivi sono previsti nel 2006.

MOBILITÀ INTERNA

La mobilità interna rappresenta un'opportunità per il personale di ampliare la propria esperienza e uno strumento per incrementare le sinergie fra settori di attività. A tale riguardo, la politica di assunzione interna, che rispetto al passato dà maggiore risalto a competenze più ampie, intende agevolare ulteriormente la mobilità interna del personale. Quest'ultima è sostenuta anche mediante altre iniziative, come gli scambi di personale e i trasferimenti interni temporanei a nuove funzioni per coprire l'assenza di colleghi. Nel 2005 oltre 100 dipendenti si sono dislocati internamente in altre posizioni.

MOBILITÀ ESTERNA

Il personale della BCE ha continuato a essere distaccato presso le BCN e alcune altre istituzioni internazionali ed europee (quali la Commissione europea e l'FMI) per periodi compresi fra i due e i dodici mesi. Nel 2005 hanno partecipato al programma di esperienza lavorativa esterna 15 dipendenti. Inoltre, la BCE ha continuato a concedere aspettativa non retribuita fino a tre anni a dipendenti intenzionati ad assumere impieghi presso le BCN o altre organizzazioni finanziarie idonee. Nel 2005 hanno usufruito di questa possibilità 14 dipendenti.

¹⁰ Ciò a fronte di 1.314 unità con contratto a tempo indeterminato o a tempo determinato a fine 2004, equivalenti a 1.309 unità a tempo pieno.



RAFFORZAMENTO DELLE RISORSE UMANE

L'attuazione della nuova strategia per le risorse umane avviata nel 2004 è proseguita nel 2005. Oltre a promuovere la mobilità, anche attraverso la rotazione dei dirigenti, questa strategia verte sullo sviluppo della gestione della BCE. Le capacità di *leadership* e di gestione hanno continuato a essere rafforzate mediante corsi di formazione, programmi di preparazione individuale ed esercizi di *feedback* incrociato. Questo esercizio annuale, obbligatorio per tutti i dirigenti, prevede una valutazione da parte del personale coinvolto che confluisce nella valutazione annuale della prestazione professionale dei dirigenti della BCE. L'*Advanced Management Training Programme*, inoltre, è stato esteso alla gestione delle prestazioni del personale e dei cambiamenti organizzativi.

Oltre a ciò, i sei valori comuni della BCE (competenza, efficacia ed efficienza, integrità, spirito di gruppo, trasparenza e responsabilità per il proprio operato, lavorare per l'Europa) individuati nel 2004 sono stati gradualmente assimilati nelle politiche in materia di risorse umane. Per iniziare a tradurre tali valori nel comportamento quotidiano e nelle prestazioni professionali del personale sono state incoraggiate iniziative tese a svilupparli in norme comportamentali e azioni concrete nonché a integrarli nella valutazione delle prestazioni.

La continua acquisizione e lo sviluppo di capacità e competenze è uno dei più importanti aspetti della strategia per le risorse umane della BCE. Come principio di base, l'apprendimento e lo sviluppo sono una responsabilità condivisa. La BCE offre le risorse finanziarie e il quadro formativo, i dirigenti definiscono le esigenze di formazione per assicurare che i dipendenti mantengano l'elevato livello di conoscenze e competenze professionali necessario per la posizione rivestita al momento; dal canto suo, il personale ha la responsabilità primaria dell'apprendimento e dello sviluppo. Oltre a svariate possibilità di formazione interna, i dipendenti e i dirigenti possono usufruire di opportunità di formazione esterna per far fronte a esigenze formative specifiche individuali di natura più "tec-

nica". Possono inoltre beneficiare di programmi comuni del SEBC oppure offerti dalle BCN.

In aggiunta, nel quadro della politica di formazione secondaria, la BCE ha prestato il proprio sostegno a 19 dipendenti desiderosi di acquisire una qualifica che ne avrebbe incrementato le competenze professionali oltre i requisiti della posizione rivestita al momento.

LA CONFERENZA PER LE RISORSE UMANE E IL SEGUITO DATO ALLA DICHIARAZIONE SULLA MISSIONE DELL'EUROSISTEMA

Allo scopo di promuovere ulteriormente la collaborazione e lo spirito di squadra fra le banche centrali dell'Eurosistema/SEBC nel campo della gestione delle risorse umane, il Consiglio direttivo ha istituito una Conferenza per le risorse umane (*Human Resources Conference, HRC*), formalizzando così l'ormai consolidata cooperazione fra i responsabili del personale delle banche centrali dell'UE. Senza pregiudicare la competenza esclusiva delle BCN e della BCE nel settore, il Consiglio direttivo ha dato mandato all'HRC di assicurare lo scambio di esperienze, competenze e informazioni sulle politiche e prassi in materia di risorse umane. L'HRC contribuirà, fra l'altro, a individuare opportunità formative comuni e a sviluppare misure volte a favorire scambi di personale. Coordinerà altresì le attività di interesse comune nel settore delle risorse umane.

Il 1° settembre 2005 il Consiglio direttivo ha deciso una serie di misure concrete intese a promuovere la dichiarazione sulla missione dell'Eurosistema pubblicata nel gennaio 2005. L'HRC e il Comitato per le comunicazioni dell'Eurosistema/SEBC hanno quindi ricevuto il mandato di attuare le misure approvate. L'attribuzione di un significato concreto alla missione definita per i dipendenti dell'Eurosistema nel

loro lavoro quotidiano si delinea come un processo in continua evoluzione.

GESTIONE DELLA DIVERSITÀ

La gestione della diversità cerca di sfruttare al meglio le differenze esistenti fra i membri del personale per creare un ambiente di lavoro produttivo e improntato al rispetto reciproco, in grado di valorizzare appieno le capacità di ciascuno e di conseguire gli obiettivi organizzativi prefissati. La gestione della diversità è un elemento importante per la BCE, in quanto istituzione che impiega personale proveniente dai 25 Stati membri dell'UE nonché dai due paesi in procinto di aderirvi. La BCE ha quindi integrato la gestione della diversità nelle sue attività correnti, al fine di assicurare che le competenze individuali del personale ricevano adeguato riconoscimento e siano utilizzate appieno per consentire alla BCE di raggiungere l'alto livello di prestazioni necessario per l'adempimento delle sue funzioni. Nel 2005 sono state ulteriormente sviluppate una politica generale della diversità, una politica quadro relativa alla dignità sul posto di lavoro e una proposta sul monitoraggio di questioni inerenti alla diversità.

2.2 ESAME DELL'EFFICACIA ED EFFICIENZA DELLA BCE

In quanto istituzione pubblica, la BCE si impegna a offrire i migliori servizi ai costi più bassi. A integrazione dei meccanismi di controllo interni ed esterni esistenti che tengono sotto costante osservazione l'adempimento di questo compito, la BCE ha deciso di analizzare la propria efficacia ed efficienza conducendo una valutazione di bilancio a "base zero" (*zero-based budgeting assessment*, ZBB) in cui sono stati coinvolti attivamente il personale e i dirigenti. La valutazione ZBB ha costituito una revisione completa dell'efficacia ed efficienza delle attività di tutti i settori operativi della BCE, condotta attraverso un'indagine sulle attività e sulla produzione di tutto il personale e i dirigenti della BCE.

Sulla base dei risultati ottenuti, il Comitato esecutivo ha deciso che occorre sopprimere un numero consistente di posizioni, senza però licenziare personale. Per alcuni mesi del 2005 le assunzioni sono state temporaneamente congelate mentre si valutava il possibile ricollocamento di alcuni dipendenti nell'ambito dell'istituzione. Il Comitato esecutivo ha adottato diverse altre misure concernenti una più ampia gamma di questioni organizzative fra i vari settori di attività della BCE. Queste comprendono: la creazione di un Ufficio centrale di risorse esterne in seno alla Direzione Generale Amministrazione, la fusione della Direzione Pianificazione e controllo con la Direzione Risorse umane per formare una nuova Direzione Generale Risorse umane, bilancio di previsione e strutture organizzative, la chiarificazione della ripartizione delle responsabilità fra la Direzione Generale Sistemi informatici e altri settori di attività della BCE in relazione all'applicazione delle tecnologie informatiche, la concentrazione del lavoro statistico nella Direzione Generale Statistiche e il rafforzamento della funzione di gestione del rischio operativo.

2.3 LA NUOVA SEDE DELLA BCE

Il 13 gennaio 2005 il Consiglio direttivo ha deliberato in merito al progetto per la futura sede della BCE. Dopo attenta valutazione e a seguito di approfondite discussioni, basandosi sulle richieste contenute nel bando di concorso, il Consiglio direttivo ha deciso in favore del progetto revisionato predisposto da COOP HIMMELB(L)AU, lo studio di progettazione vincitore del concorso internazionale di progettazione urbanistica e architettonica. Contestualmente ha indetto un approfondimento (fase di ottimizzazione), per rivedere i requisiti funzionali, spaziali e tecnici con lo scopo di ridurre i costi e garantire l'impiego ottimale delle risorse.

Il 15 dicembre 2005, il Consiglio direttivo ha approvato il progetto ottimizzato per la nuova sede della BCE redatto da COOP HIMMELB(L)AU. Il nuovo progetto ha soddisfatto



completamente le richieste formulate dalla BCE. Le stime dei costi di costruzione sono rimaste ampiamente entro il limite preventivato di 500 milioni di euro. Gli importi previsti per la realizzazione della nuova sede includono costi di costruzione, impianti tecnici e sistemazioni paesaggistiche e anche taluni indispensabili componenti e peculiari necessità dell'utente che garantiranno alla BCE l'operatività propria di una moderna banca centrale. L'investimento complessivo comprende non soltanto i costi di costruzione ma anche altre voci necessarie al completamento dell'opera. Dette voci coprono, tra l'altro, il costo per l'acquisizione del sito Grossmarkthalle, le opere propedeutiche e di sistemazione del suolo, gli onorari professionali ed altri importi quali gli oneri concessori, gli arredi e le attrezzature informatiche. La previsione di spesa ammonta a 350 milioni di euro, di cui 80 milioni già allocati per l'acquisizione del sito, le opere propedeutiche e di sistemazione e per l'organizzazione del concorso di progettazione. Si stima, pertanto, che l'investimento complessivo, comprensivo di costi di costruzione e delle altre voci di costo, ammonterà a 850 milioni di euro. I preventivi sono stati

redatti utilizzando le metodologie previste per opere della specie e calcolati ai prezzi del 2005.

A seguito della fase di ottimizzazione il progetto ha subito diverse modifiche. In primo luogo, è stato introdotto un nuovo elemento che, intersecando il Grossmarkthalle e collegandolo alle torri, individua l'accesso da nord alla nuova sede della BCE. In secondo luogo, gli ambienti del Grossmarkthalle sono stati meglio utilizzati e l'immagine da sud del Grossmarkthalle è stata migliorata. Nel progetto ottimizzato è rimasta invariata la veste architettonica delle torri come pure la destinazione d'uso ad uffici.

Il 15 dicembre 2005 il Consiglio direttivo ha, inoltre, autorizzato l'inizio nel marzo 2006 della fase di progettazione. Si presume che le opere di costruzione cominceranno verso la fine del 2007, mentre la fine lavori è prevista per la fine del 2011.

Il 16 febbraio 2006 il Consiglio direttivo ha approvato l'organigramma della struttura per la gestione, l'organizzazione, il controllo e la verifica della fase di progettazione della nuova sede

della BCE, che comprende anche la gestione delle commesse e dei rischi operativi.

Verrà inoltre realizzato uno spazio commemorativo e informativo per ricordare la funzione del Grossmarkthalle nella deportazione di cittadini ebrei. È stata istituita una *task force* formata da rappresentanti del Comune di Francoforte, della Comunità ebraica della città e della BCE per bandire un concorso internazionale per la progettazione dello spazio commemorativo e informativo. La pubblicazione del bando è prevista per la prima metà del 2006.

3 IL DIALOGO SOCIALE NELL'AMBITO DEL SEBC

Il Dialogo sociale nell'ambito del SEBC è un forum consultivo cui partecipano la BCE e i rappresentanti del personale provenienti da tutte le banche centrali del SEBC e dalle federazioni sindacali europee. Il suo obiettivo è di favorire l'informazione e il dibattito sulle questioni che possono avere maggiore impatto sulla situazione del lavoro nelle banche centrali del SEBC.

Nel 2005 si sono tenute tre riunioni del Dialogo sociale nell'ambito del SEBC. Oltre che sulle problematiche connesse alla produzione e alla circolazione delle banconote, ai sistemi di pagamento (Target2) e alla vigilanza finanziaria, temi regolarmente trattati dal Dialogo sociale, il dibattito si è incentrato sulla missione, gli intenti strategici e i principi organizzativi dell'Eurosistema nonché sulle relative implicazioni nel lavoro quotidiano del personale dell'Eurosistema.

Il Consiglio direttivo ha preso atto dell'auspicio dei rappresentanti del personale di essere coinvolti nella discussione relativa alle ulteriori conseguenze della dichiarazione sulla missione dell'Eurosistema per i dipendenti e li ha consultati prima di adottare decisioni sull'avvio di un certo numero di iniziative collegate all'attuazione della dichiarazione stessa. In primo luogo, nel maggio 2005 è stato proposto alle BCN dell'area dell'euro di condurre a livello locale una consultazione decentrata dei rappresentanti del personale. In secondo luogo, sulla scia di questa iniziativa, è stata effettuata una consultazione dei rappresentanti del personale nell'ambito della riunione del Dialogo sociale tenutasi nel luglio 2005. In tale occasione, le federazioni sindacali europee hanno formulato una dichiarazione congiunta recante il proprio punto di vista circa la missione, gli intenti strategici e i principi organizzativi dell'Eurosistema.

La BCE ha continuato a pubblicare, tra una riunione e l'altra, una *newsletter* per tenere informati i rappresentanti del personale dei più recenti sviluppi con riguardo a tali tematiche. Nel corso delle riunioni tenutesi nel 2005 sono state inoltre convenute altre modalità per rafforzare ulteriormente il Dialogo sociale nell'am-

bito del SEBC e per incrementare il coinvolgimento dei rappresentanti del personale e delle organizzazioni sindacali delle BCN dei dieci nuovi Stati membri.

4 IL BILANCIO DELLA BCE

RELAZIONE SULLA GESTIONE PER L'ESERCIZIO TERMINATO IL 31 DICEMBRE 2005

I PRINCIPALI ATTIVITÀ SVOLTE

Le attività svolte nel 2005 dalla Banca centrale europea sono illustrate in dettaglio nei capitoli attinenti del Rapporto annuale.

2 CONTI FINANZIARI

Conformemente all'articolo 26.2 dello Statuto del SEBC, il bilancio della BCE è redatto dal Comitato esecutivo secondo i principi stabiliti dal Consiglio direttivo. Il bilancio viene quindi approvato dal Consiglio direttivo e in seguito pubblicato.

3 FONDO DI ACCANTONAMENTO A FRONTE DEI RISCHI DI CAMBIO, DI TASSO D'INTERESSE E DI PREZZO DELL'ORO

Poiché la maggior parte delle attività e passività della BCE è soggetta a valutazioni periodiche ai tassi di cambio correnti e ai prezzi di mercato dei titoli, la redditività della BCE risente fortemente dall'esposizione ai rischi di cambio e, in misura minore, di tasso d'interesse. Tale esposizione è principalmente connessa con l'ammontare di riserve ufficiali in dollari statunitensi, yen giapponesi e oro, investite prevalentemente in strumenti finanziari fruttiferi.

Tenuto conto dell'elevata esposizione della BCE a tali rischi e dell'attuale dimensione dei conti di rivalutazione, il Consiglio direttivo ha deciso di costituire un fondo di accantonamento per i rischi di cambio, di tasso d'interesse e di prezzo dell'oro. Il 31 dicembre scorso è stato imputato al fondo un importo di 992 milioni di euro, con la conseguente riduzione dell'utile netto dell'esercizio a un ammontare pari esattamente a zero.

Il fondo di accantonamento, la cui entità sarà riesaminata con cadenza annuale, verrà utilizzato per ripianare perdite realizzate e non realizzate, in particolare minusvalenze da valutazione non coperte dai conti di rivalutazione.

4 RISULTATO FINANZIARIO

L'utile netto conseguito dalla BCE per l'esercizio 2005 sarebbe stato pari a 992 milioni di euro, nel caso in cui non fosse stato alimentato il suddetto fondo. Nel 2004 la BCE ha registrato una perdita netta di 1.636 milioni di euro.

La perdita dell'esercizio 2004 è principalmente dovuta all'apprezzamento dell'euro, che ha comportato la diminuzione del controvalore in euro delle attività denominate in dollari della BCE, imputate al conto economico. Il costo medio delle attività e delle passività denominate in dollari, appostato nei conti della BCE, è stato inoltre adeguato al tasso di cambio di fine anno.

Nel 2005 il deprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro e dell'oro ha determinato un considerevole incremento dei relativi conti di rivalutazione, senza alcun concomitante effetto sul conto economico. I criteri armonizzati di rilevazione contabile e di redazione del bilancio adottati dalla BCE e dall'Eurosistema, illustrati nella nota integrativa del bilancio, sono essenzialmente improntati al principio della prudenza. In particolare, sono tesi ad assicurare che le plusvalenze non realizzate derivanti dalla rivalutazione di attività e passività non siano imputate come componenti positive di reddito e non figurino pertanto come utili distribuibili. Le minusvalenze non realizzate risultanti dalle valutazioni sono invece imputate al conto economico a fine esercizio.

Nel 2005 gli interessi attivi netti si sono accresciuti principalmente a causa dell'incremento dei tassi di interesse in dollari, dopo i livelli storicamente contenuti dei tassi di interesse in euro e in valuta estera registrati nel 2004. Questa voce comprende un ammontare pari a 868 milioni di euro riveniente dalla quota di banconote in euro in circolazione assegnata alla BCE.

Rispetto all'esercizio precedente le spese di amministrazione totali della BCE, inclusi gli ammortamenti, si sono ridotte del 7 per cento, passando da 374 a 348 milioni di euro. La diminuzione delle spese per il personale è dovuta

prevalentemente alla modifica del trattamento contabile applicato alla rilevazione degli utili e delle perdite attuariali netti connessi al piano pensionistico della BCE e ad altri benefici successivi al rapporto di lavoro. Nel 2004 l'onere pensionistico è risultato considerevolmente più elevato per l'iscrizione dell'intero importo delle perdite attuariali nette, pari a 23,7 milioni di euro, nell'esercizio in cui sono sorte. Dal 2005 la quota degli utili e delle perdite attuariali netti che eccede un limite prestabilito deve essere ammortizzata sulla base della prevista vita lavorativa media residua dei dipendenti iscritti al piano.

Tuttavia, la riduzione delle spese per il personale è stata in parte compensata dall'effetto dell'aumento del numero dei dipendenti sugli stipendi complessivi.

Sono diminuite anche le altre spese di amministrazione, principalmente a causa della flessione degli oneri per consulenze e prestazioni professionali.

Nel 2005 gli emolumenti corrisposti ai membri del Comitato esecutivo ammontano in totale a 2,1 milioni di euro (lo stesso importo nel 2004).

5 ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO E GESTIONE DEI RISCHI

Il portafoglio di riserve ufficiali della BCE, costituito dalle attività di riserva a essa trasferite dalle BCN dell'Eurosistema ai sensi dell'articolo 30 dello Statuto del SEBC e dai relativi redditi, consente alla BCE di finanziare le proprie operazioni sul mercato dei cambi per le finalità previste dal Trattato.

I fondi propri della BCE comprendono gli investimenti a fronte del capitale versato, del fondo di riserva generale e dei relativi proventi accumulati in passato. Lo scopo di tale portafoglio è fornire alla BCE un margine di riserva a fronte di eventuali perdite.

Le attività di investimento della BCE e la gestione dei rischi associati sono descritte in modo più approfondito nel capitolo 2.

6 GOVERNO SOCIETARIO DELLA BCE

L'argomento viene trattato nel capitolo 7.

7 RISORSE UMANE

Nel 2005 il numero medio dei dipendenti della BCE è aumentato a 1.331 unità, dalle 1.261 dell'esercizio precedente. Per ulteriori informazioni si rimanda alle *Note al conto economico* e alla sezione 2 del capitolo 7, che illustra inoltre la strategia seguita dalla BCE per le risorse umane.

STATO PATRIMONIALE AL 31 DICEMBRE 2005

ATTIVO	NOTA N.	2005 €	2004 €
Oro e crediti in oro	1	10.064.527.857	7.928.308.842
Crediti denominati in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro	2		
Crediti verso l'FMI		170.162.349	163.794.845
Conti presso banche e investimenti in titoli, prestiti esteri e altre attività sull'estero		31.062.557.242	26.938.993.980
		31.232.719.591	27.102.788.825
Crediti denominati in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro	2	2.908.815.389	2.552.016.565
Crediti denominati in euro verso non residenti nell'area dell'euro	3		
Conti presso banche, investimenti in titoli e prestiti		13.416.711	87.660.507
Altri crediti denominati in euro verso enti creditizi dell'area dell'euro	4	25.000	25.000
Crediti interni all'Eurosistema	5		
Crediti derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema		45.216.783.810	40.100.852.165
Altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti)		5.147.038.409	3.410.918.324
		50.363.822.219	43.511.770.489
Altre attività	6		
Immobilizzazioni materiali		175.237.902	187.318.304
Altre attività finanziarie		6.888.490.580	6.308.075.905
Ratei e risconti attivi		1.091.945.157	770.894.480
Varie		4.397.807	6.933.022
		8.160.071.446	7.273.221.711
Perdita dell'esercizio		0	1.636.028.702
Totale attivo		102.743.398.213	90.091.820.641

PASSIVO	NOTA N.	2005 €	2004 €
Banconote in circolazione	7	45.216.783.810	40.100.852.165
Passività denominate in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	8	1.050.000.000	1.050.000.000
Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro	9	649.304.896	137.462.706
Passività denominate in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro	10	0	4.967.080
Passività denominate in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro	10		
Depositi, conti di natura diversa e altre passività		855.933.000	1.254.905.957
Passività interne all'Eurosistema	11		
Passività equivalenti al trasferimento di riserve ufficiali		39.782.265.622	39.782.265.622
Altre passività	12		
Ratei e risconti passivi		1.331.685.870	1.136.708.542
Varie		632.012.224	265.799.279
		1.963.698.094	1.402.507.821
Accantonamenti	13	1.027.507.143	52.396.126
Conti di rivalutazione	14	8.108.628.098	1.921.117.190
Capitale e riserve	15		
Capitale		4.089.277.550	4.089.277.550
Riserve		0	296.068.424
		4.089.277.550	4.385.345.974
Totale passivo		102.743.398.213	90.091.820.641

CONTO ECONOMICO PER L'ESERCIZIO TERMINATO IL 31 DICEMBRE 2005

	NOTA N.	2005 €	2004 €
Interessi attivi sulle riserve ufficiali		889.408.789	422.418.698
Interessi attivi derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema		868.451.848	733.134.472
Altri interessi attivi		1.794.267.421	1.456.650.188
<i>Interessi attivi</i>		<i>3.552.128.058</i>	<i>2.612.203.358</i>
Remunerazione dei crediti delle BCN relativamente alle riserve ufficiali trasferite		(710.160.404)	(693.060.433)
Altri interessi passivi		(1.572.338.709)	(1.229.369.015)
<i>Interessi passivi</i>		<i>(2.282.499.113)</i>	<i>(1.922.429.448)</i>
Interessi attivi netti	18	1.269.628.945	689.773.910
Utili e perdite realizzati rivenienti da operazioni finanziarie	19	149.369.135	136.045.810
Svalutazioni di attività e di posizioni finanziarie	20	(97.494.081)	(2.093.285.109)
Accantonamenti ai/utilizzi dei fondi per rischi di cambio e di prezzo		(992.043.443)	0
Risultato netto di operazioni finanziarie, svalutazioni e trasferimenti ai/dai fondi rischi		(940.168.389)	(1.957.239.299)
Spese nette per provvigioni e commissioni	21	(182.373)	(261.517)
Altri proventi	22	18.281.961	5.956.577
Proventi totali netti		347.560.144	(1.261.770.329)
Spese per il personale	23	(153.048.314)	(161.192.939)
Spese di amministrazione	24	(158.457.219)	(176.287.651)
Ammortamento di immobilizzazioni materiali		(31.888.637)	(33.655.824)
Servizi di produzione di banconote	25	(4.165.974)	(3.121.959)
(Perdita)/utile dell'esercizio		0	(1.636.028.702)

Francoforte sul Meno, 7 marzo 2006

BANCA CENTRALE EUROPEA

Jean-Claude Trichet
Presidente

CRITERI DI RILEVAZIONE CONTABILE E DI REDAZIONE DEL BILANCIO¹

FORMA E PRESENTAZIONE DEL BILANCIO

Il bilancio della Banca centrale europea (BCE) è stato predisposto in modo da rappresentare correttamente la situazione patrimoniale e finanziaria della BCE e il risultato economico di esercizio. Esso è conforme ai principi e criteri contabili² di seguito delineati, che il Consiglio direttivo ritiene adeguati alla natura dell'attività di una banca centrale.

PRINCIPI CONTABILI

Sono stati applicati i seguenti principi contabili: trasparenza e aderenza alla realtà economica, prudenza, considerazione degli eventi successivi alla data di riferimento del bilancio, rilevanza, competenza, prospettiva della continuazione dell'attività (cosiddetta "azienda in funzionamento"), coerenza e comparabilità.

CRITERI GENERALI

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

ORO E ATTIVITÀ E PASSIVITÀ IN VALUTA ESTERA

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

La valutazione al prezzo di mercato viene condotta distintamente da quella al tasso di cambio.

L'oro è valutato al prezzo di mercato che si registra a fine esercizio. Non si opera alcuna distinzione fra le differenze di valutazione attinenti al prezzo e quelle relative al tasso di cambio. Viene infatti contabilizzata un'unica valutazione sulla base del prezzo in euro per oncia di fino, che, per l'esercizio terminato il 31 dicem-

bre 2005, è stato calcolato con riferimento al tasso di cambio dell'euro nei confronti del dollaro statunitense al 30 dicembre.

TITOLI

Tutti i titoli negoziabili e le altre attività simili sono valutati singolarmente, sulla base dei prezzi medi di mercato alla data di riferimento del bilancio. Per l'esercizio terminato il 31 dicembre 2005 sono stati applicati i prezzi medi di mercato al 30 dicembre. I titoli non negoziabili sono valutati al costo.

RILEVAZIONE DELLE RENDITE E DELLE SPESE

Le rendite e le spese vengono rilevate nel periodo in cui sono state, rispettivamente, conseguite e sostenute. Gli utili e le perdite realizzati derivanti dalla vendita di valuta estera, oro e titoli sono calcolati sulla base del costo medio dell'attività e vengono iscritti nel conto economico.

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

Le minusvalenze (non realizzate) sono iscritte nel conto economico se eccedenti rispetto a preesistenti rivalutazioni registrate nel corrispondente conto di rivalutazione. Le minusvalenze (non realizzate) su uno specifico titolo, una specifica valuta o sull'oro non sono compensate con plusvalenze (non realizzate) su altre specie di titoli, valute oppure oro. A fine anno, in caso di minusvalenze (non realizzate), il costo medio viene ridotto in linea con il tasso di cambio e/o il prezzo di mercato di fine esercizio.

1 I criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio della BCE sono stati definiti in dettaglio dal Consiglio direttivo con Decisione BCE/2002/11 del 5 dicembre 2002, GU L 58 del 3.3.2003, pagg. 38-59, e successive modifiche.

2 Tali principi e criteri sono coerenti con il disposto dell'articolo 26.4 dello Statuto del SEBC, che prevede l'armonizzazione delle norme per la rilevazione e la rendicontazione contabili delle operazioni dell'Eurosistema.

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

OPERAZIONI TEMPORANEE

Mediante queste transazioni la BCE acquista (o vende) attività a pronti con patto di rivendita (o riacquisto) a termine, oppure eroga credito a fronte di una garanzia.

Un'operazione di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine consiste nella cessione di titoli a fronte di contante con l'impegno contestuale di riacquistarli dalla controparte a un prezzo concordato e a una data futura prefissata. Tali operazioni sono registrate nel passivo dello stato patrimoniale come depositi (ricevuti) garantiti e generano interessi passivi nel conto economico. I titoli oggetto di queste transazioni restano iscritti nella situazione patrimoniale della BCE.

Un'operazione di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine consiste in un acquisto di titoli a fronte di contante con l'impegno contestuale di rivenderli alla controparte a un prezzo concordato e a una data futura prefissata. Tali operazioni sono registrate nell'attivo dello stato patrimoniale come prestiti garantiti, ma non sono incluse nei titoli detenuti dalla BCE e danno origine a interessi attivi nel conto economico.

Le operazioni temporanee, comprese quelle di prestito in titoli, condotte nell'ambito di un programma di prestito titoli automatizzato sono contabilizzate nello stato patrimoniale soltanto nel caso in cui la garanzia venga fornita alla BCE in contanti per tutta la durata dell'operazione. Nel 2005 la BCE non ha ricevuto alcuna garanzia rispondente a tali requisiti.

OPERAZIONI "FUORI BILANCIO"

Le operazioni "fuori bilancio" in valuta, cioè gli acquisti e le vendite a termine di valuta, gli impegni a termine nell'ambito di *swap* in valuta e le altre operazioni comportanti lo scambio di una valuta contro un'altra a una data futura, concorrono a determinare la posizione netta in

valuta ai fini del calcolo degli utili o delle perdite in cambi. Le operazioni "fuori bilancio" su tassi di interesse sono valutate separatamente l'una dall'altra. Le posizioni in essere in *future* su tassi di interesse sono registrate in conti "fuori bilancio". I movimenti giornalieri dei margini di variazione sono iscritti nel conto economico.

FATTI CONTABILI RILEVANTI SUCCESSIVI ALLA DATA DI RIFERIMENTO DEL BILANCIO

Le attività e le passività sono oggetto di aggiustamenti relativi a eventi che si manifestano fra la data di riferimento del bilancio annuale e quella in cui esso viene approvato dal Consiglio direttivo, qualora tali eventi incidano in misura rilevante sullo stato delle attività e passività alla predetta data di riferimento del bilancio.

SALDI INTRA-SEBC E SALDI INTERNI ALL'EUROSISTEMA

Le transazioni intra-SEBC sono operazioni transfrontaliere tra due banche centrali dell'Unione europea (UE); hanno luogo principalmente tramite Target (cfr. capitolo 2), il sistema transeuropeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale, e danno origine a saldi bilaterali in appositi conti detenuti tra le banche centrali dell'UE collegate a Target. Questi saldi sono quindi compensati per novazione con la BCE su base giornaliera, con la conseguenza che ogni BCN presenta un'unica posizione bilaterale netta verso la sola BCE. Tale posizione, appostata nei conti della BCE, rappresenta il credito o il debito netto di ciascuna BCN nei confronti del resto del SEBC.

I saldi intra-SEBC delle BCN dei paesi appartenenti all'area dell'euro nei confronti della BCE (ad eccezione di quelli afferenti il capitale della BCE e il trasferimento di riserve ufficiali alla stessa) sono indicati come crediti/debiti interni all'Eurosistema e vengono esposti nella situazione patrimoniale della BCE in un'unica posizione netta attiva o passiva.

I saldi interni all'Eurosistema rivenienti dall'allocatione dei biglietti in euro nell'ambito dell'Eurosistema confluiscono in un'unica

posizione netta attiva, alla voce “Crediti derivanti dall’allocazione delle banconote in euro all’interno dell’Eurosistema” (cfr. la sezione *Banconote in circolazione* nelle presenti note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

I saldi intra-SEBC delle BCN dei paesi non partecipanti all’area dell’euro (Danmarks Nationalbank, Sveriges Riksbank e Bank of England) nei confronti della BCE sono iscritti alla voce “Passività denominate in euro verso non residenti nell’area dell’euro”.

IMMOBILIZZAZIONI

Le immobilizzazioni (salvo i terreni) sono valutate al prezzo di costo, dedotto l’ammortamento. I terreni sono valutati al costo. L’ammortamento è calcolato sulla base di quote costanti a partire dal trimestre successivo all’acquisizione, per tutta la “durata economica presunta” del bene secondo lo schema seguente:

Computer, relativo hardware/software e automezzi	4 anni
Impianti, mobili e attrezzature	10 anni
Spese capitalizzate per fabbricati e opere di rinnovamento	25 anni
Immobilizzazioni con costo inferiore a 10.000 euro	Interamente imputate al conto economico nell’anno di acquisto

Con riferimento alle spese capitalizzate per fabbricati e opere di rinnovamento relative ai locali attualmente occupati dalla BCE, il periodo di ammortamento è stato ridotto in modo da assicurare l’imputazione integrale di tali attività a conto economico prima del trasferimento della BCE nella sua nuova sede.

PIANO PENSIONISTICO DELLA BCE E ALTRI BENEFICI SUCCESSIVI AL RAPPORTO DI LAVORO

La BCE applica un piano a benefici definiti per il personale, che viene finanziato attraverso le attività detenute in un apposito fondo a lungo termine. A partire dal 1° gennaio 2005 la BCE ha modificato i propri criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio. Gli effetti

delle modifiche sul rendiconto di esercizio sono illustrati di seguito.

Stato patrimoniale

La voce del passivo relativa ai piani a benefici definiti iscritta nello stato patrimoniale rappresenta il valore attuale dell’obbligazione a benefici definiti alla data di riferimento del bilancio, *meno* il *fair value* (valore equo) delle attività a servizio del piano utilizzate per il finanziamento dell’obbligazione, con una correzione per tenere conto degli utili o delle perdite attuariali non rilevati.

L’obbligazione a benefici definiti viene calcolata su base annuale da attuari indipendenti, con il metodo della proiezione del credito unitario. Il valore corrente dell’obbligazione è determinato mediante attualizzazione dei flussi finanziari stimati per il futuro, utilizzando i tassi di interesse su obbligazioni societarie di elevata qualità denominate in euro e caratterizzate da un profilo delle scadenze simile a quello della passività pensionistica connessa.

Utili e perdite attuariali possono derivare da rettifiche basate sull’esperienza passata (laddove vi siano differenze tra le precedenti ipotesi attuariali e quanto si è effettivamente verificato) e da modifiche delle ipotesi attuariali.

Fino al 2005 la BCE ha esposto separatamente l’obbligazione a benefici definiti e il *fair value* delle attività a servizio del piano (esposizione lorda). Inoltre, tutti gli utili e le perdite attuariali sono stati imputati al conto economico nell’esercizio in cui si sono verificati. Di conseguenza, i dati relativi al 2004 sono stati riclassificati per tenere conto delle modifiche dei criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio. Poiché tutti gli utili e le perdite attuariali sono stati precedentemente rilevati per l’intero ammontare nell’esercizio in cui sono sorti, non è stato necessario a tal fine adeguare gli importi del conto economico del 2004.

Conto economico

L'ammontare netto iscritto nel conto economico comprende:

- (a) il costo previdenziale derivante dalle prestazioni di lavoro correnti a carico dell'esercizio;
- (b) gli interessi sull'obbligazione a benefici definiti calcolati al tasso di attualizzazione;
- (c) il rendimento atteso sulle attività del piano;
- (d) gli utili e le perdite attuariali imputati al conto economico applicando la regola del "corridoio del 10 per cento".

Corridoio del 10 per cento

La quota degli utili e delle perdite attuariali netti complessivi non rilevati che eccede il più elevato fra (a) il 10 per cento del valore attuale dell'obbligazione a benefici definiti e (b) il 10 per cento del *fair value* delle attività a servizio del piano deve essere ammortizzata sulla prevista vita lavorativa media residua dei dipendenti iscritti al piano.

Pensioni dei membri del Comitato esecutivo e altre obbligazioni successive al rapporto di lavoro

Per le pensioni dei membri del Comitato esecutivo e gli accantonamenti per sussidi di invalidità del personale vige un sistema che non prevede la costituzione di un fondo. I costi attesi di tali prestazioni sono determinati sulla durata del mandato dei membri o sulla durata del rapporto di lavoro del personale, seguendo un approccio contabile simile a quello applicabile ai piani pensionistici a benefici definiti. Gli utili e le perdite attuariali sono rilevati secondo le modalità descritte in precedenza.

Queste obbligazioni sono valutate annualmente da attuari indipendenti per determinare le passività appropriate da iscrivere in bilancio.

BANCONOTE IN CIRCOLAZIONE

L'emissione delle banconote in euro spetta alla BCE e alle dodici BCN dell'area dell'euro, che

assieme costituiscono l'Eurosistema.³ L'ammontare complessivo dei biglietti in euro in circolazione è ripartito fra le banche centrali dell'Eurosistema l'ultimo giorno lavorativo di ogni mese sulla base dello schema di allocazione delle banconote⁴.

Alla BCE è stata attribuita una quota pari all'8 per cento del valore totale dei biglietti in euro in circolazione, che viene iscritta nello stato patrimoniale alla voce "Banconote in circolazione" del passivo. La quota della BCE sul totale delle banconote in euro emesse trova contropartita nei crediti nei confronti delle BCN. Tali crediti, di natura fruttifera,⁵ sono esposti alla voce "Crediti interni all'Eurosistema: crediti derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema" (cfr. la sezione *Saldi intra-SEBC e saldi interni all'Eurosistema* nelle presenti note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio). Gli interessi attivi confluiscono nella voce "Interessi attivi netti". Nel 2002 il Consiglio direttivo ha deciso che tale reddito sarebbe stato riconosciuto separatamente alle BCN mediante una distribuzione provvisoria di utili dopo la fine di ciascun trimestre.⁶ Esso è integralmente dovuto eccetto il caso in cui l'utile netto della BCE per l'esercizio sia inferiore al reddito riveniente dalle banconote in euro in circolazione, fatte salve eventuali decisioni del Consiglio direttivo di effettuare trasferimenti a un fondo di accantonamento a fronte dei rischi di cambio,

3 Decisione della Banca centrale europea, del 6 dicembre 2001, relativa all'emissione delle banconote in euro (BCE/2001/15), GU L 337 del 20.12.2001, pagg. 52-54, e successive modifiche.

4 Per "schema di allocazione delle banconote" si intendono le percentuali che risultano tenendo conto della quota della BCE sul totale delle banconote in euro emesse e applicando le quote di capitale sottoscritto alla quota delle BCN in detto totale.

5 Decisione della Banca centrale europea, del 6 dicembre 2001, relativa alla distribuzione del reddito monetario delle banche centrali nazionali degli Stati membri partecipanti a partire dall'esercizio finanziario 2002 (BCE/2001/16), GU L 337 del 20.12.2001, pagg. 55-61, e successive modifiche.

6 Decisione della Banca centrale europea, del 21 novembre 2002, relativa alla distribuzione alle banche centrali nazionali degli Stati membri partecipanti del reddito della Banca centrale europea derivante dalle banconote in euro in circolazione (BCE/2002/9), GU L 323 del 28.11.2002, pagg. 49-50. Questo atto giuridico è stato abrogato dalla Decisione BCE/2005/11, GU L 311 del 26.11.2005, pag. 41, entrata in vigore il 18 novembre 2005. A partire dal 2006 il reddito della BCE sarà distribuito solo a fine anno.

di tasso d'interesse e di prezzo dell'oro, e di ridurre il reddito stesso per tenere conto di costi sopportati dalla BCE in relazione all'emissione e alla gestione operativa delle banconote in euro.

ALTRE INFORMAZIONI

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

Ai sensi dell'articolo 27 dello Statuto del SEBC e sulla base di una raccomandazione del Consiglio direttivo, il Consiglio dell'Unione europea ha approvato la designazione della KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft quale revisore esterno della Banca centrale europea per un periodo di cinque anni che si concluderà al termine dell'esercizio finanziario 2007.

NOTE ALLO STATO PATRIMONIALE

I ORO E CREDITI IN ORO

Al 31 dicembre 2005 la BCE deteneva 23,1 milioni di onces di oro fino (24,7 milioni nel 2004). La riduzione di questa voce è dovuta a vendite di oro effettuate conformemente al Central Bank Gold Agreement del 27 settembre 2004, di cui la BCE è firmataria. Il valore complessivo di tali consistenze è aumentato rispetto a fine 2004 per effetto del notevole incremento del prezzo dell'oro registrato lo scorso anno (cfr. la sezione *Oro e attività e passività in valuta estera* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

<i>Crediti verso non residenti nell'area dell'euro</i>	2005 €	2004 €	Variazione €
Conti correnti	5.149.756.962	2.682.171.017	2.467.585.945
Depositi del mercato monetario	1.182.580.317	848.227.002	334.353.315
Operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine	1.306.216.228	2.408.046.989	(1.101.830.761)
Investimenti in titoli	23.424.003.735	21.000.548.972	2.423.454.763
Totale	31.062.557.242	26.938.993.980	4.123.563.262

2 CREDITI DENOMINATI IN VALUTA ESTERA VERSO RESIDENTI E NON RESIDENTI NELL'AREA DELL'EURO

Crediti verso l'FMI

Questa voce dell'attivo rappresenta la quota detenuta dalla BCE di diritti speciali di prelievo (DSP) al 31 dicembre 2005, risultante da un accordo di scambio con il Fondo monetario internazionale (FMI) in base al quale quest'ultimo è autorizzato a eseguire operazioni di vendita e acquisto di DSP contro euro, per conto della BCE, entro un livello minimo e uno massimo di quote detenute. Il DSP è definito in termini di un paniere di valute, il cui valore è derivato dalla somma ponderata dei tassi di cambio di quattro fra le valute principali (dollaro statunitense, euro, sterlina britannica e yen giapponese). A fini contabili, i DSP sono trattati come una divisa estera (cfr. la sezione *Oro e attività e passività in valuta estera* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

<i>Crediti verso residenti nell'area dell'euro</i>	2005 €	2004 €	Variazione €
Conti correnti	25.019	26.506	(1.487)
Depositi del mercato monetario	2.908.790.370	2.547.022.979	361.767.391
Operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine	0	4.967.080	(4.967.080)
Totale	2.908.815.389	2.552.016.565	356.798.824

L'incremento di queste posizioni nel 2005 è principalmente riconducibile alla valutazione di fine anno delle attività denominate in dollari statunitensi detenute dalla BCE (cfr. la sezione *Oro e attività e passività in valuta estera* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

Conti presso banche e investimenti in titoli, prestiti esteri e altre attività sull'estero *Crediti denominati in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro*

Questi crediti sono rappresentati da conti presso banche e prestiti denominati in valuta estera, nonché da investimenti in titoli denominati in dollari statunitensi e yen giapponesi.

3 CREDITI DENOMINATI IN EURO VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA DELL'EURO

Questa voce dell'attivo comprende i depositi bancari in essere con non residenti nell'area dell'euro alla data del 31 dicembre 2005.

4 ALTRI CREDITI DENOMINATI IN EURO VERSO ENTI CREDITIZI DELL'AREA DELL'EURO

La voce è rappresentata da un deposito bancario in essere con un residente nell'area dell'euro alla data del 31 dicembre 2005.

5 CREDITI INTERNI ALL'EUROSISTEMA

Crediti derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema

La voce include i crediti della BCE nei confronti delle BCN dei paesi dell'area dell'euro relativi all'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema (cfr. la sezione *Banconote in circolazione* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

Altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti)

In questa voce confluiscono i saldi Target delle BCN dei paesi dell'area dell'euro nei confronti della BCE, nonché gli importi dovuti nel quadro della distribuzione provvisoria degli utili della BCE derivanti dalle banconote. Con riferimento alla distribuzione provvisoria, il saldo a debito delle BCN dell'area dell'euro alla data del 31 dicembre 2005 è pari a 634 milioni di euro (536 milioni nel 2004). Tale ammontare rappresenta le distribuzioni provvisorie corrisposte alle BCN dell'area per i primi tre trimestri dell'esercizio e successivamente restituite alla BCE (cfr. la sezione *Banconote in circolazione* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio e la nota 18, *Interessi attivi netti*).

	2005 €	2004 €
Saldi Target a debito delle BCN dei paesi dell'area dell'euro	75.906.443.905	64.024.554.579
Saldi Target a credito delle BCN dei paesi dell'area dell'euro	(71.393.877.603)	(61.149.859.140)
Posizione Target netta	4.512.566.302	2.874.695.439
Saldi a debito/(credito) delle BCN dei paesi dell'area dell'euro nel quadro della distribuzione provvisoria degli utili della BCE derivanti dalle banconote	634.472.107	536.222.885
Altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti)	5.147.038.409	3.410.918.324

6 ALTRE ATTIVITÀ

Immobilizzazioni materiali

Principali voci iscritte al 31 dicembre 2005:

	Valore netto contabile al 31 dicembre 2005 €	Valore netto contabile al 31 dicembre 2004 €	Variazione €
Terreni e fabbricati	128.986.932	135.997.016	(7.010.084)
Computer (hardware e software)	30.751.165	43.089.388	(12.338.223)
Impianti, mobili, attrezzature all'interno degli edifici e automezzi	2.929.688	3.809.292	(879.604)
Immobilizzazioni in corso	11.576.491	3.215.050	8.361.441
Altre immobilizzazioni	993.626	1.207.558	(213.932)
Totale	175.237.902	187.318.304	(12.080.402)

La riduzione di questa voce è dovuta principalmente al fatto che le poste "Terreni e fabbricati" e "Computer (hardware e software)" non hanno registrato aumenti significativi nel 2005, contrariamente all'esercizio precedente.

L'incremento della voce "Immobilizzazioni in corso" è in gran parte attribuibile alla costruzione della nuova sede della BCE. I trasferimenti da tale posta alle pertinenti voci relative

alle immobilizzazioni vengono effettuati in seguito all'entrata in funzione dei beni.

Altre attività finanziarie

Le principali componenti di questa voce sono:

	2005 €	2004 €	Variazione €
Titoli denominati in euro	5.710.256.343	5.399.222.333	311.034.010
Operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine in euro	1.136.043.600	869.977.933	266.065.667
Altre attività finanziarie	42.190.637	38.875.639	3.314.998
Totale	6.888.490.580	6.308.075.905	580.414.675

(a) I titoli denominati in euro e le operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine in euro rappresentano gli investimenti dei fondi propri della BCE (cfr. anche la nota 12, *Altre passività*).

(b) A fine 2004 il portafoglio a investimento del piano pensionistico della BCE, pari a 120,2 milioni di euro, era inserito in questa voce; esso è ora incluso fra le "Altre passività", come parte della passività netta connessa al piano pensionistico (cfr. la sezione *Piano pensionistico della BCE e altri benefici successivi al rapporto di lavoro* nelle note sui criteri di rilevazione contabili e di redazione del bilancio).

(c) Nel 2005 la BCE ha acquistato ulteriori 211 azioni della Banca dei regolamenti internazionali (BRI), portando il loro numero complessivo a 3.211. Le azioni sono contabilizzate al costo di acquisto di 41,8 milioni di euro.

Ratei e risconti attivi

Nel 2005 la posta comprende gli interessi maturati sui crediti della BCE relativi all'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema per l'ultimo trimestre (cfr. la sezione *Banconote in circolazione* nelle note sui criteri

di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

Questa voce comprende altresì interessi maturati su titoli e altre attività finanziarie.

Varie

Questa voce comprende un credito 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.

7 BANCONOTE IN CIRCOLAZIONE

Questa voce indica la quota spettante alla BCE sul totale delle banconote in euro in circolazione (cfr. la sezione *Banconote in circolazione* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

8 PASSIVITÀ DENOMINATE IN EURO VERSO ALTRI RESIDENTI NELL'AREA DELL'EURO

La voce comprende i depositi dei membri dell'Associazione bancaria per l'euro (*Euro Banking Association*, EBA) costituiti a garanzia della BCE a fronte dei pagamenti regolati dall'EBA tramite il sistema Target.

9 PASSIVITÀ DENOMINATE IN EURO VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA DELL'EURO

Queste passività derivanti dalle operazioni effettuate tramite Target sono rappresentate principalmente dai saldi debitori della BCE nei confronti delle BCN dei paesi non appartenenti all'area dell'euro (cfr. la sezione *Saldi intra-SEBC e saldi interni all'Eurosistema* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

10 PASSIVITÀ DENOMINATE IN VALUTA ESTERA VERSO RESIDENTI E NON RESIDENTI NELL'AREA DELL'EURO

Sono di seguito riportate le passività generate da operazioni di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine effettuate con residenti e non residenti nell'area dell'euro nel quadro della gestione delle riserve in valuta estera della BCE.

Passività verso residenti nell'area dell'euro	2005	2004	Variazione
	€	€	€
Operazioni di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine	0	4.967.080	(4.967.080)

Passività verso non residenti nell'area dell'euro	2005	2004	Variazione
	€	€	€
Operazioni di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine	855.933.000	1.254.905.957	(398.972.957)

11 PASSIVITÀ INTERNE ALL'EUROSISTEMA

Rappresentano le passività verso le BCN dei paesi dell'area dell'euro derivanti dal trasferimento di riserve ufficiali alla BCE effettuato al momento dell'adesione all'Eurosistema. Nel 2004 questi saldi sono stati rettificati in due occasioni: (a) il 1° gennaio per l'adeguamento quinquennale delle ponderazioni nel capitale della BCE e (b) il 1° maggio per l'ingresso di dieci nuovi Stati membri, che ha comportato del pari la modifica delle ponderazioni. L'effetto congiunto delle due correzioni ha determinato una riduzione di questa voce da 40,5 a 39,8 miliardi di euro. Nel 2005 non sono stati effettuati ulteriori adeguamenti.

I saldi sono remunerati all'ultimo tasso marginale disponibile applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema, corretto per tenere conto della componente

infruttifera rappresentata dall'oro (cfr. la nota 18, *Interessi attivi netti*).

	Schema di sottoscrizione del capitale %	€
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,5502	1.419.101.951
Deutsche Bundesbank	21,1364	11.761.707.508
Banca di Grecia	1,8974	1.055.840.343
Banco de España	7,7758	4.326.975.513
Banque de France	14,8712	8.275.330.931
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,9219	513.006.858
Banca d'Italia	13,0516	7.262.783.715
Banque centrale du Luxembourg	0,1568	87.254.014
De Nederlandsche Bank	3,9955	2.223.363.598
Oesterreichische Nationalbank	2,0800	1.157.451.203
Banco de Portugal	1,7653	982.331.062
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2887	717.118.926
Totale	71,4908	39.782.265.622

12 ALTRE PASSIVITÀ

La voce comprende principalmente interessi dovuti alle BCN in relazione ai crediti rivenienti dal trasferimento delle riserve ufficiali alla Banca centrale europea (cfr. la nota 11, *Passività interne all'Eurosistema*). In tale saldo confluiscono inoltre (a) altri ratei passivi e operazioni in essere di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine, per un importo di 556 milioni di euro, collegate alla gestione dei fondi propri della BCE (cfr. la nota 6, *Altre attività*) e (b) la passività netta relativa agli obblighi pensionistici della BCE.

Piano pensionistico della BCE e altri benefici successivi al rapporto di lavoro

Sono di seguito indicati gli importi iscritti nello stato patrimoniale in relazione agli obblighi pensionistici della BCE (cfr. *Piano pensionistico della BCE e altri benefici successivi al rapporto di lavoro* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio):

	2005 milioni di euro	2004 milioni di euro
Valore attuale delle obbligazioni	223,5	178,5
Fair value delle attività a servizio del piano	(161,2)	(120,2)
Utili/(perdite) attuariali non rilevati	6,5	0
Passività iscritta nello stato patrimoniale	68,8	58,3

Il valore attuale delle obbligazioni include gli impegni non finanziati relativi alle pensioni dei membri del Comitato esecutivo e gli accantonamenti per sussidi di invalidità del personale per un importo di 30,4 milioni di euro (23,0 milioni nel 2004).

Sono di seguito riportati gli importi iscritti nel conto economico per l'esercizio 2005 e quelli che sarebbero stati rilevati per il 2004 alle voci "Costo previdenziale relativo alle prestazioni di lavoro correnti", "Interessi sull'obbligazione" e "Rendimento atteso sulle attività del piano".

	2005 milioni di euro	2004 milioni di euro
Costo previdenziale relativo alle prestazioni di lavoro correnti	24,6	17,6
Interessi sull'obbligazione	6,2	4,8
Rendimento atteso sulle attività del piano	(5,2)	(4,2)
(Utili)/perdite attuariali netti rilevati nell'esercizio	0	23,7
Totale incluso in "Spese per il personale"	25,6	41,9

Le variazioni del valore attuale dell'obbligazione a benefici definiti sono:

	2005 milioni di euro	2004 milioni di euro
Obbligazione a benefici definiti iniziale	178,5	123,4
Costo previdenziale	24,6	17,6
Spesa per interessi	6,2	4,8
Contributi versati dai partecipanti al piano	9,3	8,4
Altre variazioni nette delle passività rappresentate dai contributi dei partecipanti al piano	6,1	1,8
Benefici versati	(2,2)	(1,0)
(Utili)/perdite attuariali	1,0	23,5
Obbligazione a benefici definiti finale	223,5	178,5

Variazioni del fair value delle attività a servizio del piano:

	2005 milioni di euro	2004 milioni di euro
Fair value iniziale delle attività a servizio del piano	120,2	91,8
Rendimento atteso	5,2	4,2
Utili/(perdite) attuariali	7,5	(0,2)
Contributi versati dal datore di lavoro	14,7	14,6
Contributi versati dai partecipanti al piano	9,3	8,4
Benefici versati	(1,8)	(0,4)
Altre variazioni nette delle attività rappresentate dai contributi dei partecipanti al piano	6,1	1,8
Fair value finale delle attività a servizio del piano	161,2	120,2

Le valutazioni degli attuari citate nella presente nota si basano su ipotesi che sono state accettate dal Comitato esecutivo ai fini del trattamento contabile e dell'esposizione in bilancio.

Le principali ipotesi adottate per il calcolo della passività del piano pensionistico a favore del personale sono indicate di seguito. Il tasso di rendimento atteso delle attività a servizio del piano viene utilizzato dagli attuari per il calcolo dell'imputazione annuale al conto economico.

	2005 %	2004 %
Tasso di attualizzazione	4,10	4,50
Rendimento atteso sulle attività del piano	6,00	6,00
Incrementi retributivi futuri	2,00	3,75
Incrementi dei trattamenti pensionistici futuri	2,00	2,25

13 FONDI DI ACCANTONAMENTO

Tenuto conto dell'elevata esposizione della BCE ai rischi di cambio, di tasso d'interesse e di prezzo dell'oro e dell'attuale dimensione dei conti di rivalutazione, il Consiglio direttivo ha ritenuto opportuno costituire un fondo di accantonamento a fronte di tali rischi. Il 31 dicembre scorso è stato imputato al fondo un importo di 992 milioni di euro, con la conseguente riduzione dell'utile netto per l'esercizio a un ammontare pari esattamente a zero.

Il fondo di accantonamento verrà utilizzato per ripianare perdite future realizzate e non realizzate, in particolare minusvalenze da valutazione non coperte dai conti di rivalutazione. La sua entità e l'esigenza stessa di continuare a disporre saranno riesaminati con cadenza annuale, sulla base della valutazione della BCE riguardo alla propria esposizione futura ai rischi summenzionati. Tale valutazione si fonda su metodologie comunemente accettate per misurare i rischi finanziari.

Oltre ad altri accantonamenti, questa voce comprende anche un idoneo accantonamento a fronte degli obblighi contrattuali connessi con l'impegno di ripristinare le condizioni originarie delle strutture attualmente occupate dalla BCE, dopo il rilascio dei locali e il trasferimento nella sede definitiva.

14 CONTI DI RIVALUTAZIONE

Tali conti rappresentano riserve da rivalutazione originate da plusvalenze non realizzate rilevate su attività e passività.

	2005 €	2004 €	Variazione €
Oro	4.362.459.301	1.853.957.106	2.508.502.195
Valuta estera	3.737.934.137	0	3.737.934.137
Titoli	8.234.660	67.160.084	(58.925.424)
Totale	8.108.628.098	1.921.117.190	6.187.510.908

I tassi di cambio utilizzati per la valutazione di fine anno sono:

Tassi di cambio	2005	2004
Dollari statunitensi per euro	1,1797	1,3621
Yen giapponesi per euro	138,90	139,65
Euro per DSP	1,2099	1,1396
Euro per oncia di oro fino	434,856	321,562

15 CAPITALE E RISERVE

Capitale

Il capitale sottoscritto della BCE è pari a 5,565 miliardi di euro, mentre l'importo versato ammonta a 4,089 miliardi. Le BCN dell'area dell'euro hanno corrisposto interamente le rispettive quote di partecipazione al capitale, per un totale di 3,978 miliardi di euro (invariati rispetto al 2004), così ripartiti:⁷

	Quote di partecipazione al capitale della BCE %	€
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,5502	141.910.195
Deutsche Bundesbank	21,1364	1.176.170.751
Banca di Grecia	1,8974	105.584.034
Banco de España	7,7758	432.697.551
Banque de France	14,8712	827.533.093
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,9219	51.300.686
Banca d'Italia	13,0516	726.278.371
Banque centrale du Luxembourg	0,1568	8.725.401
De Nederlandsche Bank	3,9955	222.336.360
Oesterreichische Nationalbank	2,0800	115.745.120
Banco de Portugal	1,7653	98.233.106
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2887	71.711.893
Totale	71,4908	3.978.226.562

⁷ I singoli importi sono arrotondati all'euro. Nelle tavole di questa sezione l'eventuale discrepanza fra la somma dei singoli importi e i totali è dovuta agli arrotondamenti.

Le BCN dei tredici paesi non partecipanti all'area dell'euro sono tenute a versare una percentuale minima delle quote di capitale rispettivamente sottoscritte, a titolo di contributo ai costi operativi della BCE; nel 2004 questa percentuale è stata incrementata dal 5 al 7 per cento. Includendo gli importi versati dalle BCN dei dieci nuovi paesi, a fine 2004 il contributo totale delle BCN non facenti parte dell'area dell'euro ammontava a 111.050.988 euro. Nel corso del 2005 non è stata effettuata alcuna modifica. A differenza delle BCN dell'area dell'euro, quelle non appartenenti all'area non hanno titolo a partecipare alla ripartizione degli utili, incluso il reddito riveniente dall'allocatione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema, né sono tenute al ripianamento delle perdite della BCE.

Le BCN dei paesi non partecipanti all'area hanno versato i seguenti importi:

	Quote di partecipazione al capitale della BCE %	€
Česká národní banka	1,4584	5.680.860
Danmarks Nationalbank	1,5663	6.101.159
Eesti Pank	0,1784	694.916
Banca centrale di Cipro	0,1300	506.385
Latvijas Banka	0,2978	1.160.011
Lietuvos bankas	0,4425	1.723.656
Magyar Nemzeti Bank	1,3884	5.408.191
Bank Ċentrali ta' Malta/ Central Bank of Malta	0,0647	252.024
Narodowy Bank Polski	5,1380	20.013.889
Banka Slovenije	0,3345	1.302.967
Národná banka Slovenska	0,7147	2.783.948
Sveriges Riksbank	2,4133	9.400.451
Bank of England	14,3822	56.022.530
Totale	28,5092	111.050.988

OPERAZIONI "FUORI BILANCIO"

16 PROCEDURA AUTOMATICA PER I PRESTITI IN TITOLI

Nel quadro della gestione dei fondi propri, la BCE ha concluso un accordo relativo a una procedura automatica per i prestiti in titoli, nel cui ambito è stato nominato un agente con l'incarico di effettuare operazioni di prestito in titoli, per conto della Banca, con una serie di controparti indicate come idonee dalla stessa BCE. Sulla base di questo accordo, al 31 dicembre 2005 risultavano in essere operazioni temporanee per un ammontare di 0,9 miliardi di euro, a fronte di 1 miliardo nel 2004 (cfr. la sezione *Operazioni temporanee* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

17 FUTURE SU TASSI DI INTERESSE

Nell'esercizio 2005 la BCE ha fatto ricorso ai *future* su tassi di interesse in valuta estera nel quadro della gestione delle riserve ufficiali. Al 31 dicembre 2005 risultavano in essere le seguenti operazioni:

Future su tassi di interesse in valuta	Valore dei contratti €
Acquisti	5.021.586.677
Vendite	100.873.103

NOTE AL CONTO ECONOMICO

18 INTERESSI ATTIVI NETTI

Interessi attivi sulle riserve ufficiali

Questa voce comprende interessi attivi, al netto di quelli passivi, relativi alle attività e passività denominate in valuta estera.

	2005 €	2004 €	Variazione €
Interessi sui conti correnti	7.519.063	3.744.188	3.774.875
Reddito sui depositi del mercato monetario	124.214.410	49.854.512	74.359.898
Operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine	153.568.329	63.759.141	89.809.188
Reddito netto su titoli	641.956.243	317.073.827	324.882.416
Interessi attivi totali sulle riserve ufficiali	927.258.045	434.431.668	492.826.377
Interessi passivi sui conti correnti	(221.697)	(32.020)	(189.677)
Operazioni di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine	(37.562.595)	(11.947.990)	(25.614.605)
Altri interessi passivi netti	(64.964)	(32.960)	(32.004)
Interessi attivi netti sulle riserve ufficiali	889.408.789	422.418.698	466.990.091

Nel 2005 gli interessi attivi sono aumentati notevolmente per effetto dell'incremento dei tassi di interesse sulle attività denominate in dollari statunitensi.

Interessi attivi derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema

La voce include gli interessi attivi relativi alla quota dell'8 per cento assegnata alla BCE sul totale delle emissioni di banconote in euro. Tali interessi vengono remunerati all'ultimo tasso marginale disponibile applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema. Questo reddito viene distribuito alle BCN secondo le modalità illustrate nella sezione *Banconote in circolazione* delle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio.

Sulla base del risultato finanziario della BCE stimato per il 2005, lo scorso dicembre il Consiglio direttivo ha deciso di:

- chiedere la restituzione delle tre distribuzioni trimestrali provvisorie già conferite alle BCN in corso d'anno per un ammontare complessivo di 634 milioni di euro;
- non effettuare l'ultima distribuzione trimestrale provvisoria di 234 milioni di euro.

Remunerazione dei crediti delle BCN relativamente alle riserve ufficiali trasferite

Tale voce riporta la remunerazione corrisposta alle BCN dell'area dell'euro sui crediti detenuti verso la BCE a fronte del trasferimento di riserve ufficiali ai sensi dell'articolo 30.1 dello Statuto del SEBC.

Altri interessi attivi e Altri interessi passivi

Queste voci comprendono interessi attivi pari a 1,6 miliardi di euro (1,2 miliardi nel 2004) e interessi passivi per un ammontare di 1,5 miliardi di euro (1,1 miliardi nel 2004) sui saldi connessi a transazioni in Target. Sono inoltre inclusi interessi attivi e passivi su altre attività e passività denominate in euro.

19 UTILI E PERDITE REALIZZATI RIVENIENTI DA OPERAZIONI FINANZIARIE

La tavola seguente presenta gli utili realizzati nel 2005, rivenienti da operazioni finanziarie:

	2005 €	2004 €	Variazione €
Utili netti da negoziazione realizzati su titoli	14.854.774	94.643.135	(79.788.361)
(Perdite)/utili netti da negoziazione realizzati su oro e in cambi	134.514.361	41.402.675	93.111.686
Utili realizzati rivenienti da operazioni finanziarie	149.369.135	136.045.810	13.323.325

20 SVALUTAZIONI DI ATTIVITÀ E DI POSIZIONI FINANZIARIE

	2005 €	2004 €	Variazione €
Perdite non realizzate in titoli	(97.487.772)	(28.485.006)	(69.002.766)
Perdite non realizzate in cambi	(6.309)	(2.064.800.103)	2.064.793.794
Totale	(97.494.081)	(2.093.285.109)	1.995.791.028

Tali oneri sono principalmente riconducibili all'appostazione di svalutazioni in diminuzione del costo medio di acquisizione dei titoli denominati in dollari statunitensi detenuti dalla BCE, derivanti dalla valutazione ai prezzi di fine anno.

21 SPESE NETTE PER PROVVISORI E COMMISSIONI

	2005 €	2004 €	Variazione €
Provvigioni e commissioni attive	473.432	297.964	175.468
Provvigioni e commissioni passive	(655.805)	(559.481)	(96.324)
Spese nette per provvigioni e commissioni	(182.373)	(261.517)	79.144

Le rendite relative a questa voce derivano soprattutto dall'irrogazione di sanzioni pecuniarie agli enti creditizi per il mancato adempimento degli obblighi di riserva. Le spese sono connesse principalmente alle commissioni su conti correnti e a quelle relative all'esecuzione di *future* su tassi di interesse in valuta estera (cfr. la nota 17, *Future su tassi di interesse*).

22 ALTRI PROVENTI

Questa voce comprende principalmente il trasferimento al conto economico di accantona-

menti per spese amministrative non utilizzati. In particolare, l'aumento di questa voce è riconducibile alla modifica dei contratti di locazione di immobili stipulati dalla BCE, nonché al riesame dell'entità e alla conseguente riduzione del fondo di accantonamento costituito a fronte degli obblighi contrattuali connessi con l'impegno di ripristinare le condizioni originarie delle strutture attualmente occupate dalla BCE, dopo il rilascio dei locali.

23 SPESE PER IL PERSONALE

La voce comprende gli stipendi, le indennità e i costi assicurativi per il personale, per un importo di 126,9 milioni di euro (120,0 milioni nel 2004). Gli emolumenti corrisposti ai membri del Comitato esecutivo sono ammontati in totale a 2,1 milioni di euro (invariati rispetto al 2004). Nel 2005 i pagamenti transitori a favore dei membri uscenti del Comitato esecutivo e le pensioni liquidate a precedenti membri o a persone a carico degli stessi sono stati complessivamente pari a 0,4 milioni di euro (0,5 milioni nel 2004).

Gli stipendi e le indennità, incluse le remunerazioni dei dirigenti di grado superiore, sono in sostanza basati sullo schema retributivo delle Comunità europee e sono quindi confrontabili con esso.

La voce include altresì un ammontare di 25,6 milioni di euro (41,9 milioni nel 2004) rilevato in relazione al piano pensionistico della BCE e ad altri benefici successivi al rapporto di lavoro (cfr. la nota 12, *Altre passività*).

La riduzione della voce "Spese per il personale" è dovuta prevalentemente alla modifica del trattamento contabile applicato alla rilevazione degli utili/perdite attuariali netti connessi al piano pensionistico della BCE e ad altri benefici successivi al rapporto di lavoro. Nel 2004 l'onere pensionistico è risultato considerevolmente più elevato per l'iscrizione dell'intero importo delle perdite attuariali nette, pari a 23,7 milioni di euro, nell'esercizio in cui sono sorte.

Poiché a partire dal 2005 si applica la regola del “corridoio del 10 per cento”, nel conto economico per l’esercizio non sono stati rilevati utili/perdite attuariali (cfr. la nota 12, *Altre passività*).

Alla fine del 2005 la BCE presentava un organico di 1.351 dipendenti, di cui 131 dirigenti. Nel corso dell’anno sono intervenute le seguenti variazioni del personale in servizio:

	2005	2004
Al 1° gennaio	1.309	1.213
Assunzioni	82	137
Dimissioni	40	41
Al 31 dicembre	1.351	1.309
Numero medio di dipendenti	1.331	1.261

24 SPESE DI AMMINISTRAZIONE

In questa voce rientrano tutte le altre spese correnti relative agli affitti per immobili, alla manutenzione dei fabbricati, ai beni e alle attrezzature di natura non capitalizzabile, agli onorari professionali e agli altri servizi e forniture, nonché le spese sostenute per l’assunzione, il trasferimento, l’insediamento, la formazione e il ritrasferimento del personale alla cessazione del servizio.

25 SERVIZI DI PRODUZIONE DI BANCONOTE

Tali oneri sono derivati da costi connessi al trasporto transfrontaliero di banconote in euro fra le BCN, per far fronte a fluttuazioni impreviste della domanda. Questi costi sono sostenuti a livello centrale dalla BCE.

NOTA SULLA DISTRIBUZIONE DEGLI UTILI/RIPARTIZIONE DELLE PERDITE

La presente nota non costituisce parte del bilancio della BCE per l'esercizio 2005.

REDDITO RIVENIENTE DALLA QUOTA ASSEGNATA ALLA BCE SUL TOTALE DELLE BANCONOTE IN CIRCOLAZIONE

Nel 2004, conformemente alla decisione del Consiglio direttivo, il reddito, pari a 733 milioni di euro, derivante dalla quota assegnata alla BCE sul totale delle banconote in circolazione non è stato distribuito, al fine di assicurare che la ripartizione complessiva degli utili non eccedesse il profitto netto della BCE per l'esercizio. Analogamente, nel 2005 un ammontare di 868 milioni di euro non è stato distribuito. Questi importi corrispondono all'intero reddito maturato in ciascuno dei due esercizi sulla quota assegnata alla BCE sul totale delle banconote in euro in circolazione.

DISTRIBUZIONE DEGLI UTILI/RIPARTIZIONE DELLE PERDITE

Ai sensi dell'articolo 33 dello Statuto del SEBC, il profitto netto della BCE deve essere trasferito nell'ordine seguente:

- (a) un importo stabilito dal Consiglio direttivo, che non può superare il 20 per cento del profitto netto, viene trasferito al fondo di riserva generale entro un limite pari al 100 per cento del capitale;
- (b) il rimanente profitto netto viene distribuito ai detentori di quote della BCE in proporzione alle quote sottoscritte.

Qualora la BCE subisca una perdita, questa viene coperta dal fondo di riserva generale della BCE, e se necessario, previa decisione del Consiglio direttivo, dal reddito monetario dell'esercizio finanziario pertinente in proporzione e nei limiti degli importi ripartiti tra le BCN conformemente all'articolo 32.5 dello Statuto¹.

Nell'esercizio 2005 la costituzione di un fondo di accantonamento per i rischi di cambio, di tasso d'interesse e di prezzo dell'oro, per un ammontare di 992 milioni di euro, ha comportato la riduzione dell'utile netto a un importo pari esattamente a zero. Pertanto, non sono stati effettuati né trasferimenti al fondo di riserva generale, né distribuzione di utili alle BCN. Inoltre, non si è reso necessario ripianare perdite.

Il trattamento della perdita/utile netto della BCE per gli esercizi 2004 e 2005 è presentato nella seguente tabella.

	2005 €	2004 €
(Perdita)/utile netto dell'esercizio	0	(1.636.028.702)
Prelievo dal fondo di riserva generale	0	296.068.424
Trasferimento dal reddito monetario accentrato dalle BCN	0	1.339.960.278
Totale	0	0

¹ Conformemente all'articolo 32.5 dello Statuto del SEBC, la somma dei redditi monetari delle BCN viene ripartita tra le stesse in proporzione alle quote versate di capitale della BCE.

Auditor's report

President and Governing Council
of the European Central Bank

Frankfurt am Main

We have audited the accompanying balance sheet of the European Central Bank as of 31 December 2005 and the related profit and loss account for the year then ended as well as the notes. These annual accounts are the responsibility of the European Central Bank's Executive Board. Our responsibility is to express an opinion on these annual accounts based on our audit.

We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing. Those Standards require that we plan and perform the audit to obtain reasonable assurance about whether the annual accounts are free of material misstatement. An audit includes examining, on a test basis, evidence supporting the amounts and disclosures in the annual accounts. An audit also includes assessing the accounting principles used and significant estimates made by management, as well as evaluating the overall presentation of the annual accounts. We believe that our audit provides a reasonable basis for our opinion.

In our opinion, the annual accounts give a true and fair view of the financial position of the European Central Bank as of 31 December 2005 and of the results of its operations for the year then ended in accordance with the accounting policies as described in the first part of the notes.

Frankfurt am Main, 7 March 2006

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Wohlmannstetter
Wirtschaftsprüfer



Dr. Lemnitzer
Wirtschaftsprüfer

**Traduzione di cortesia a cura della BCE.
In caso di discrepanza, fa fede la relazione del revisore esterno della BCE
nella versione inglese sottoscritta dalla società KPMG.**

Relazione del revisore

Al Presidente e al Consiglio direttivo
della Banca centrale europea

Francoforte sul Meno

Abbiamo esaminato l'accluso stato patrimoniale della Banca centrale europea al 31 dicembre 2005, il relativo conto economico per l'esercizio terminato in quella data, nonché la nota integrativa. Per il bilancio è responsabile il Comitato esecutivo della Banca centrale europea. È nostra responsabilità esprimere un parere in merito al bilancio, sulla scorta della revisione da noi effettuata.

Abbiamo effettuato la nostra revisione in conformità dei Principi internazionali di revisione, in base ai quali siamo tenuti a pianificare e a condurre tale revisione in modo da appurare con ragionevole certezza che il bilancio sia esente da dichiarazioni inesatte di rilievo. La procedura prevede verifiche a campione sulla documentazione comprovante gli importi e le informazioni indicati nel bilancio. Essa comprende inoltre un giudizio sui principi contabili utilizzati e sulle stime significative effettuate dalla dirigenza, nonché una valutazione della presentazione complessiva dei conti. Riteniamo che la revisione da noi eseguita fornisca basi adeguate per la formulazione di un parere da parte nostra.

A nostro avviso, il bilancio rappresenta in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria della Banca centrale europea al 31 dicembre 2005 e il risultato economico dell'esercizio terminato in quella data, conformemente ai criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio indicati nella prima parte della nota integrativa.

Francoforte sul Meno, 7 marzo 2006

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

(Wohlmannstetter)
Wirtschaftsprüfer

(Dr. Lemnitzer)
Wirtschaftsprüfer

5 STATO PATRIMONIALE CONSOLIDATO DELL'EUROSISTEMA AL 31 DICEMBRE 2005

(IN MILIONI DI EURO)

ATTIVO	31 DICEMBRE 2005	31 DICEMBRE 2004
1 Oro e crediti in oro	163.881	125.730
2 Crediti denominati in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro	154.140	153.856
2.1 Crediti verso l'FMI	16.391	23.948
2.2 Conti presso banche e investimenti in titoli, prestiti esteri e altre attività sull'estero	137.749	129.908
3 Crediti denominati in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro	23.693	16.974
4 Crediti denominati in euro verso non residenti nell'area dell'euro	9.185	6.849
4.1 Conti presso banche, investimenti in titoli e prestiti	9.185	6.849
4.2 Crediti derivanti dalla linea di finanziamento nel quadro degli AEC II	0	0
5 Rifinanziamenti a favore di istituzioni creditizie dell'area dell'euro relativi a operazioni di politica monetaria e denominati in euro	405.966	345.112
5.1 Operazioni di rifinanziamento principali	315.000	270.000
5.2 Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	90.017	75.000
5.3 Operazioni temporanee di regolazione puntuale (<i>fine tuning</i>)	0	0
5.4 Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0
5.5 Operazioni di rifinanziamento marginale	949	109
5.6 Crediti connessi a richieste di margini	0	3
6 Altri crediti denominati in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	3.636	3.763
7 Titoli denominati in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	92.367	70.244
8 Crediti verso la pubblica amministrazione denominati in euro	40.113	41.317
9 Altre attività	145.635	120.479
Totale attivo	1.038.616	884.324

Il totale generale e i totali parziali potrebbero non quadrare per effetto degli arrotondamenti.

PASSIVO	31 DICEMBRE 2005	31 DICEMBRE 2004
1 Banconote in circolazione	565.216	501.256
2 Passività verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro relative a operazioni di politica monetaria e denominate in euro	155.535	138.735
2.1 Conti correnti (inclusi i depositi di riserva obbligatoria)	155.283	138.624
2.2 Depositi presso la banca centrale (<i>overnight</i>)	252	106
2.3 Depositi a tempo determinato	0	0
2.4 Operazioni temporanee di regolazione puntuale (<i>fine tuning</i>)	0	0
2.5 Depositi connessi a richieste di margini	0	5
3 Altre passività denominate in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	207	126
4 Certificati di debito emessi	0	0
5 Passività denominate in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	41.762	42.187
5.1 Pubblica amministrazione	34.189	35.968
5.2 Altre passività	7.573	6.219
6 Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro	13.224	10.912
7 Passività denominate in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro	366	247
8 Passività denominate in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro	8.405	10.679
8.1 Depositi, conti di natura diversa e altre passività	8.405	10.679
8.2 Passività derivanti dalla linea di finanziamento nel quadro degli AEC II	0	0
9 Contropartita dei diritti speciali di prelievo assegnati dall' FMI	5.920	5.573
10 Altre passività	67.325	51.791
11 Conti di rivalutazione	119.094	64.581
12 Capitale e riserve	61.562	58.237
Totale passivo	1.038.616	884.324

ALLEGATI

STRUMENTI GIURIDICI ADOTTATI DALLA BCE

Nella tabella seguente sono riportati gli strumenti giuridici adottati dalla BCE nel 2005 e agli inizi del 2006 e pubblicati nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea. Copie di quest'ultima possono essere richieste all'Ufficio delle pubblicazioni ufficiali delle Comunità

europee, mentre un elenco completo degli strumenti giuridici adottati dalla BCE dalla sua istituzione e pubblicati nella Gazzetta ufficiale è disponibile nella sezione "Quadro giuridico" del sito Internet della BCE.

Numero	Titolo	Rif. GU
BCE/2005/1	Indirizzo della Banca centrale europea del 21 gennaio 2005 che modifica l'Indirizzo BCE/2001/3 relativo ad un sistema di trasferimento espresso transeuropeo automatizzato di regolamento lordo in tempo reale (Target)	GU L 30 del 3.2.2005, pag. 21
BCE/2005/2	Indirizzo della Banca centrale europea del 3 febbraio 2005 che modifica l'Indirizzo BCE/2000/7 sugli strumenti e sulle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema	GU L 111 del 2.5.2005, pag. 1
BCE/2005/3	Raccomandazione della Banca centrale europea dell'11 febbraio 2005 al Consiglio dell'Unione europea relativamente ai revisori esterni del Banco de Portugal	GU C 50 del 26.2.2005, pag. 6
BCE/2005/4	Indirizzo della Banca centrale europea del 15 febbraio 2005 che modifica l'indirizzo BCE/2003/2 relativo a taluni requisiti di segnalazione statistica previsti dalla BCE e alle procedure di segnalazione da parte delle banche centrali nazionali nel settore delle statistiche monetarie e bancarie	GU L 109 del 29.4.2005, pag. 6
BCE/2005/5	Indirizzo della Banca centrale europea del 17 febbraio 2005 relativo agli obblighi di segnalazione statistica della BCE e alle procedure di scambio di informazioni statistiche all'interno del Sistema europeo di banche centrali in materia di statistiche sulla finanza pubblica	GU L 109 del 29.4.2005, pag. 81
BCE/2005/6	Indirizzo della Banca centrale europea dell'11 marzo 2005 che modifica l'Indirizzo BCE/2000/1 relativo alla gestione delle attività di riserva in valuta della BCE da parte delle banche centrali nazionali e alla documentazione legale concernente le operazioni aventi per oggetto le attività di riserva in valuta della BCE	GU L 109 del 29.4.2005, pag. 107
BCE/2005/7	Raccomandazione della Banca centrale europea del 7 aprile 2005 al Consiglio dell'Unione europea relativamente ai revisori esterni della Bank of Greece	GU C 91 del 15.4.2005, pag. 4
BCE/2005/8	Raccomandazione della Banca centrale europea del 7 aprile 2005 al Consiglio dell'Unione europea relativamente ai revisori esterni della Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	GU C 91 del 15.4.2005, pag. 5

Numero	Titolo	Rif. GU
BCE/2005/9	Raccomandazione della Banca centrale europea del 20 maggio 2005 al Consiglio dell'Unione europea relativamente al revisore esterno della Nederlandsche Bank	GU C 151 del 22.6.2005, pag. 29
BCE/2005/10	Raccomandazione della Banca centrale europea del 26 ottobre 2005 al Consiglio dell'Unione europea relativamente ai revisori esterni della Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	GU C 277 del 10.11.2005, pag. 30
BCE/2005/11	Decisione della Banca centrale europea del 17 novembre 2005 relativa alla distribuzione del reddito della BCE derivante dalle banconote in euro in circolazione alle banche centrali nazionali degli Stati membri partecipanti	GU L 311 del 26.11.2005, pag. 41
BCE/2005/12	Decisione della Banca centrale europea del 17 novembre 2005 che modifica la decisione BCE/2002/11 sui conti annuali della BCE	GU L 311 del 26.11.2005, pag. 43
BCE/2005/13	Indirizzo della Banca centrale europea del 17 novembre 2005 che modifica l'Indirizzo BCE/2002/7 relativo agli obblighi di segnalazione statistica alla Banca centrale europea nel settore dei conti finanziari trimestrali	GU L 30 del 2.2.2006, pag. 1
BCE/2005/14	Decisione della Banca centrale europea del 9 dicembre 2005 relativa all'approvazione del volume di conio delle monete metalliche per il 2006	GU L 333 del 20.12.2005, pag. 55
BCE/2005/15	Indirizzo della Banca centrale europea del 15 dicembre 2005 che modifica l'Indirizzo BCE/2000/1 relativo alla gestione delle attività di riserva in valuta della BCE da parte delle banche centrali nazionali e alla documentazione legale concernente le operazioni aventi per oggetto le attività di riserva in valuta della BCE	GU L 345 del 28.12.2005, pag. 33
BCE/2005/16	Indirizzo della Banca centrale europea del 30 dicembre 2005 relativo ad un sistema di trasferimento espresso transeuropeo automatizzato di regolamento lordo in tempo reale (Target)	GU L 18 del 23.1.2006, pag. 1
BCE/2005/17	Indirizzo della Banca centrale europea del 30 dicembre 2005 che modifica l'Indirizzo BCE/2000/7 sugli strumenti e sulle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema	GU L 30 del 2.2.2006, pag. 26

PARERI ADOTTATI DALLA BCE

Nella tabella seguente sono riportati i pareri adottati dalla BCE nel corso del 2005 in conformità all'articolo 105, paragrafo 4, del Trattato e all'articolo 4 dello Statuto del SEBC, all'articolo 112, paragrafo 2, lettera b, del Trattato

e all'articolo 11.2 dello Statuto. L'elenco completo dei pareri adottati dalla BCE dalla sua istituzione è disponibile sul sito Internet della BCE.

(a) Pareri formulati dalla BCE a seguito di una consultazione da parte di uno Stato membro¹

Numero ²	Richiedente	Argomento
CON/2005/1	Italia	Attivazione di linee di credito da parte della Banca d'Italia al Libano
CON/2005/3	Ungheria	Trattamento e distribuzione del contante
CON/2005/5	Malta	Obblighi di segnalazione statistica della Central Bank of Malta per gli enti creditizi
CON/2005/8	Lituania	Riserve minime obbligatorie delle società cooperative di credito (kredito unija)
CON/2005/9	Belgio	Norme in materia di vigilanza prudenziale degli istituti di regolamento titoli e degli enti ad essi assimilati
CON/2005/10	Ungheria	Obblighi di segnalazione statistica della Magyar Nemzeti Bank in relazione ai codici di transazione per i pagamenti
CON/2005/12	Lussemburgo	Contratti di garanzia finanziaria
CON/2005/13	Cipro	Segnalazione dei bilanci mensili delle istituzioni finanziarie monetarie
CON/2005/14	Ungheria	Riserve minime obbligatorie
CON/2005/15	Danimarca	Ripartizione dei costi di funzionamento di un sistema di carte di debito tra banche, consumatori e dettaglianti
CON/2005/19	Ungheria	Mansioni tecniche e altre funzioni relative alla protezione della moneta a corso legale contro la falsificazione
CON/2005/20	Lettonia	Modifiche allo statuto della Latvijas Banka
CON/2005/21	Lituania	Quadro giuridico per l'adozione dell'euro

¹ Nel dicembre 2004 il Consiglio direttivo ha deciso che i pareri della BCE emessi su richiesta di autorità nazionali sarebbero stati pubblicati, di regola, subito dopo la loro adozione e successiva trasmissione all'autorità richiedente.

² Le consultazioni sono numerate in base all'ordine cronologico di adozione da parte del Consiglio direttivo.

Numero ²	Richiedente	Argomento
CON/2005/23	Austria	Segnalazione dei dati sui servizi transfrontalieri per le statistiche relative alla bilancia dei pagamenti e alla posizione patrimoniale sull'estero
CON/2005/24	Repubblica Ceca	Riorganizzazione della vigilanza sui mercati finanziari e sorveglianza sui sistemi di pagamento e di regolamento delle transazioni in titoli
CON/2005/25	Slovacchia	Regolamentazione delle attività dei gruppi di pressione, comprese quelle concernenti la Národná banka Slovenska
CON/2005/26	Slovacchia	Funzioni della Národná banka Slovenska riguardanti la vigilanza integrata sull'intero mercato finanziario e modifiche del suo statuto
CON/2005/27	Paesi Bassi	Cooperazione fra De Nederlandsche Bank e il Centraal Bureau voor de Statistiek in merito agli obblighi di segnalazione statistica previsti dalla BCE
CON/2005/28	Cipro	Modifiche alla legge di attuazione della Direttiva 98/26/CE concernente il carattere definitivo del regolamento nei sistemi di pagamento e nei sistemi di regolamento titoli ("direttiva sul carattere definitivo del regolamento")
CON/2005/29	Austria	Finanziamento da parte della Oesterreichische Nationalbank di un contributo dell'Austria al fondo fiduciario dell'FMI per i paesi a basso reddito colpiti da calamità naturali
CON/2005/30	Spagna	Regole per il pagamento dei proventi del Banco de España al Tesoro
CON/2005/31	Belgio	Introduzione di un sistema di segnalazione diretta per le statistiche sulla bilancia dei pagamenti e sulla posizione patrimoniale sull'estero
CON/2005/32	Lituania	Obblighi di segnalazione statistica previsti dalla Lietuvos bankas in materia di strumenti di pagamento
CON/2005/34	Italia	Modifiche della struttura e del governo interno della Banca d'Italia derivanti da un provvedimento normativo recante interventi per la tutela del risparmio
CON/2005/35	Cipro	Modifiche al regime di riserva obbligatoria della Banca centrale di Cipro

Numero ²	Richiedente	Argomento
CON/2005/36	Repubblica Ceca	Modernizzazione del regime dell'insolvenza attraverso l'introduzione di nuovi mezzi di risoluzione dei casi di insolvenza e il rafforzamento dei diritti dei creditori
CON/2005/37	Germania	Modifiche agli obblighi di segnalazione per i pagamenti transfrontalieri
CON/2005/38	Lituania	Diritto della Lietuvos bankas di emettere banconote e monete metalliche in seguito all'adozione dell'euro e indipendenza personale del suo governatore
CON/2005/39	Repubblica Ceca	Revisione di una proposta relativa all'integrazione globale della vigilanza sui mercati finanziari con la Česká národní banka quale unica autorità di vigilanza
CON/2005/40	Francia	Attuazione delle regole relative al trasferimento della proprietà degli strumenti finanziari
CON/2005/41	Italia	Vigilanza sui sistemi di pagamento di importo non rilevante
CON/2005/42	Ungheria	Requisiti materiali, tecnici, di sicurezza e di continuità per le operazioni di compensazione
CON/2005/43	Belgio	Abolizione degli strumenti al portatore e modernizzazione del quadro giuridico relativo ai titoli societari
CON/2005/44	Polonia	Modifiche al quadro giuridico relativo ai mercati valutari
CON/2005/45	Repubblica Ceca	Obblighi di segnalazione statistica per talune istituzioni finanziarie incluse le imprese di assicurazione e i fondi pensione
CON/2005/46	Repubblica Ceca	Scambio di dati statistici individuali fra la Česká národní banka e il Český statistický úřad (istituto statistico) a fini statistici
CON/2005/47	Slovacchia	Esenzione della Národná banka Slovenska dalla responsabilità penale delle persone giuridiche
CON/2005/48	Svezia	Remunerazione del costo dell'interesse pagata dalla Sveriges Riksbank alle imprese che separano e raccolgono il contante
CON/2005/49	Repubblica Ceca	Obblighi di segnalazione statistica per gli sportelli e per le filiali estere
CON/2005/50	Slovacchia	Diminuzione dei contributi annui delle banche commerciali al fondo a tutela dei depositi e divieto di finanziamento monetario

Numero²	Richiedente	Argomento
CON/2005/52	Ungheria	Ambito delle informazioni da trasmettere al sistema informativo della banca centrale nonché metodi e limiti temporali della fornitura dei dati
CON/2005/54	Svezia	Modifiche allo statuto della Sveriges Riksbank
CON/2005/55	Slovacchia	Modifiche al sistema di tesoreria dello Stato
CON/2005/57	Slovenia	Ridenominazione del capitale delle società per azioni e delle società a responsabilità limitata e introduzione di azioni senza parità di valore derivanti dall'introduzione dell'euro
CON/2005/58	Italia	Proposta rivista di modifica della struttura e del governo interno della Banca d'Italia risultante da una legge sulla tutela del risparmio
CON/2005/59	Estonia	Modifiche alle disposizioni relative alla Eesti Pank in preparazione all'adozione dell'euro
CON/2005/60	Lituania	Modifiche allo statuto della Lietuvos bankas in preparazione all'adozione dell'euro.
CON/2005/61	Slovacchia	Principi per la rilevazione e la rendicontazione contabile e finanziaria della Národná banka Slovenska

(b) Pareri formulati dalla BCE a seguito di una consultazione da parte di una istituzione europea³

Numero⁴	Richiedente	Argomento	Rif. GU
CON/2005/2	Consiglio	Prevenzione dell'uso del sistema finanziario a scopo di riciclaggio dei proventi di attività criminose, compreso il finanziamento del terrorismo	GU C 40 del 17.2.2005, pag. 9
CON/2005/4	Consiglio	Adeguatezza patrimoniale degli enti creditizi e delle imprese di investimento	GU C 52 del 2.3.2005, pag. 37
CON/2005/6	Consiglio	Nomina di uno dei membri del Comitato esecutivo della BCE	GU C 75 del 24.3.2005, pag. 14
CON/2005/7	Consiglio	Convenzione dell'Aia relativa a strumenti finanziari detenuti presso un intermediario	GU C 81 del 2.4.2005, pag. 10
CON/2005/11	Consiglio	Qualità dei dati statistici nel contesto della procedura per i disavanzi eccessivi	GU C 116 del 18.5.2005, pag. 11
CON/2005/16	Consiglio	Statistiche comunitarie sulla struttura e sull'attività delle consociate estere	GU C 144 del 14.6.2005, pag. 14
CON/2005/17	Consiglio	Accelerazione e chiarimento delle modalità di attuazione della procedura per i disavanzi eccessivi alla luce delle modifiche relative all'attuazione del Patto di stabilità e crescita	GU C 144 del 14.6.2005, pag. 16
CON/2005/18	Consiglio	Rafforzamento della sorveglianza delle posizioni di bilancio nonché della sorveglianza e del coordinamento delle politiche economiche per riflettere le modifiche apportate all'attuazione del Patto di stabilità e crescita	GU C 144 del 14.6.2005, pag. 17
CON/2005/22	Consiglio	Proroga del programma di azione in materia di scambi, assistenza e formazione per la protezione dell'euro contro la contraffazione monetaria (programma "Pericle")	GU C 161 del 1.7.2005, pag. 11

³ Pubblicati anche sul sito Internet della BCE.

⁴ Le consultazioni sono numerate in base all'ordine cronologico di adozione da parte del Consiglio direttivo.

Numero ⁴	Richiedente	Argomento	Rif. GU
CON/2005/33	Commissione	Periodi di riferimento comuni per l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)	GU C 254 del 14.10.2005, pag. 4
CON/2005/51	Consiglio	Regime per l'introduzione dell'euro negli Stati membri che non hanno ancora adottato la moneta unica	GU C 316 del 13.12.2005, pag. 25
CON/2005/53	Consiglio	Proroga dei termini per la trasposizione e l'applicazione della Direttiva 2004/39/CE relativa ai mercati degli strumenti finanziari	GU C 323 del 9.12.2005, pag. 31
CON/2005/56	Consiglio	Dati informativi relativi all'ordinante, da allegare ai trasferimenti di fondi	GU C 336 del 31.12.2005, pag. 109

CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA ¹

13 GENNAIO 2005

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,0, al 3,0 e all'1,0 per cento, rispettivamente.

14 GENNAIO 2005

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare, da 25 a 30 miliardi di euro, l'importo da aggiudicare tramite ciascuna operazione di rifinanziamento a più lungo termine che sarà condotta nell'anno 2005. Tale aumento tiene conto del maggiore fabbisogno di fondi del sistema bancario dell'area dell'euro previsto per il 2005. L'Eurosistema continuerà, tuttavia, a erogare la maggior parte della liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento principali. Il Consiglio direttivo si riserva la facoltà di adeguare nuovamente il volume di aggiudicazione agli inizi del 2006.

3 FEBBRAIO, 3 MARZO, 7 APRILE, 4 MAGGIO, 2 GIUGNO, 7 LUGLIO, 4 AGOSTO, 1° SETTEMBRE, 6 OTTOBRE E 3 NOVEMBRE 2005

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,0, al 3,0 e all'1,0 per cento, rispettivamente.

1° DICEMBRE 2005

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 0,25 punti percentuali, al 2,25 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 6 dicembre 2005. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso

la banca centrale di 0,25 punti percentuali, rispettivamente al 3,25 e all'1,25 per cento, a decorrere dal 6 dicembre 2005.

16 DICEMBRE 2005

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare, da 30 a 40 miliardi di euro, l'importo da aggiudicare tramite ciascuna operazione di rifinanziamento a più lungo termine che sarà condotta nell'anno 2006. Tale incremento tiene conto di due fattori: in primo luogo, ci si attende che le esigenze di liquidità del sistema bancario dell'area dell'euro aumenteranno ulteriormente nel 2006; in secondo luogo, l'Eurosistema ha deciso di aumentare lievemente la quota di fabbisogno di fondi soddisfatta tramite operazioni di rifinanziamento a più lungo termine. L'Eurosistema continuerà, tuttavia, a erogare la maggior parte della liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento principali. Il Consiglio direttivo si riserva la facoltà di adeguare nuovamente il volume di aggiudicazione agli inizi del 2007.

12 GENNAIO E 2 FEBBRAIO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,25, al 3,25 e all'1,25 per cento, rispettivamente.

¹ Per la cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema adottate dal 1999 al 2004, cfr. le pagine 181-185 del Rapporto annuale 1999 della BCE, le pagine 220-223 del Rapporto annuale 2000 della BCE, le pagine 231-232 del Rapporto annuale 2001 della BCE, la pagina 246 del Rapporto annuale 2002 della BCE, le pagine 229-230 del Rapporto annuale 2003 della BCE e la pagina 227 del Rapporto annuale 2004 della BCE.

DOCUMENTI PUBBLICATI DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA DAL GENNAIO 2005

Scopo di questo elenco è informare i lettori sui principali documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal gennaio 2005. Per i *Working Paper*, la lista si riferisce soltanto alle pubblicazioni diffuse fra dicembre 2005 e febbraio 2006. Le pubblicazioni sono disponibili gratuitamente presso la Divisione Stampa e Informazione della BCE. Si prega di inviare le richieste per iscritto all'indirizzo postale indicato sul retro del frontespizio.

Per l'elenco completo dei documenti pubblicati dalla BCE e dall'Istituto monetario europeo, si prega di consultare il sito Internet della BCE (<http://www.ecb.int>).

RAPPORTO ANNUALE

Rapporto annuale 2004, aprile 2005.

ARTICOLI DEL BOLLETTINO MENSILE

Il nuovo accordo di Basilea sui requisiti patrimoniali: principali caratteristiche e implicazioni, gennaio 2005.

I flussi di capitale verso le economie emergenti: nuove caratteristiche e sviluppi recenti, gennaio 2005.

La disciplina di mercato per le banche, febbraio 2005.

L'esperienza iniziale dell'Eurosistema dopo le modifiche all'assetto operativo per la conduzione della politica monetaria, febbraio 2005.

Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro: principali controparti, febbraio 2005.

Bolle dei prezzi delle attività e politica monetaria, aprile 2005.

Comparabilità delle statistiche per l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Giappone, aprile 2005.

Gli standard SEBC-CESR in materia di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli nell'Unione europea, aprile 2005.

La politica monetaria e i differenziali di inflazione in un'area valutaria eterogenea, maggio 2005.

Il consolidamento e la diversificazione nel settore bancario dell'area dell'euro, maggio 2005.

L'evoluzione del quadro istituzionale in tema di corporate governance, maggio 2005.

L'Indice Armonizzato dei Prezzi al Consumo: concetto, proprietà ed esperienza, luglio 2005.

La strategia di Lisbona cinque anni dopo, luglio 2005.

L'uso delle statistiche armonizzate sui tassi di interesse delle IFM, luglio 2005.

La riforma del Patto di stabilità e crescita, agosto 2005.

Il ruolo dei paesi emergenti dell'Asia nell'economia mondiale, agosto 2005.

Le banconote in euro: sviluppi e sfide future, agosto 2005.

Domanda di moneta e incertezza, ottobre 2005.

Valutazione della performance dei sistemi finanziari, ottobre 2005.

Modalità di determinazione dei prezzi nell'area dell'euro, novembre 2005.

Evoluzione del finanziamento alle imprese nell'area dell'euro, novembre 2005.

Relazioni economiche e finanziarie tra l'area dell'euro e la Russia, novembre 2005.

La prevedibilità della politica monetaria della BCE, gennaio 2006.

Hedge fund: sviluppi e implicazioni sul piano delle scelte di policy, gennaio 2006.

Valutazione dell'andamento dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro, febbraio 2006.

Politiche di bilancio e mercati finanziari, febbraio 2006.

STATISTICS POCKET BOOK

Publicazione mensile disponibile da agosto 2003.

LEGAL WORKING PAPER SERIES

- 1 *The developing EU legal framework for clearing and settlement of financial instruments*, di K. M. Löber, febbraio 2006.

OCCASIONAL PAPERS SERIES

- 22 *Assessing potential output growth in the euro area – A growth accounting perspective*, di A. Musso e T. Westermann, gennaio 2005.
- 23 *The bank lending survey for the euro area*, di J. Berg, A. Van Rixtel, A. Ferrando, G. de Bondt e S. Scopel, febbraio 2005.
- 24 *Wage diversity in the euro area – an overview of labour cost differentials across industries*, di V. Genre, D. Momferatou e G. Mourre, febbraio 2005.
- 25 *Government debt management in the euro area: recent theoretical developments and changes in practices*, di G. Wolswijk and J. de Haan, marzo 2005.
- 26 *Analysing banking sector conditions: how to use macro-prudential indicators*, di L. Mörttinen, P. Poloni, P. Sandars e J. Vesala, aprile 2005.
- 27 *The EU budget: how much scope for institutional reform?*, di H. Enderlein, J. Lindner, O. Calvo-Gonzalez e R. Ritter, aprile 2005.
- 28 *Regulatory reforms in selected EU network industries*, di R. Martin, M. Roma e J. Vansteenkiste, aprile 2005.
- 29 *Wealth and asset price effects on economic activity*, di F. Altissimo, E. Georgiou, T. Sastre, M. T. Valderrama, G. Sterne, M. Stocker, M. Weth, K. Whelan, A. Willman, giugno 2005.
- 30 *Competitiveness and the export performance of the euro area*, a cura di una task force del Comitato per la politica monetaria del Sistema europeo di banche centrali, giugno 2005.
- 31 *Regional monetary integration in the member states of the Gulf Cooperation Council*, di M. Sturm e N. Siegfried, giugno 2005.
- 32 *Managing financial crises in emerging market economies – experience with the involvement of private sector creditors*, a cura di una Task force del Comitato per le relazioni internazionali, giugno 2005.
- 33 *Integration of securities market infrastructure in the euro area*, di H. Schmiedel e A. Schönenberger, luglio 2005.
- 34 *Hedge funds and their implications for financial stability*, di T. Garbaravicius e F. Dierik, agosto 2005.
- 35 *The institutional framework for financial market policy in the USA seen from an EU perspective*, di R. Petschnigg, settembre 2005.
- 36 *Economic and monetary integration of the new Member States: helping to chart the route*, di I. Angeloni, M. Flad e F. P. Mongelli, settembre 2005.
- 37 *Financing conditions in the euro area*, di L. Bê Duc, G. de Bondt, A. Calza, D. Marqués Ibáñez, A. van Rixtel e S. Scopel, ottobre 2005.
- 38 *Economic reactions to public finance consolidation: a survey of the literature*, di M. G. Briotti, ottobre 2005.
- 39 *Labour productivity in the Nordic EU countries: a comparative overview and explanatory factors 1980-2004*, di A. Annenkov e C. Madaschi, ottobre 2005.
- 40 *What does European institutional integration tell us about trade integration?*, di F. P. Mongelli, E. Dorrucchi e I. Agur, dicembre 2005.

- 41 *Trends and patterns in working time across euro area countries 1970-2004: causes and consequences*, di N. Leiner-Killinger, C. Madaschi e M. Ward-Warmedinger, dicembre 2005.
- 42 *The New Basel Capital Framework and its implementation in the European Union*, di F. Dierick, F. Pires, M. Scheicher e K.G. Spitzer, dicembre 2005.
- 43 *The accumulation of foreign reserves*, a cura di una *task force* del Comitato per le relazioni internazionali, febbraio 2006.

WORKING PAPERS SERIES

- 559 *When did unsystematic monetary policy have an effect on inflation?*, di B. Mojon, dicembre 2005.
- 560 *The determinants of 'domestic' original sin in emerging market economies*, di A. Mehl e J. Reynaud, dicembre 2005.
- 561 *Price setting in German manufacturing: new evidence from new survey data*, di H. Stahl, dicembre 2005.
- 562 *The price setting behaviour of Portuguese firms: evidence from survey data*, di F. Martins, dicembre 2005.
- 563 *Sticky prices in the euro area: a summary of new micro evidence*, di L. J. Álvarez, E. Dhyne, M.M. Hoeberichts, C. Kwapil, H. Le Bihan, P. Lünemann, F. Martins, R. Sabbatini, H. Stahl, P. Vermeulen e J. Vilmunen, dicembre 2005.
- 564 *Forecasting the central bank's inflation objective is a good rule of thumb*, di M. Diron e B. Mojon, dicembre 2005.
- 565 *The timing of central bank communication*, di M. Ehrmann e M. Fratzscher, dicembre 2005.
- 566 *Real versus financial frictions to capital investment*, di N. Bayraktar, P. Sakellaris e P. Vermeulen, dicembre 2005.
- 567 *Is the time ripe for a currency union in emerging East Asia? The role of monetary stabilisation*, di M. Sánchez, dicembre 2005.
- 568 *Exploring the international linkages of the euro area: a global VAR analysis*, di S. Déés, F. di Mauro, M.H. Pesaran e L.V. Smith, dicembre 2005.
- 569 *Towards European monetary integration: the evolution of currency risk premium as a measure for monetary convergence prior to the implementation of currency unions*, di F. González e S. Launonen, dicembre 2005.
- 570 *Household debt sustainability: what explains household non-performing loans? An empirical analysis*, di L. Rinaldi e A. Sanchis-Arellano, gennaio 2006.
- 571 *Are emerging market currency crises predictable? A test*, di T. A. Peltonen, gennaio 2006.
- 572 *Information, habits and consumption behaviour: evidence from micro-data*, di M. Kuismanen e L. Pistaferri, gennaio 2006.
- 573 *Credit chains and the propagation of financial distress*, di F. Boissay, gennaio 2006.
- 574 *Inflation convergence and divergence within the European Monetary Union*, di F. Buseti, L. Forni, A. Harvey e F. Venditti, gennaio 2006.
- 575 *Growth in euro area labour quality*, di G. Schwerdt e J. Turunen, gennaio 2006.
- 576 *Debt-stabilizing fiscal rules*, di P. Michel, L. von Thadden e J.-P. Vidal, gennaio 2006.
- 577 *Distortionary taxation, debt and the price level*, di A. Schabert e L. von Thadden, gennaio 2006.
- 578 *Forecasting ECB monetary policy: accuracy is (still) a matter of geography*, di H. Berger, M. Ehrmann e M. Fratzscher, gennaio 2006.

- 579 *A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances*, di J. Kremer, C. Rodrigues Braz, T. Brosens, G. Langenus, S. Momigliano e M. Spolander, gennaio 2006.
- 580 *Bank interest rate pass-through in the euro area: a cross-country comparison*, di C. K. Sørensen e T. Werner, gennaio 2006.
- 581 *Public sector efficiency for new EU Member States and emerging markets*, di A. Afonso, L. Schuknecht e V. Tanzi, gennaio 2006.
- 582 *What accounts for the changes in US fiscal policy transmission?*, di F. O. Bilbiie, A. Meier e G. J. Müller, gennaio 2006.
- 583 *Back to square one: identification issues in DSGE models*, di F. Canova e L. Sala, gennaio 2006.
- 584 *A new theory of forecasting*, di S. Manganelli, gennaio 2006.
- 585 *Are specific skills an obstacle to labour market adjustment? Theory and an application to the EU enlargement*, di A. Lamo, J. Messina e E. Wasmer, febbraio 2006.
- 586 *A method to generate structural impulse responses for measuring the effects of shocks in structural macro models*, di A. Beyer e R.E.A. Farmer, febbraio 2006.
- 587 *Determinants of business cycle synchronisation across euro area countries*, di U. Böwer e C. Guillemineau, febbraio 2006.
- 588 *Rational inattention, inflation developments and perceptions after the euro cash changeover*, di M. Ehrmann, febbraio 2006.
- 589 *Forecasting economic aggregates by disaggregates*, di D. F. Hendry e K. Hubrich, febbraio 2006.
- 590 *The pecking order of cross-border investment*, di C. Daude e M. Fratzscher, febbraio 2006.
- 591 *Cointegration in panel data with breaks and cross-section dependence*, di A. Banerjee e J. L. Carrion-i-Silvestre, febbraio 2006.
- 592 *Non-linear dynamics in the euro area demand for M1*, di A. Calza e A. Zaghini, febbraio 2006.
- 593 *Robustifying Learnability*, di R. J. Tetlow e P. von zur Muehlen, febbraio 2006.

ALTRE PUBBLICAZIONI

- Recycling of euro banknotes: framework for the detection of counterfeits and fitness sorting by credit institutions and other professional cash handlers*, gennaio 2005.
- Review of the international role of the euro*, gennaio 2005.
- Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report*, gennaio 2005.
- Banking structures in the new EU Member States*, gennaio 2005.
- Progress report on TARGET2*, febbraio 2005.
- The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures*, febbraio 2005.
- Review of the application of the Lamfalussy framework to EU securities markets legislation*, febbraio 2005.
- Payment and securities settlement systems in the accession countries – Addendum incorporating 2003 figures (Blue Book)*, febbraio 2005.
- Statistics and their use for monetary and economic policy-making*, marzo 2005.
- Letter from the ECB President to the Chairman of the International Accounting Standards Board of 13 April 2005: in support of the current proposal to amend IAS 39 – The fair value option*, aprile 2005.
- Euro money market study 2004*, maggio 2005.

Correspondent central banking model (CCBM) – procedure for Eurosystem counterparties, maggio 2005.

Regional economic integration in a global framework-proceedings of the G20 Workshop held in Beijing, 22-23 September 2004, maggio 2005.

TARGET Annual Report 2004, maggio 2005.

The new EU Member States: convergence and stability, maggio 2005.

Financial Stability Review, giugno 2005.

Letter from the ECB President to Mr Nikolaos Vakalis, Member of the European Parliament, giugno 2005.

Guide to consultation of the European Central Bank by national authorities regarding draft legislative provisions, giugno 2005.

Assessment of SORBNET-EURO and BIREL against the Core Principles: connection of SORBNET-EURO to TARGET via the Banca d'Italia and its national RTGS system BIREL, giugno 2005.

Information guide for credit institutions using TARGET, giugno 2005.

Statistical classification of financial markets instruments, luglio 2005.

Reply of the ECB to the public consultation by the CEBS on the consolidated financial reporting framework for credit institutions, luglio 2005.

Payment and securities settlement systems in the European Union – Addendum incorporating 2003 figures (Blue Book), agosto 2005.

Eurosystem contribution to the public consultation by the European Commission on the Green Paper on Financial Services Policy (2005-2010), agosto 2005.

Central banks' provision of retail payment services in euro to credit institutions – policy statement, agosto 2005.

ECB statistics: a brief overview, agosto 2005.

Assessment of euro retail payment systems against the applicable core principles, agosto 2005.

Indicators of financial integration in the euro area, settembre 2005.

EU banking structures, ottobre 2005.

EU banking sector stability, ottobre 2005.

Second progress report on TARGET2, ottobre 2005.

Legal aspects of the European System of Central Banks, ottobre 2005.

European Union balance of payments/international investment position statistical methods (B.o.p.Book), novembre 2005.

Large EU banks' exposures to hedge funds, novembre 2005.

Green paper on the enhancement of the EU framework for investment funds. Eurosystem contribution to the Commission's public consultation, novembre 2005.

The European Commission's Green Paper on mortgage credit in the EU – Eurosystem contribution to the public consultation, dicembre 2005.

Financial Stability Review, dicembre 2005.

Review of the international role of the euro, dicembre 2005.

The Eurosystem, the Union and beyond, dicembre 2005.

Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in acceding countries – Statistical tables, gennaio 2006.

Data collection from credit institutions and other professional cash handlers under the Framework for banknote recycling, gennaio 2006.

Euro money market survey 2005, gennaio 2006.

Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report, febbraio 2006.

Towards a Single Euro Payments Area – objectives and deadlines (fourth progress report), febbraio 2006.

OPUSCOLI INFORMATIVI

The current TARGET system, agosto 2005.

TARGET2 – innovation and transformation, agosto 2005.

The euro area at a glance, agosto 2005.

GLOSSARIO

Il presente glossario contiene una selezione di termini utilizzati nel Rapporto annuale. Un glossario più esaustivo e dettagliato è consultabile sul sito Internet della BCE.

Altri intermediari finanziari (AIF) [*other financial intermediaries (OFI)*]: società o quasi-società, escluse le imprese di assicurazione e i fondi pensione, la cui funzione principale consiste nel prestare servizi di intermediazione finanziaria mediante l'assunzione di passività, in forme diverse dalla moneta, dai depositi e/o loro sostituti assimilabili, da unità istituzionali diverse dalle IFM, in particolare quelle primariamente impegnate nel finanziamento a lungo termine, quali società di *leasing* finanziario, società veicolo finanziarie create per detenere titoli derivanti da cartolarizzazioni, *holding* finanziarie, intermediari in titoli e strumenti derivati (se per proprio conto), società che forniscono capitali di ventura e di sviluppo.

Amministrazioni centrali [*central government*]: le **amministrazioni pubbliche**, conformemente alla definizione del **Sistema europeo dei conti 1995**, escluse quelle regionali e locali.

Amministrazioni pubbliche [*general government*]: in base alla definizione del **Sistema europeo dei conti 1995**, il settore comprende gli enti residenti primariamente impegnati nella produzione di beni e servizi non di mercato fruibili dal singolo individuo e dalla collettività e/o nella redistribuzione del reddito e della ricchezza nazionali. Vi sono inclusi le amministrazioni centrali, quelle regionali e locali, nonché gli enti di previdenza e assistenza sociale, mentre sono esclusi gli enti di proprietà statale che svolgono operazioni commerciali, quali le aziende pubbliche.

Analisi economica [*economic analysis*]: uno dei pilastri dello schema su cui si fonda l'analisi esaustiva dei rischi per la **stabilità dei prezzi** condotta dalla **Banca centrale europea**, che costituisce la base per le decisioni di politica monetaria del **Consiglio direttivo**. L'analisi economica si concentra principalmente sulla valutazione degli andamenti economici e finanziari correnti e dei rischi a essi collegati nel breve e medio termine per la stabilità dei prezzi, dal punto di vista dell'interazione fra domanda e offerta nei mercati dei beni, dei servizi e dei fattori di produzione su tali orizzonti temporali. A questo riguardo, si presta la dovuta attenzione alla necessità di identificare la natura degli shock che influenzano l'economia, i loro effetti sul processo di formazione dei costi e dei prezzi e le prospettive a breve e medio termine per la loro propagazione all'economia (cfr. anche **analisi monetaria**).

Analisi monetaria [*monetary analysis*]: uno dei pilastri dello schema su cui si fonda l'analisi esaustiva dei rischi per la **stabilità dei prezzi** condotta dalla **Banca centrale europea**, che costituisce la base per le decisioni di politica monetaria del **Consiglio direttivo**. L'analisi monetaria aiuta a valutare le tendenze dell'inflazione a medio e lungo termine, data la stretta relazione esistente fra moneta e prezzi su orizzonti temporali estesi. L'analisi monetaria considera gli andamenti di un ampio insieme di indicatori monetari fra i quali **M3**, le sue componenti e contropartite, in particolare il credito, e varie misure di eccesso di liquidità (cfr. anche **analisi economica**).

Area dell'euro [*euro area*]: area costituita dagli Stati membri dell'UE che hanno introdotto l'euro come valuta comune conformemente al **Trattato** e in cui viene attuata una politica monetaria unica sotto la responsabilità del **Consiglio direttivo** della **Banca centrale europea**. L'area dell'euro comprende attualmente Belgio, Germania, Grecia, Spagna, Francia, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia.

Attività nette sull'estero delle IFM [*MFI net external assets*]: le attività sull'estero del settore delle **IFM** dell'**area dell'euro** (quali oro, banconote e monete in valuta estera, titoli emessi da non

residenti nell'area e prestiti concessi a non residenti nell'area) al netto delle passività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali depositi detenuti da non residenti nell'area, **operazioni pronti contro termine**, quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e **titoli di debito** emessi dalle IFM con scadenza non superiore a due anni).

Azioni e altre partecipazioni [equities]: titoli che rappresentano la proprietà di una quota societaria. Comprendono le azioni scambiate in borsa (azioni quotate), le azioni non quotate e altre partecipazioni. Le azioni di norma producono un reddito sotto forma di dividendi.

Banca centrale europea (BCE) [European Central Bank (ECB)]: la BCE, investita di personalità giuridica ai sensi del Trattato (articolo 107, paragrafo 2), si trova al centro dell'**Eurosistema** e del **Sistema europeo di banche centrali (SEBC)**. Essa assicura che i compiti attribuiti a questi ultimi siano assolti mediante le proprie attività o per il tramite delle BCN, conformemente allo Statuto del SEBC. La BCE è governata dal **Consiglio direttivo** e dal **Comitato esecutivo**, nonché dal **Consiglio generale**, in quanto terzo organo decisionale.

Bilancia dei pagamenti (b.d.p.) [balance of payments (b.o.p.): prospetto statistico che riepiloga le transazioni economiche avvenute fra un'economia e il resto del mondo in un determinato periodo di tempo. Vengono prese in considerazione le transazioni riguardanti i beni, i servizi e i redditi, quelle relative alle attività e passività finanziarie nei confronti del resto del mondo, nonché quelle classificate come trasferimenti (ad esempio la cancellazione del debito).

Bilancio consolidato del settore delle IFM [consolidated balance sheet of the MFI sector]: bilancio aggregato delle **IFM** al netto delle posizioni fra le IFM stesse (ad esempio, prestiti e depositi tra IFM). Fornisce informazioni statistiche sulle attività e passività di questo settore nei confronti dei residenti nell'area dell'euro che non ne fanno parte (**amministrazioni pubbliche** e altri soggetti) e dei non residenti. Il bilancio consolidato costituisce la principale fonte statistica per il calcolo degli aggregati monetari, nonché la base per l'analisi periodica delle contropartite di **M3**.

Coefficiente di riserva [reserve ratio]: rapporto definito dalla banca centrale per ciascuna delle categorie di **passività soggette a riserva**; viene utilizzato per il calcolo della **riserva obbligatoria**.

Comitato economico e finanziario (CEF) [Economic and Financial Committee (EFC)]: organo consultivo comunitario che contribuisce alla preparazione dei lavori del **Consiglio Ecofin**. Tra i suoi compiti figura l'esame della situazione economica e finanziaria degli Stati membri e della Comunità, nonché la sorveglianza in materia di bilancio.

Comitato esecutivo [Executive Board]: uno degli organi decisionali della **Banca centrale europea (BCE)**. Comprende il Presidente e il Vicepresidente della BCE e altri quattro membri nominati di comune accordo dai capi di Stato o di governo dei paesi che hanno adottato l'euro.

Consiglio direttivo [Governing Council]: organo decisionale supremo della **Banca centrale europea (BCE)**. Comprende tutti i membri del **Comitato esecutivo** della BCE e i governatori delle BCN dei paesi che hanno adottato l'euro.

Consiglio Ecofin [ECOFIN Council]: denominazione del Consiglio dell'UE riunito nella composizione dei ministri economici e finanziari.

Consiglio generale [General Council]: uno degli organi decisionali della **Banca centrale europea (BCE)**. Comprende il Presidente e il Vicepresidente della BCE e i governatori di tutte le BCN del **Sistema europeo di banche centrali**.

Controparte [counterparty]: l'altra parte coinvolta in una transazione finanziaria (ad esempio, qualsiasi soggetto che effettui un'operazione con la banca centrale).

Controparte centrale [central counterparty]: entità che si interpone tra le **controparti** degli scambi e funge da unico acquirente nei confronti di tutti i venditori e da unico venditore nei confronti di tutti gli acquirenti.

Costo del finanziamento esterno delle società non finanziarie (in termini reali) [cost of the external financing of non-financial corporations (real)]: costo sostenuto dalle società non finanziarie nel ricorrere al finanziamento esterno. Per quanto riguarda le società dell'**area dell'euro**, è calcolato come media dei costi dei prestiti bancari, dei titoli di debito e delle azioni e altre partecipazioni, ponderati con le rispettive consistenze (corrette per gli effetti di valutazione) e deflazionati con le aspettative di inflazione.

Credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro [MFI credit to euro area residents]: prestiti delle **IFM** concessi ai residenti nell'**area dell'euro** diversi dalle IFM (compresi le **amministrazioni pubbliche** e il settore privato) e i titoli detenuti dalle IFM (azioni, altri titoli di capitale e **titoli di debito**) emessi dai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM.

Depositi presso la banca centrale [deposit facility]: categoria di **operazioni attivabili su iniziativa delle controparti** messa a disposizione dall'**Eurosistema**. Le **controparti** possono farvi ricorso per effettuare depositi a vista presso le BCN, remunerati a un tasso di interesse prestabilito (cfr. **tassi di interesse di riferimento della BCE**).

Ente creditizio [credit institution]: (a) impresa la cui attività consiste nel ricevere dal pubblico depositi o altri fondi rimborsabili e nel concedere crediti per proprio conto, oppure (b) impresa o qualsiasi persona giuridica, diversa da quelle di cui al punto precedente, che emette strumenti di pagamento in forma di moneta elettronica.

Eonia [EONIA (euro overnight index average)]: misura del tasso di interesse effettivo per il mercato interbancario *overnight* in euro. Si calcola come media ponderata dei tassi di interesse sulle operazioni di prestito *overnight* non coperte da garanzie denominate in euro, sulla base delle segnalazioni di un gruppo selezionato di banche.

Euribor [EURIBOR (euro interbank offered rate)]: tasso applicato ai prestiti in euro tra banche con elevato merito di credito; viene calcolato quotidianamente per depositi interbancari con scadenze varie, non superiori a dodici mesi, sulla base delle segnalazioni di un gruppo selezionato di banche.

Eurosistema [Eurosistem]: il sistema di banche centrali dell'area dell'euro. Comprende la **Banca centrale europea** e le BCN degli Stati membri dell'UE che hanno adottato l'euro nella Terza fase dell'**Unione economica e monetaria**.

Garanzia [collateral]: attività costituite in pegno o trasferite in altra forma a garanzia del rimborso di un finanziamento, nonché attività cedute nell'ambito di **operazioni pronti contro termine** (in entrambi i casi, ad esempio, dagli **enti creditizi** alle banche centrali).

Governo societario [corporate governance]: insieme delle regole e delle procedure in base alle quali si esercitano la direzione e il controllo su un'organizzazione. La struttura di governo societario specifica la distribuzione di diritti e competenze fra i vari partecipanti (consiglio di amministrazione, dirigenti, azionisti e altri soggetti) e stabilisce le regole e procedure per il processo decisionale.

IFM (istituzioni finanziarie monetarie) [MFIs (monetary financial institutions)]: istituzioni finanziarie che nel loro insieme costituiscono il settore emittente moneta nell'area dell'euro. Includono l'Eurosistema, gli enti creditizi residenti (come definiti dal diritto comunitario) e tutte le altre istituzioni finanziarie residenti la cui attività consiste nell'accettare depositi e/o loro sostituti assimilabili da soggetti diversi dalle IFM e nel concedere crediti e/o effettuare investimenti in titoli per conto proprio (almeno in termini economici). In quest'ultima categoria di istituzioni rientrano prevalentemente i fondi comuni monetari.

Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) [Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)]: indice dei prezzi al consumo calcolato dall'Eurostat e armonizzato per tutti gli Stati membri dell'UE.

Investimenti di portafoglio [portfolio investment]: transazioni e/o posizioni nette dei residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai non residenti ("attività") e transazioni e/o posizioni nette dei non residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai residenti ("passività"). Sono inclusi i titoli rappresentativi di capitale di rischio e i titoli di debito (obbligazioni e notes, strumenti di mercato monetario) al netto degli importi iscritti fra gli investimenti diretti o le attività di riserva.

Investimenti diretti [direct investment]: investimenti internazionali effettuati allo scopo di ottenere un interesse durevole in una società residente in un altro paese (con ciò si intende, in pratica, una partecipazione non inferiore al 10 per cento delle quote ordinarie o dei diritti di voto).

Istituto monetario europeo (IME) [European Monetary Institute (EMI)]: organo di carattere temporaneo fondato all'inizio della Seconda fase dell'Unione economica e monetaria, il 1° gennaio 1994. È stato posto in liquidazione in seguito alla costituzione della Banca centrale europea il 1° giugno 1998.

M1: aggregato monetario ristretto che include le banconote e monete in circolazione e i depositi a vista detenuti presso le IFM e le amministrazioni centrali (ad esempio, presso le Poste o il Tesoro).

M2: aggregato monetario intermedio. Comprende M1, i depositi rimborsabili su preavviso non superiore a tre mesi (cioè i depositi a risparmio a breve termine) e i depositi con durata prestabilita non superiore a due anni (cioè i depositi a termine a breve scadenza) detenuti presso le IFM e le amministrazioni centrali.

M3: aggregato monetario ampio che si compone di M2 più gli strumenti negoziabili, in particolare le operazioni pronti contro termine, le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e i titoli di debito con scadenza non superiore a due anni emessi dalle IFM.

Margine operativo lordo [gross operating surplus]: risultato positivo (o negativo) del valore della produzione dedotti i costi per consumi intermedi, remunerazione del fattore lavoro e imposte al netto dei contributi alla produzione, ma al lordo degli esborsi e degli introiti connessi al prestito/affitto o alla proprietà di attività finanziarie e attività non prodotte.

Mercato azionario [*equity market*]: mercato sul quale vengono emessi e scambiati i titoli azionari e i diritti ad essi collegati.

Mercato monetario [*money market*]: mercato per la raccolta, l'investimento e lo scambio di fondi a breve termine mediante strumenti che generalmente hanno scadenza originaria non superiore a un anno.

Mercato obbligazionario [*bond market*]: mercato sul quale vengono emessi e scambiati **titoli di debito** a più lungo termine.

Nuovi accordi europei di cambio (AEC II) [*ERM II (exchange rate mechanism II)*]: accordi che definiscono l'assetto per la cooperazione nel settore delle politiche del cambio tra i paesi dell'**area dell'euro** e gli Stati membri dell'UE non partecipanti alla Terza fase dell'**Unione economica e monetaria**.

Operazione di mercato aperto [*open market operation*]: operazione effettuata su iniziativa della banca centrale nei mercati finanziari. Con riferimento alle loro finalità, regolarità e procedure, le operazioni di mercato aperto dell'**Eurosistema** si possono suddividere in quattro categorie: **operazioni di rifinanziamento principali, operazioni di rifinanziamento a più lungo termine, operazioni di regolazione puntuale** e operazioni di tipo strutturale. Le **operazioni temporanee** costituiscono il principale strumento utilizzato dall'Eurosistema per gli interventi di mercato aperto e possono essere impiegate per tutte le categorie summenzionate. Per le operazioni di tipo strutturale sono, inoltre, disponibili l'emissione di certificati di debito e le transazioni definitive, mentre per le operazioni di regolazione puntuale si possono anche utilizzare le transazioni definitive, le **operazioni di swap in valuta** e la raccolta di depositi a tempo determinato.

Operazione di regolazione puntuale [*fine-tuning operation*]: operazione di mercato aperto effettuata dall'**Eurosistema** per rispondere a variazioni inattese delle condizioni di liquidità nel mercato. Questa categoria di operazioni non ha frequenza né scadenza standardizzata.

Operazione di rifinanziamento a più lungo termine [*longer-term refinancing operation*]: regolare operazione di mercato aperto eseguita dall'Eurosistema sotto forma di **operazioni temporanee**. Le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine sono effettuate tramite un'asta standard mensile, solitamente con scadenza a tre mesi.

Operazione di rifinanziamento marginale [*marginal lending facility*]: tipo di operazione attivabile su iniziativa delle controparti messo a disposizione dall'**Eurosistema**, attraverso cui le controparti possono ottenere dalle BCN, a un tasso di interesse predefinito, credito *overnight* a fronte di attività idonee (cfr. **tassi di interesse di riferimento della BCE**).

Operazione di rifinanziamento principale [*main refinancing operation*]: regolare operazione di mercato aperto eseguita dall'Eurosistema sotto forma di **operazioni temporanee**. Le operazioni di rifinanziamento principale sono effettuate tramite un'asta standard settimanale, solitamente con scadenza a una settimana.

Operazione di swap in valuta [*foreign exchange swap*]: operazione contestuale di acquisto/vendita a pronti e vendita/acquisto a termine di una valuta contro un'altra.

Operazione pronti contro termine [*repurchase agreement*]: contratto in base al quale viene venduta/acquistata un'attività e, contestualmente, il venditore/acquirente assume il diritto

e l'obbligo di riacquistarla/rivenderla a un prezzo prestabilito in una data successiva o a richiesta. Tale strumento è simile per certi aspetti ai prestiti garantiti, con la differenza che in questi ultimi la proprietà dei titoli rimane in capo al debitore.

Operazione temporanea [reverse transaction]: operazione mediante la quale la banca centrale acquista/vende attività a pronti con patto di vendita/riacquisto a termine, ovvero eroga credito a fronte di una **garanzia**.

Operazioni attivabili su iniziativa delle controparti [standing facility]: operazioni che una banca centrale mette a disposizione delle **controparti**, attivabili su iniziativa di queste ultime. L'**Euro-sistema** ne prevede di due tipi, entrambe con scadenza *overnight*: le **operazioni di rifinanziamento marginale** e i **depositi presso la banca centrale**.

Opzione [option]: strumento finanziario che attribuisce al possessore il diritto, ma non l'obbligo, di acquistare o vendere determinate attività (ad esempio obbligazioni o azioni) a un prezzo predefinito (prezzo base o di esercizio) a una data futura o entro tale data (data di scadenza o di esercizio).

Paesi in procinto di aderire all'Unione europea / paesi aderenti [acceding countries]: paesi che hanno firmato il Trattato di adesione. Bulgaria e Romania hanno assunto questo stato il 25 aprile 2005.

Paesi in fase di adesione [accession countries]: paesi con i quali sono in corso i negoziati per l'adesione all'UE. Croazia e Turchia sono entrate in questa fase il 3 ottobre 2005.

Passività finanziarie a più lungo termine delle IFM [MFI longer-term financial liabilities]: depositi con durata prestabilita superiore a due anni, depositi rimborsabili con preavviso superiore a tre mesi, **titoli di debito** emessi dalle **IFM dell'area dell'euro** con scadenza originaria superiore a due anni, nonché capitale e riserve del settore delle IFM dell'area dell'euro.

Passività soggette a riserva [reserve base]: somma delle voci di bilancio (in particolare passività) che costituiscono la base di calcolo per la **riserva obbligatoria** di un **ente creditizio**.

Patto di stabilità e crescita [Stability and Growth Pact]: è stato concepito a salvaguardia di finanze pubbliche sane nella Terza fase dell'**Unione economica e monetaria**, al fine di rafforzare i presupposti per la **stabilità dei prezzi** e per una crescita vigorosa e sostenibile in grado di favorire la creazione di posti di lavoro. A tal fine, il Patto prevede che gli Stati membri specifichino obiettivi di bilancio a medio termine. Contiene, inoltre, precisazioni concrete in merito alla **procedura per i disavanzi eccessivi**. Gli atti che lo compongono sono la risoluzione del Consiglio europeo sul Patto di stabilità e crescita adottata ad Amsterdam il 17 giugno 1997 e i due seguenti regolamenti del Consiglio: 1) Regolamento (CE) n. 1466/97, del 7 luglio 1997, per il rafforzamento della sorveglianza delle posizioni di bilancio, nonché della sorveglianza e del coordinamento delle politiche economiche, modificato dal Regolamento (CE) 1055/2005 del 27 giugno 2005; 2) Regolamento (CE) n. 1467/97, del 7 luglio 1997, per l'accelerazione e il chiarimento delle modalità di attuazione della procedura per i disavanzi eccessivi, modificato dal Regolamento (CE) 1056/2005 del 27 giugno 2005. Il Patto è integrato dalla relazione del Consiglio Ecofin intitolata *Migliorare l'attuazione del Patto di stabilità e crescita*, approvato dal Consiglio europeo di Bruxelles del 22-23 marzo 2005, nonché dal nuovo Codice di condotta sulle specifiche riguardanti l'attuazione del Patto di stabilità e crescita e sulle linee direttrici concernenti la presentazione e il contenuto dei programmi di stabilità e convergenza, approvato dal Consiglio Ecofin l'11 ottobre 2005.

Periodo di mantenimento [*maintenance period*]: periodo considerato per l'adempimento dell'obbligo di riserva da parte degli **enti creditizi**. Ha inizio il giorno di regolamento della prima **operazione di rifinanziamento principale** successiva alla riunione del **Consiglio direttivo** in cui è programmata la valutazione mensile dell'orientamento di politica monetaria. La **Banca centrale europea** pubblica un calendario dei periodi di mantenimento delle riserve almeno tre mesi prima dell'inizio dell'anno.

Portafoglio benchmark [*benchmark portfolio*]: nel contesto degli investimenti finanziari, indica un portafoglio di riferimento, o indice, costruito in funzione degli obiettivi di liquidità, rischio e remuneratività degli investimenti stessi. Il portafoglio *benchmark* serve come termine di raffronto per la valutazione dell'andamento del portafoglio effettivo.

Posizione patrimoniale sull'estero (p.p.e.) [*international investment position (i.i.p.)*]: valore e composizione delle consistenze di attività (o passività) finanziarie nette detenute da un'economia nei confronti del resto del mondo.

Procedura per i disavanzi eccessivi [*excessive deficit procedure*]: il **Trattato**, ai sensi dell'articolo 104 e come specificato nel Protocollo n. 20 sulla procedura per i disavanzi eccessivi, richiede agli Stati membri dell'UE di mantenere la disciplina di bilancio; esso definisce i criteri secondo i quali stabilire se la posizione di bilancio debba essere considerata in disavanzo eccessivo e prevede le misure da intraprendere qualora si riscontrino che tali criteri, in termini di saldo di bilancio o di debito pubblico, non sono soddisfatti. A completamento di questo quadro vige il Regolamento (CE) n. 1467/97 del Consiglio, del 7 luglio 1997, modificato dal Regolamento (CE) n. 1056/2005 del 27 giugno 2005, per l'accelerazione e il chiarimento delle modalità di attuazione della procedura per i disavanzi eccessivi, che costituisce parte integrante del **Patto di stabilità e crescita**.

Proiezioni [*projections*]: risultato dell'esercizio condotto quattro volte all'anno sui possibili sviluppi macroeconomici nell'**area dell'euro**. Le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'**Eurosistema** sono pubblicate in giugno e dicembre, mentre quelle degli esperti della **Banca centrale europea (BCE)** sono diffuse in marzo e settembre. Costituiscono parte integrante dell'**analisi economica**, uno dei pilastri della strategia di politica monetaria della BCE, e pertanto rientrano fra i diversi elementi informativi che confluiscono nella valutazione dei rischi per la **stabilità dei prezzi** effettuata dal **Consiglio direttivo**.

Redditività delle imprese [*corporate profitability*]: misura della performance delle imprese determinata principalmente in relazione alle vendite, alle attività o alle azioni e altre partecipazioni. Esistono diversi rapporti di redditività basati sui bilanci societari, quali il rapporto fra utile operativo (vendite meno costi operativi) e vendite, quello fra utile netto (utile operativo e non operativo al netto di imposte, ammortamenti e voci straordinarie) e vendite, il rendimento delle attività (che pone in relazione l'utile netto e il totale delle attività) e il rendimento netto del capitale (che mette in relazione l'utile netto e il patrimonio). A livello macroeconomico, si ricorre spesso al **marginale operativo lordo** quale misura di redditività, sulla base della contabilità nazionale, ad esempio in rapporto al PIL o al valore aggiunto.

Reddito monetario [*monetary income*]: reddito ottenuto dalle BCN nell'esercizio delle funzioni di politica monetaria dell'**Eurosistema**, riveniente dalle attività accantonate conformemente agli indirizzi definiti dal **Consiglio direttivo** e detenute in contropartita delle banconote in circolazione e dei depositi costituiti dagli **enti creditizi**.

Rischio di credito [*credit risk*]: rischio che una **controparte** non assolva un'obbligazione per il suo intero valore, né alla scadenza né in un momento successivo. Il rischio di credito include il rischio per costo di sostituzione, il rischio di capitale e quello di inadempienza della banca di regolamento.

Rischio di liquidità [*liquidity risk*]: rischio che una **controparte** non assolva un'obbligazione per il suo intero valore al momento della scadenza, ma soltanto a una data successiva non determinata.

Rischio di regolamento [*settlement risk*]: termine generico indicante il rischio che il regolamento nell'ambito di un sistema di trasferimento non abbia luogo come previsto. Può comprendere sia il **rischio di credito** sia il **rischio di liquidità**.

Rischio sistemico [*systemic risk*]: rischio che l'incapacità di un'istituzione finanziaria di rispettare entro i termini previsti le obbligazioni a cui è tenuta impedisca ad altre istituzioni di assolvere le proprie al momento della scadenza. Una tale inadempienza potrebbe generare significativi problemi di credito o liquidità e, conseguentemente, mettere a rischio la stabilità dei mercati o la fiducia nei loro confronti.

Riserva obbligatoria [*reserve requirement*]: ammontare minimo che un **ente creditizio** deve detenere a titolo di riserva presso l'**Eurosistema**. L'ottemperanza a tale obbligo viene valutata sulla base della media dei saldi giornalieri su un **periodo di mantenimento**.

Saldo primario [*primary balance*]: saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche da cui sono esclusi gli interessi passivi.

Sistema di deposito accentrato (SDA) [*central securities depository (CSD)*]: ente preposto al deposito e alla gestione dei titoli, che consente di effettuare il trasferimento mediante scritturazione contabile. I titoli possono essere detenuti in forma materiale (ma immobilizzata) oppure dematerializzata (ossia esistono solo come scritturazioni elettroniche). In aggiunta alla custodia e all'amministrazione dei titoli, uno SDA può anche svolgere funzioni di compensazione e regolamento.

Sistema di regolamento delle transazioni in titoli (SRT) [*securities settlement system (SSS)*]: sistema che consente la detenzione e il trasferimento di titoli gratuitamente o dietro pagamento (consegna contro pagamento) ovvero a fronte di un'altra attività (consegna contro consegna). Include tutti i dispositivi tecnici e istituzionali necessari per il regolamento delle transazioni in titoli e la custodia di questi ultimi. Il sistema può operare su base lorda, in tempo reale e non, oppure su base netta. Un sistema di regolamento permette il calcolo (*clearing*) delle obbligazioni dei partecipanti.

Sistema di regolamento lordo in tempo reale (RTGS) [*real-time gross settlement system (RTGS)*]: sistema di regolamento in cui l'esecuzione e il regolamento avvengono per ogni singola transazione (vale a dire senza compensazione) in tempo reale, ossia in modo continuativo; cfr. **Target**.

Sistema europeo dei conti 1995 (SEC 95) [*European System of Accounts 1995 (ESA 95)*]: sistema complessivo e integrato di conti macroeconomici basato su un insieme di concetti, definizioni e classificazioni di natura statistica e norme contabili concordati a livello internazionale, finalizzato a una descrizione quantitativa armonizzata delle economie degli Stati membri dell'UE. Costituisce il corrispondente comunitario del System of National Accounts 1993 (SNA 93).

Sistema europeo di banche centrali (SEBC) [European System of Central Banks (ESCB)]: è costituito dalla **Banca centrale europea** e dalle banche centrali nazionali dei 25 Stati membri dell'UE; comprende pertanto, oltre all'**Eurosistema**, le BCN degli Stati membri che non hanno ancora adottato l'euro. Il SEBC è governato dal **Consiglio direttivo** e dal **Comitato esecutivo** della Banca centrale europea nonché dal **Consiglio generale**, in quanto terzo organo decisionale della BCE.

Stabilità dei prezzi [price stability]: il mantenimento della stabilità dei prezzi è l'obiettivo primario dell'**Eurosistema**. Il **Consiglio direttivo** definisce la stabilità dei prezzi come un aumento sui dodici mesi dell'**indice armonizzato dei prezzi al consumo** per l'**area dell'euro** inferiore al 2 per cento. Il Consiglio direttivo ha inoltre chiarito che, nel perseguimento della stabilità dei prezzi, si prefigge lo scopo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento in un orizzonte di medio periodo.

Strategia di Lisbona [Lisbon strategy]: programma complessivo di riforme strutturali tese a fare dell'UE "l'economia basata sulla conoscenza più dinamica e più competitiva al mondo". È stata varata dal Consiglio europeo di Lisbona nel 2000.

Target (Sistema transeuropeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale) [TARGET (Trans-European automated real-time gross settlement express transfer system)]: sistema di regolamento lordo in tempo reale (RTGS) per l'euro. È un sistema decentrato costituito da sedici sistemi RTGS nazionali, dal meccanismo di pagamento della BCE (*ECB payment mechanism*, EPM) e dal meccanismo di *interlinking*.

Target2: nuova generazione del sistema **Target** nel cui ambito l'infrastruttura tecnica attualmente decentrata sarà sostituita da una piattaforma unica condivisa che offrirà un servizio armonizzato con uno schema tariffario uniforme.

Tassi di cambio effettivi (TCE) dell'euro (nominali/reali) [effective exchange rates (EERs) of the euro (nominal/real)]: medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro nei confronti delle valute di importanti partner commerciali dell'**area dell'euro**. La **Banca centrale europea** pubblica gli indici del TCE nominale dell'euro nei confronti di due gruppi di paesi partner: il TCE-23 (comprendente i 13 Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e 10 fra i principali partner commerciali al di fuori dell'UE) e il TCE-42 (composto dal TCE-23 più altri 19 paesi). I coefficienti di ponderazione riflettono la quota di ciascun partner nel commercio dell'area e tengono conto della concorrenza sui mercati terzi. I TCE reali si ottengono dai TCE nominali corretti per la differenza tra l'andamento di un indice ponderato di prezzo o di costo estero e quello del corrispondente indice interno; misurano, pertanto, la competitività di prezzo o di costo.

Tassi di interesse delle IFM [MFI interest rates]: tassi di interesse praticati dagli **enti creditizi** e dalle altre **IFM** residenti, escluse le banche centrali e i fondi comuni monetari, su depositi in euro e prestiti in euro nei confronti delle famiglie e delle società non finanziarie residenti nell'**area dell'euro**.

Tassi di interesse di riferimento della BCE [key ECB interest rates]: tassi di interesse fissati dal **Consiglio direttivo** che riflettono l'orientamento di politica monetaria della **Banca centrale europea**. Attualmente comprendono il **tasso minimo di offerta** sulle **operazioni di rifinanziamento principali**, il tasso di interesse sulle **operazioni di rifinanziamento marginale** e quello sui **depositi presso la banca centrale**.

Tasso minimo di offerta [*minimum bid rate*]: limite inferiore fissato per i tassi di interesse a cui le **controparti** possono presentare le proprie offerte nelle aste a tasso variabile delle **operazioni di rifinanziamento principali**. È uno dei **tassi di interesse di riferimento della BCE** che riflettono l'orientamento di politica monetaria.

Titolo di debito [*debt security*]: promessa da parte dell'emittente (prestatore) di effettuare uno o più pagamenti al detentore (prestatore) a una determinata data o a determinate date future. Questi titoli recano solitamente uno specifico tasso di interesse (cedola) e/o sono collocati con uno sconto rispetto all'ammontare dovuto alla scadenza. I titoli di debito a lungo termine hanno scadenza originaria superiore a un anno.

Trattamento interamente automatizzato [*straight-through processing (STP)*]: trattamento automatizzato, dall'ordinante al beneficiario, dei trasferimenti per pagamenti o transazioni, che include il perfezionamento automatico di generazione, conferma, compensazione e regolamento delle istruzioni.

Trattato [*Treaty*]: il termine si riferisce al Trattato che istituisce la Comunità europea ("Trattato di Roma"), il cui testo è stato sottoposto, nel tempo, a diversi emendamenti; in particolare, il Trattato sull'Unione europea ("Trattato di Maastricht"), contenente lo Statuto del **SEBC**, ha gettato le basi dell'**Unione economica e monetaria**.

Unione economica e monetaria (UEM) [*Economic and Monetary Union (EMU)*]: processo articolato in tre fasi, ai sensi del **Trattato**, che ha condotto all'adozione dell'euro quale moneta comune e all'attuazione della politica monetaria unica nell'**area dell'euro**, nonché al coordinamento delle politiche economiche degli Stati membri dell'UE. La Terza fase, quella conclusiva, si è aperta il 1° gennaio 1999 con il trasferimento delle competenze monetarie alla **Banca centrale europea** e l'introduzione dell'euro. La sostituzione del contante, avvenuta il 1° gennaio 2002, ha completato la realizzazione dell'UEM.

Valore di riferimento per la crescita di M3 [*reference value for M3 growth*]: tasso di crescita sui dodici mesi di **M3** nel medio periodo che risulta coerente con il mantenimento della **stabilità dei prezzi**. Attualmente è fissato al 4½ per cento.

Volatilità implicita [*implied volatility*]: volatilità attesa, ossia deviazione standard, dei tassi di variazione del prezzo di un'attività (ad esempio un'azione o un'obbligazione). Può essere ricavata da un insieme di elementi, ossia il prezzo dell'attività, la data di scadenza e il prezzo di esercizio delle rispettive opzioni nonché da un tasso di rendimento privo di rischio, sulla base di un modello per la determinazione del prezzo delle opzioni, ad esempio quello di Black-Scholes.

ISSN 1561453-0



9 771561 453000