



BANCA CENTRALE EUROPEA

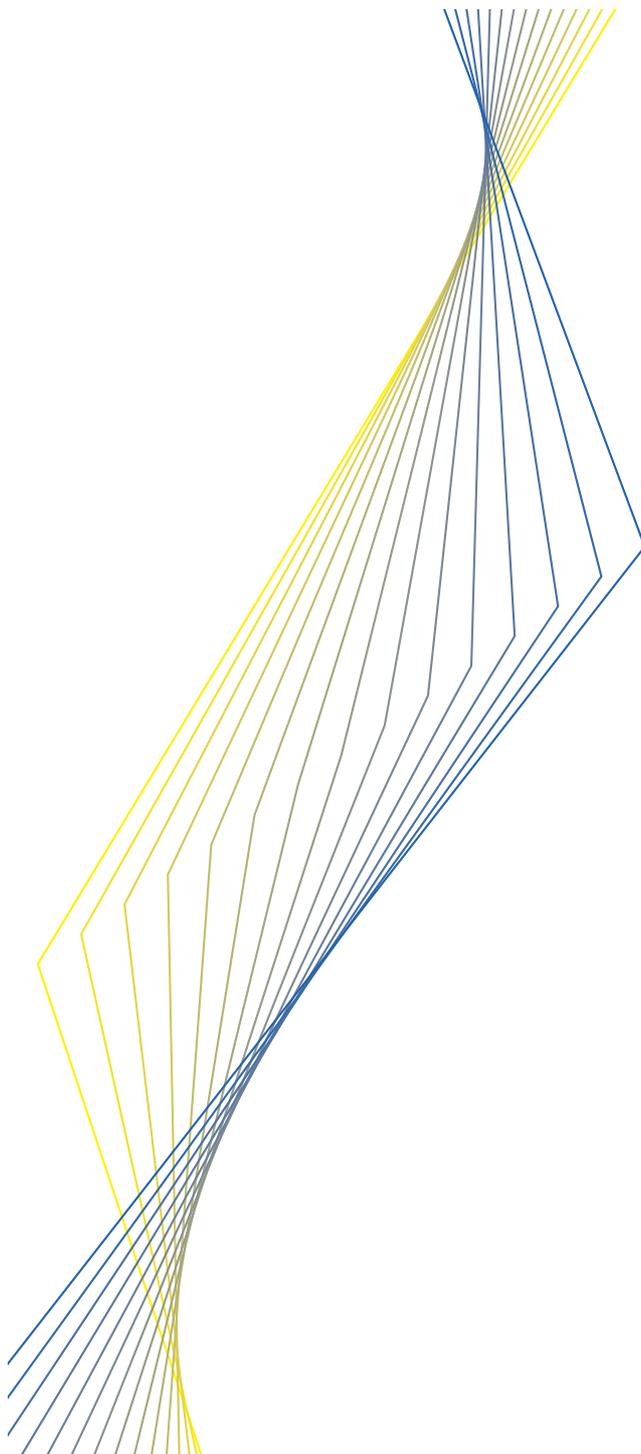
ECB EZB EKT BCE EKP

RAPPORTO ANNUALE

2001



BANCA CENTRALE EUROPEA



**RAPPORTO
ANNUALE**

2001

© Banca Centrale Europea, 2002

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

Tutti i diritti riservati.

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

Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate al 5 marzo 2002.

ISSN 1561-4530

Indice

Prefazione	2
------------	---

Capitolo I

L'evoluzione economica e la politica monetaria

1	Le decisioni di politica monetaria nel 2001: uno sguardo d'insieme	8
2	Gli andamenti monetari e finanziari	13
2.1	Gli andamenti monetari	13
2.2	I mercati finanziari	20
3	I prezzi	33
4	La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	39
5	La finanza pubblica	47
6	Il contesto macroeconomico internazionale, i tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti	51

Capitolo II

Le operazioni dell'Eurosistema come Banca centrale

1	L'attuazione della politica monetaria	66
1.1	Sintesi	66
1.2	Le operazioni di rifinanziamento principali	68
1.3	Le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	70
1.4	Le altre operazioni di mercato aperto	70
1.5	Le operazioni attivabili su iniziativa delle controparti	71
1.6	Il sistema di riserva obbligatoria	71
1.7	Garanzie stanziabili	72
1.8	L'attività nel mercato monetario	75
2	L'attività sul mercato dei cambi e l'investimento delle riserve valutarie dell'Eurosistema	76
2.1	Le operazioni sul mercato dei cambi	76
2.2	Le riserve in valuta e oro dell'Eurosistema	76
2.3	L'evoluzione dell'approccio dell'Eurosistema alla gestione delle riserve valutarie	78
3	La gestione dei fondi propri della BCE	78

Capitolo III

La gestione dei rischi

I Operazioni di politica monetaria	82
1.1 Misure per il controllo dei rischi	82
1.2 La valutazione del rischio di credito	83
2 L'attività di investimento	84
3 Gli sviluppi futuri per il 2002	85

Capitolo IV

L'evoluzione economica negli altri paesi dell'Unione europea	90
---	----

Capitolo V

La cooperazione europea, multilaterale e bilaterale

I Le tematiche europee	102
1.1 Evoluzione del quadro di riferimento per le politiche economiche	103
1.2 La riforma dei mercati finanziari	105
2 Le tematiche multilaterali	107
2.1 La sorveglianza multilaterale e bilaterale delle politiche macroeconomiche	107
2.2 Il monitoraggio degli andamenti nei mercati finanziari mondiali	109
2.3 L'architettura del sistema monetario e finanziario internazionale	110
2.4 Il ruolo internazionale dell'euro	112
3 Le tematiche bilaterali	114
3.1 Il processo di adesione alla UE: alcune importanti tematiche di politica economica individuate dall'Eurosistema	114
3.2 Cooperazione tra l'Eurosistema e le banche centrali dei paesi candidati all'adesione	117
3.3 Il coinvolgimento dell'Eurosistema nel Dialogo economico tra la UE e i paesi candidati all'adesione	117
3.4 Il rafforzamento delle relazioni di lavoro con altri paesi	118

Capitolo VI

La sostituzione del contante e la produzione ed emissione delle banconote in euro

1	L'introduzione delle banconote e delle monete in euro nel 2002	122
1.1	Le operazioni di sostituzione nell'area dell'euro	122
1.2	La sostituzione al di fuori dell'area dell'euro	124
1.3	Il cambio delle banconote nazionali presso le banche centrali nazionali	125
2	La produzione delle banconote e delle monete in euro	125
2.1	La produzione delle banconote per il passaggio all'euro	125
2.2	La produzione di una riserva centrale di banconote per la copertura dei rischi	126
2.3	Il supporto alla produzione delle monete in euro	126
3	La protezione delle banconote in euro contro la contraffazione	126
3.1	Attività di ricerca e sviluppo	126
3.2	Le attività contro la contraffazione	126
4	L'emissione delle banconote in euro	127
5	La Campagna di informazione euro 2002	127

Capitolo VII

I sistemi di pagamento e di regolamento delle transazioni in titoli

1	L'operatività dei sistemi di pagamento e regolamento dell'Eurosistema	132
1.1	Il sistema TARGET	132
1.2	Il Modello di banche centrali corrispondenti (CCBM)	134
2	Aspetti generali in tema di sorveglianza sui sistemi di pagamento	135
3	I sistemi di pagamento all'ingrosso	136
3.1	L'evoluzione degli altri sistemi di pagamento all'ingrosso in euro	136
3.2	Il Regolamento Interconnesso Continuo (CLS)	137
4	I sistemi di pagamento al dettaglio	137
4.1	Il definitivo passaggio all'euro nei sistemi di pagamento al dettaglio	137
4.2	L'evoluzione nel settore dei pagamenti transfrontalieri al dettaglio	137
4.3	Le iniziative dell'EBA	138
4.4	La moneta elettronica e le indagini sull'e-commerce e sui pagamenti elettronici	138
5	I sistemi di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli	139
5.1	Le attività di compensazione	139
5.2	Le attività di regolamento	140
5.3	Collaborazione con il <i>Committee of European Securities Regulators</i>	141

6	La cooperazione con i paesi candidati all'adesione alla UE e le altre attività	141
6.1	La cooperazione con i paesi candidati all'adesione	141
6.2	Le altre attività	142

Capitolo VIII

La stabilità finanziaria e la vigilanza prudenziale

1	Gli assetti istituzionali per la stabilità finanziaria e la vigilanza prudenziale	146
2	Struttura, risultati e rischi nel settore bancario	147
3	La regolamentazione del settore bancario e finanziario	151

Capitolo IX

Il quadro di riferimento per le statistiche

1	Introduzione	156
2	Le statistiche monetarie e bancarie e quelle sui mercati finanziari	156
3	Le statistiche sulla bilancia dei pagamenti, le riserve ufficiali, la posizione patrimoniale verso l'estero e i tassi di cambio effettivi	158
4	I conti finanziari e le statistiche sulla finanza pubblica	158
5	Le statistiche economiche generali	159
6	L'inclusione della Grecia nelle statistiche dell'area dell'euro	159
7	La collaborazione con la Commissione europea e le istituzioni internazionali	159
8	Le statistiche relative agli Stati membri non partecipanti e ai paesi candidati all'adesione	160

Capitolo X

Altri compiti e attività

1	Funzioni consultive	164
2	Conformità ai divieti concernenti il finanziamento monetario e l'accesso privilegiato	167
3	La gestione delle operazioni di prestito e indebitamento della Comunità europea	168

Capitolo XI

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

1	La politica e le attività di comunicazione della BCE	172
1.1	Obiettivi della politica di comunicazione	172
1.2	Aspetti importanti della comunicazione nel 2001	172
1.3	Attività di comunicazione	173
2	Lo scambio di informazioni e di opinioni con il Parlamento europeo	174
2.1	Sintesi delle relazioni tra la BCE e il Parlamento europeo	174
2.2	La posizione della BCE su alcune questioni specifiche sollevate durante gli incontri con il Parlamento europeo	175

Capitolo XII

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

1	L'Eurosistema e il Sistema europeo di banche centrali	182
2	Gli organi decisionali della BCE	183
2.1	Il Consiglio direttivo	183
2.2	Il Comitato esecutivo	185
2.3	Il Consiglio generale	186
3	L'organizzazione della BCE	188
3.1	Le regole di amministrazione e di controllo	188
3.2	La gestione delle risorse umane	189
3.3	L'organigramma della BCE	190
4	Il "Dialogo sociale" nell'ambito del SEBC	192
5	I Comitati del SEBC	192

Capitolo XIII

Bilancio annuale della BCE e stato patrimoniale consolidato dell'Eurosistema per il 2001

Stato patrimoniale al 31 Dicembre 2001	196
Conto economico per l'esercizio che si è concluso il 31 dicembre 2001	198
Criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio	199
Note allo Stato patrimoniale	203

Note al Conto economico	208
Rapporto dei revisori	210
Nota sulla distribuzione dell'utile netto	211
Stato patrimoniale consolidato dell'Eurosistema al 31 Dicembre 2001	212
<hr/>	
Allegati	
Glossario	216
Cronologia delle decisioni di politica monetaria	231
<hr/>	
Strumenti giuridici adottati dalla Banca centrale europea nel 2001	234
<hr/>	
Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea	237

Elenco dei riquadri, delle tavole e delle figure

Riquadri

1	Impatto della sostituzione del contante in euro sul circolante e su M3	19
	Figura: Banconote e monete in circolazione, PIL in termini nominali e costo opportunità	19
2	La correlazione tra i rendimenti obbligazionari e i corsi azionari dell'area dell'euro è stata positiva per la maggior parte del 2001	27
	Figura: Rendimenti dei titoli di Stato e corsi azionari nell'area dell'euro	27
3	L'impatto della sostituzione del contante sui prezzi al consumo dell'area dell'euro	36
4	I progressi delle riforme strutturali del mercato dei beni e del lavoro nell'area dell'euro	45
5	La politica di bilancio e la crescita economica nel lungo periodo	50
6	Le determinanti della sincronizzazione internazionale del ciclo economico	52
7	La dinamica del commercio in volume dell'area dell'euro dopo la crisi asiatica	58
	Figura 1: Esportazioni all'interno dell'area dell'euro ed esportazioni e importazioni con il resto del mondo, in volume	58
	Figura 2: Esportazioni dell'area dell'euro verso il resto del mondo in volume, domanda estera e quota di mercato delle esportazioni	58
	Figura 3: Esportazioni dell'area dell'euro verso Stati Uniti, Cina, Corea del Sud e paesi dell'ASEAN in volume	59
	Figura 4: Importazioni dell'area dell'euro da Stati Uniti, Cina, Corea del Sud e paesi dell'ASEAN in volume	59
8	Le operazioni delle banche centrali dopo gli attacchi terroristici dell'11 settembre 2001	77
9	Rapporto sull'osservanza degli standard e dei codici di buona condotta (ROSC) per l'area dell'euro	109
10	Le principali posizioni di politica economica dell'Eurosistema in materia di adesione	116
11	Procedure di consultazione nel 2001	164
12	Audizioni dei rappresentanti della BCE di fronte al Parlamento europeo nel 2001	175

Tavole

1	Componenti di M3	15
2	Contropartite di M3	18
3	Composizione settoriale delle consistenze delle obbligazioni denominate in euro emesse da residenti nell'area dell'euro	21
4	Prezzi e costi nell'area dell'euro	33
5	Inflazione al consumo: risultati per il 2001 e aspettative per il 2001 e il 2002	35
6	Crescita del PIL in termini reali e delle sue componenti nell'area dell'euro	40
7	Produzione industriale nell'area dell'euro	43
8	Evoluzione del mercato del lavoro nell'area dell'euro	44
9	Posizioni di bilancio nell'area dell'euro	48
10	Principali categorie di attività idonee per le operazioni di credito dell'Eurosistema	74
11	Indicatori macroeconomici per la Danimarca	91
12	Indicatori macroeconomici per la Svezia	95
13	Indicatori macroeconomici per il Regno Unito	97
14	Pagamenti gestiti da TARGET	132
15	Punte di massima attività in TARGET nel 2001	133
16	Fusioni e acquisizioni riguardanti banche della UE	149

Figure

1	Tassi di interesse della BCE e tassi di mercato monetario	9
2	Crescita di M3 e valore di riferimento	13
3	Stima del <i>gap</i> monetario nominale e reale	14
4	Variazioni di M3 e delle sue contropartite	17
5	Consistenze delle obbligazioni denominate in euro emesse da residenti nell'area dell'euro	21
6	Tassi di interesse a breve termine nell'area dell'euro	22
7	Pendenza della curva dei rendimenti del mercato monetario e volatilità implicita nei prezzi delle opzioni sui contratti <i>futures</i> sull'EURIBOR a tre mesi	23
8(a)	Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine nell'area dell'euro, negli Stati Uniti e in Giappone	24
8(b)	Differenziale tra i tassi di interesse a dieci anni degli Stati Uniti e dell'area dell'euro	24
9	Tasso di interesse reale e tasso di inflazione di pareggio relativi all'indice francese dei prezzi al consumo	26
10	Tassi di interesse bancari al dettaglio a breve termine e tasso di mercato comparabile	29
11	Tassi di interesse bancari al dettaglio a lungo termine e tasso di mercato comparabile	30
12(a)	Indice dei corsi azionari nell'area dell'euro, negli Stati Uniti e in Giappone	31
12(b)	Volatilità implicita degli indici azionari per l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Giappone	31
13	Dinamica delle componenti dello IAPC nell'area dell'euro	34
14	Scomposizione dei prezzi alla produzione dei beni industriali per l'area dell'euro	38
15	CLUP, redditi per addetto e produttività nell'area dell'euro	38
16	Contributi alla crescita trimestrale del PIL in termini reali nell'area dell'euro	41
17	Indicatori del clima di fiducia nell'area dell'euro	41
18	Esportazioni di beni e produzione industriale nell'area dell'euro	42
19	Disoccupazione nell'area dell'euro	46
20	Tasso di cambio effettivo nominale dell'euro	56
21	Saldo di conto corrente e commercio in beni e servizi dell'area dell'euro	60
22	Indici dei beni di consumo, intermedi e di investimento esportati verso il resto del mondo, in volume	61
23	Conto dei redditi dell'area dell'euro	61
24	Flussi finanziari netti dell'area dell'euro nel 2000 e nel 2001	62
25	Determinanti della posizione di liquidità e ricorso alle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti nell'area dell'euro nel 2001	67
26	Numero di partecipanti alle aste e differenziale fra lo <i>swap</i> tra tasso EONIA e tasso a due settimane e il tasso minimo di offerta	69
27	Indicatori economici e finanziari per l'area dell'euro e per gli altri paesi UE	92
28	Tassi di cambio bilaterali rispetto all'euro delle valute dei paesi UE non aderenti all'euro	93
29	Attività di cooperazione tra l'Eurosistema e le banche centrali dei paesi candidati nel 2001	117
30	Distribuzione infragiornaliera dei pagamenti transfrontalieri in TARGET nel 2001	133
31	Quota delle garanzie transfrontaliere in percentuale delle garanzie totali fornite all'Eurosistema	135

Siglarlo

Paesi

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

Altre

BCE	Banca centrale europea
BCN	Banche centrali nazionali
BRI	Banca dei regolamenti internazionali
CD	Certificati di deposito
c.i.f.	costo, assicurazione e nolo al confine del paese dell'importatore
ECU	Unità monetaria europea
EER	Tasso di cambio effettivo
EUR	euro
FMI	Fondo monetario internazionale
f.o.b.	franco a bordo al confine del paese dell'esportatore
IAPC	Indice armonizzato dei prezzi al consumo
IFM	Istituzioni finanziarie monetarie
ILO	Organizzazione internazionale del lavoro
IME	Istituto monetario europeo
IPC	Indice dei prezzi al consumo
IPP	Indice dei prezzi alla produzione
MBP5	Manuale del FMI sulla bilancia dei pagamenti (5ª Edizione)
NACE Rev. 1	Classificazione statistica delle attività economiche nella Comunità europea
p.c.t.	pronti contro termine
PIL	Prodotto interno lordo
SEBC	Sistema europeo di banche centrali
SEC95	Sistema europeo di conti nazionali 1995
SITC rev. 3	Standard International Trade Classification (3ª revisione)
UE	Unione europea
ULCM	Costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) nel settore manifatturiero

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

La sostituzione del contante nei dodici paesi membri dell'area dell'euro è stato un evento storico. Le quattordici pagine che dividono i capitoli di questo Rapporto annuale raffigurano scene della sostituzione del contante selezionate da una collezione di fotografie commissionata dalla Banca centrale europea. Sono opera del fotografo Claudio Hils e illustrano i preparativi avvenuti in tutta l'area dell'euro, dal disegno e produzione delle banconote e delle monete fino all'*euro-day*, il 1° gennaio 2002.

	Pagina
Banca centrale europea: il simbolo dell'euro sulla facciata della Eurotower si è illuminato per la prima volta a mezzanotte del 31 dicembre 2001.	XIV
Austria: Robert Kalina, autore del disegno delle banconote in euro, al lavoro presso la Oesterreichische Nationalbank a Vienna.	6
Francia: pulizia di una lastra da stampa presso la stamperia della Banque de France a Chamalières.	64
Grecia: controllo dei fogli di banconote presso la stamperia della Banca di Grecia ad Atene.	80
Belgio: (a destra) Luc Luycx, della Zecca Reale Belga a Bruxelles, autore del disegno della faccia comune delle monete dell'euro; (a sinistra) una moneta da 2 euro e il relativo modello in gesso.	88
Italia: impacchettamento delle monete in euro presso la Zecca italiana a Roma.	100
Germania: distruzione delle monete nazionali nei pressi di Francoforte.	120
Spagna: banconote in euro avvolte nel cellophane presso il Banco de España a Madrid.	130
Portogallo: (a destra) un camion blindato lascia la stamperia portoghese con un carico di banconote in euro; (a sinistra) guardie poste a sorveglianza della strada per un trasferimento di contante.	144
Finlandia: addestramento dei cassieri presso la Suomen Pankki – Finlands Bank a Helsinki.	154
Irlanda: studenti irlandesi "impersonano" le banconote e le monete in euro in un centro commerciale a Dublino.	162
Banca centrale europea: i vincitori del concorso <i>Diventa una Superstar dell'euro</i> con il Presidente della Banca centrale europea, Willem F. Duisenberg, alla cerimonia di premiazione tenutasi a Francoforte il 31 dicembre 2001.	170
Lussemburgo: la Banque centrale du Luxembourg dà il benvenuto all' <i>euro-day</i> il 1° gennaio 2002.	180
Paesi Bassi: ragazzi esaminano le prime banconote in euro, prelevate da un distributore automatico a Maastricht nei primi minuti del 1° gennaio 2002.	194



Banca centrale europea: **il simbolo dell'euro sulla facciata della Eurotower si è illuminato per la prima volta a mezzanotte del 31 dicembre 2001**

Prefazione



In questa prefazione al Rapporto annuale 2001 desidero innanzi tutto ricordare un evento che rappresenta una pietra miliare nel processo di integrazione monetaria europea: l'immissione in circolazione dell'euro. Avviata il 1° gennaio 2002, la sostituzione del contante si è compiuta molto più agevolmente di quanto ci si potesse attendere: in ampia misura, il ritiro delle banconote nazionali è avvenuto con largo anticipo rispetto al 1° marzo, data in cui hanno cessato di avere corso legale le ultime valute nazionali dei paesi dell'area dell'euro ancora accettate nei pagamenti. Esprimo quindi la mia più sincera gratitudine a tutti i cittadini dell'area dell'euro, per l'entusiasmo con cui hanno accolto la nuova moneta, e agli operatori economici e finanziari, per aver contribuito al successo della transizione. Con l'introduzione delle nuove banconote e monete, l'euro è infine diventato, a tre anni dalla sua nascita, una realtà tangibile per gli oltre 300 milioni di cittadini dell'area.

La sostituzione del contante è avvenuta dopo un anno in cui l'inflazione, misurata dall'Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), si è collocata al 2,5 per cento, 0,2 punti percentuali in più rispetto al 2000. Questo lieve incremento è imputabile principalmente

all'evoluzione delle componenti più variabili dell'indice, ossia ai prezzi dei beni energetici e degli alimentari non trasformati. L'impatto dei rincari dell'energia e del deprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro nel 2000, unitamente alle ripercussioni sui prezzi degli alimentari non trasformati originate dalle emergenze sanitarie che hanno interessato gli allevamenti di bestiame in diversi paesi dell'area, risulta tra i principali fattori alla base dell'aumento del tasso di inflazione. Misurato sui dodici mesi, quest'ultimo ha raggiunto il 3,4 per cento in maggio per poi ridiscendere gradualmente al 2,0 per cento in dicembre, soprattutto a seguito del progressivo riassorbimento dei fattori che avevano esercitato pressioni inflazionistiche alla fine del 2000 e nei primi mesi del 2001. Agli inizi del 2002 i prezzi hanno registrato una lieve accelerazione, a causa di effetti base, degli aumenti delle imposte indirette attuati in alcuni paesi e delle ripercussioni delle condizioni meteorologiche sfavorevoli. L'impatto della sostituzione del contante sull'andamento dei prezzi sembra invece essere stato limitato o addirittura trascurabile.

I rischi complessivi per la stabilità dei prezzi sono gradualmente diminuiti nel corso del 2001. Le condizioni economiche nell'area dell'euro hanno subito un deterioramento a seguito della decelerazione dell'attività mondiale che ha iniziato a manifestarsi alla fine del 2000. Gli attentati terroristici perpetrati negli Stati Uniti hanno acuito l'incertezza, prolungando la fase congiunturale negativa. In un contesto caratterizzato da rischi di inflazione decrescenti all'interno dell'area dell'euro, nel corso del 2001 il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) ha deciso di ridurre i tassi di riferimento in quattro occasioni, per un totale di 150 punti base. Dall'8 novembre 2001 i tassi di riferimento sono rimasti invariati, su livelli adeguati al mantenimento della stabilità dei prezzi nel medio periodo; il tasso minimo di offerta è stato lasciato al 3,25 per cento. Il fatto che la crescita sui dodici mesi di M3 si sia portata su valori elevati alla fine del 2001 non è stato interpretato come una minaccia per le prospettive di stabilità dei prezzi nell'area

dell'euro, in quanto si è ritenuto che tale andamento dovesse essere valutato alla luce della considerevole incertezza prevalente sui mercati finanziari nella seconda metà del 2001. Nuovi segnali di ripresa dell'economia nell'area dell'euro sono emersi al volgere dell'anno. Le condizioni dell'area sono tali da assicurare che la ripresa avrà luogo, anche se al momento permangono incertezze riguardo alla sua intensità.

Il deterioramento della situazione economica durante il 2001, unito ai fattori che avevano indotto un temporaneo aumento dei tassi di inflazione nella prima parte dell'anno, ha reso particolarmente impegnativa la conduzione della politica monetaria nell'area. L'anno, tuttavia, si è concluso con la prospettiva che l'inflazione sarebbe presto tornata in linea con la definizione di stabilità dei prezzi adottata dalla BCE, ossia un aumento sui dodici mesi del tasso di inflazione inferiore al 2 per cento, unitamente a uno scenario favorevole al prevalere della stabilità dei prezzi nel medio termine.

Al riguardo, il livello dei tassi di interesse a lungo termine dell'area dell'euro fa ritenere che i mercati finanziari abbiano fiducia nel fermo proposito e nella capacità della BCE di mantenere la stabilità dei prezzi nel medio e nel più lungo periodo. Anche diversi indicatori delle attese di inflazione da parte degli operatori economici hanno fornito chiari segnali del livello di credibilità molto elevato di cui gode la BCE per quanto concerne il conseguimento della stabilità dei prezzi nel medio termine; ciò si riflette, a sua volta, nel basso grado di incertezza riguardo all'inflazione prevalente nell'area, che si manifesta, ad esempio, nella riduzione strutturale dei premi per il rischio di inflazione. Tale riduzione illustra in modo molto convincente i vantaggi economici reali che l'area dell'euro ha ottenuto grazie al perseguimento coerente di politiche economiche orientate alla stabilità.

La congiuntura economica sfavorevole prevalente nell'area dell'euro nel 2001 ha reso particolarmente impegnativa anche la conduzione della politica di bilancio. L'anno scorso

l'incidenza media dell'indebitamento netto sul PIL nei paesi che hanno adottato l'euro è salita all'1,3 per cento per effetto sia del funzionamento degli stabilizzatori automatici, sia dei considerevoli sgravi fiscali attuati in alcuni paesi. La posizione di bilancio dell'insieme dell'area è peggiorata per la prima volta dal 1993 e la maggior parte dei paesi non è riuscita a raggiungere gli obiettivi fissati nei programmi di stabilità che erano stati presentati alla fine del 2000, registrando in media uno scostamento pari allo 0,7 per cento del PIL. Il Patto di stabilità e crescita consente, in linea di principio, il funzionamento degli stabilizzatori automatici in risposta a una deviazione della crescita economica rispetto al proprio tasso tendenziale. Nel caso di paesi che hanno conseguito una posizione di bilancio in pareggio o in avanzo nel medio termine, è molto improbabile che le normali fluttuazioni del ciclo economico possano tradursi in un rapporto fra disavanzo pubblico e PIL superiore al 3 per cento, il limite massimo stabilito dal Trattato. Per questo motivo, è molto importante che i paesi che non hanno ancora raggiunto tale obiettivo si adoperino per conseguirlo al più presto. A tale proposito, il Patto di stabilità e crescita ha continuato a funzionare, malgrado le tensioni emerse riguardo alla sua applicazione nel corso del 2001 e agli inizi del 2002. Se i paesi dell'area non assolvessero agli obblighi previsti dal Patto e non riuscissero a cogliere l'opportunità offerta dalla ripresa economica per imprimere un miglioramento sostanziale ai propri conti pubblici, la credibilità della politica di bilancio nell'area dell'euro ne risulterebbe seriamente compromessa. Ciò non soltanto avrebbe conseguenze sfavorevoli per la crescita nel medio termine, ma renderebbe anche più arduo il compito di mantenere la stabilità dei prezzi affidato alla politica monetaria.

Nel 2001 è ricorso il decimo anniversario della conclusione dei negoziati che hanno condotto all'adozione del Trattato sull'Unione europea. Il quadro di politica macroeconomica definito dal Trattato si è dimostrato adeguato per il conseguimento degli obiettivi sia dell'Unione europea che dell'area dell'euro. Facendo tesoro delle esperienze

negative degli anni settanta e ottanta, gli estensori del Trattato hanno previsto che le politiche in campo monetario e di bilancio non siano orientate alla regolazione fine (*fine tuning*) dell'attività economica, bensì alla creazione di un contesto macroeconomico stabile, nella convinzione che solo a tali condizioni esse possano contribuire alla crescita economica in modo duraturo. Per questa ragione, la politica monetaria deve essere finalizzata al mantenimento della stabilità dei prezzi, mentre la politica di bilancio deve mirare ad assicurare la solidità delle finanze pubbliche.

Analogamente, l'unica via praticabile al fine di aumentare il tasso di crescita potenziale dell'area dell'euro – che la BCE stima al 2-2,5 per cento annuo – consiste nell'attuazione di riforme strutturali tese a migliorare il funzionamento dei mercati. Una maggiore flessibilità del mercato del lavoro e il proseguimento della moderazione salariale rappresentano fattori di fondamentale importanza anche allo scopo di ridurre il livello inaccettabilmente elevato del tasso di disoccupazione, pari all'8,3 per cento nel 2001. Durante lo scorso anno sono state intraprese diverse iniziative (in particolare per quanto riguarda il mercato dei beni); alcune di esse sono scaturite dal Consiglio europeo di Lisbona, che nel marzo 2000 ha sottolineato l'importanza di attuare riforme strutturali al fine di promuovere la crescita economica e ridurre la disoccupazione nell'Unione europea. Tuttavia, in generale è necessario procedere più speditamente in tale direzione; la realizzazione di significativi progressi nel campo delle riforme strutturali rappresenta la principale sfida che si pone all'Unione europea e all'area dell'euro negli anni a venire.

L'introduzione delle banconote in euro ha importanti implicazioni per quanto concerne la distribuzione del reddito monetario all'interno dell'Eurosistema, che si compone della BCE e delle banche centrali nazionali (BCN) degli Stati membri partecipanti e svolge le funzioni di banca centrale per l'intera area. Nel dicembre dell'anno scorso il Consiglio direttivo ha adottato una decisione relativa

all'emissione delle banconote in euro e alla ripartizione del reddito monetario, in virtù della quale, a decorrere dal 2002, l'8 per cento del fabbisogno totale di banconote in euro sarebbe stato emesso dalla BCE e il restante 92 per cento dalle BCN dell'Eurosistema, in proporzione alle rispettive quote di partecipazione nel capitale della BCE. Il reddito da signoraggio generato dall'emissione delle banconote verrà compreso nel calcolo del reddito monetario, accentrato e redistribuito in conformità con le disposizioni dello Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea. Al fine di attenuare l'impatto sulle posizioni finanziarie relative delle BCN, il nuovo regime verrà introdotto in modo progressivo; il periodo di transizione si concluderà nel 2007. A partire dal 2008, il reddito monetario sarà integralmente distribuito alle BCN in proporzione alle quote versate del capitale della BCE.

Alla fine del 2001 l'organico della BCE, proveniente dai quindici Stati membri della UE, si componeva di 1.043 unità (rispetto a 941 alla fine del 2000), a fronte di un totale di 1.118,5 posizioni a preventivo. Il bilancio della BCE per il 2002 prevede di incrementare tale numero a poco più di 1.150 unità nel corso dell'anno. Alla luce dell'esperienza maturata nei primi tre anni e mezzo di esistenza della BCE, sono state decise alcune modifiche organizzative. Al fine di potenziare le sinergie fra le unità operative, il Comitato esecutivo ha deciso di ridefinire le responsabilità dei propri membri. Inoltre, sono state riviste alcune funzioni delle unità operative. Tali modifiche si riflettono nel nuovo organigramma della BCE.

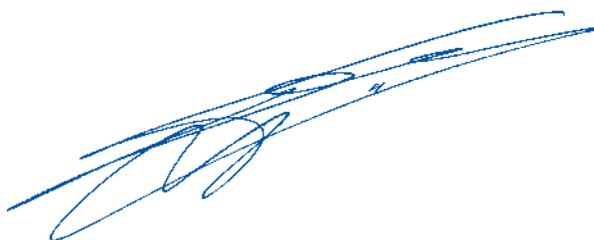
Nel 2001 l'utile operativo della BCE è ammontato a 1.822 milioni di euro.

Il presente Rapporto annuale descrive in sintesi le attività svolte dal Sistema europeo di banche centrali e dall'Eurosistema nel 2001, illustra la conduzione della politica monetaria nel 2001 e agli inizi del 2002 e sottolinea le numerose problematiche, talvolta di natura tecnica, emerse nell'affermazione e nel consolidamento dell'Eurosistema quale "banca centrale" dell'area dell'euro.

Concludo questa prefazione ponendo ancora in risalto lo storico evento che ha contrassegnato la fine dell'anno passato e l'inizio di quello in corso. L'introduzione delle banconote e monete in euro non costituisce soltanto la fase finale del processo di integrazione monetaria, ma conferirà un nuovo impulso all'integrazione economica e finanziaria europea. In primo luogo, la maggiore trasparenza dei prezzi risultante dalla sostituzione del contante incoraggerà gli scambi e il commercio tra i paesi, e quindi la concorrenza. In secondo luogo, i cittadini diventeranno più consapevoli dell'incompletezza del Mercato unico, nel quale permangono ostacoli di natura regolamentare, amministrativa e giuridica allo scambio di beni, all'offerta di servizi transfrontalieri e alla mobilità del lavoro. L'introduzione dell'euro, motivata anche dalla necessità di "coronare" la costituzione del Mercato unico, contribuirà a evidenziare tali ostacoli e a promuovere gli interventi volti a eliminarli. Ora che i governi dell'area dell'euro hanno volontariamente rinunciato alle valute nazionali e che i cittadini sono in grado di beneficiare dei vantaggi economici collegati all'uso di un'unica moneta all'interno di uno spazio economico più ampio, saranno gli stessi cittadini a chiedersi perché sia possibile utilizzare le stesse banconote e monete, ma non si possano eliminare altre barriere che sussis-

stano tra i paesi dell'area. L'integrazione europea, in altre parole, potrebbe assumere maggiormente le caratteristiche di un processo promosso dal basso, dai cittadini europei, anziché dall'alto, dai politici e dai tecnici. Raramente i banchieri centrali hanno la possibilità di contribuire a eventi della portata del passaggio all'euro, in grado di incidere profondamente sui sistemi sociali ed economici. Ho avuto il grande privilegio di presiedere l'Eurosistema nel momento in cui si sono compiuti tali eventi e desidero cogliere questa occasione per esprimere la gratitudine e l'orgoglio che provo per il lavoro svolto dalle migliaia di colleghi della BCE e delle BCN, i quali hanno trasformato in una realtà quotidiana l'impegno e le intenzioni solenni espressi dalle nazioni europee a Maastricht.

Francoforte sul Meno, marzo 2002



Willem F. Duisenberg



Austria: **Robert Kalina**, autore del disegno delle banconote in euro, al lavoro presso la **Oesterreichische Nationalbank** a Vienna

Capitolo I

L'evoluzione economica e la politica monetaria

I Le decisioni di politica monetaria nel 2001: uno sguardo d'insieme

Nel 2001 la politica monetaria nell'area dell'euro è stata condotta in un contesto impegnativo. Uno dei compiti più difficili affrontati dal Consiglio direttivo della BCE è consistito nel formulare una tempestiva e accurata valutazione del graduale mutamento delle prospettive di crescita nell'area, derivante principalmente dal rallentamento dell'attività mondiale e dall'impatto del rincaro del greggio e dei generi alimentari sul reddito reale disponibile. La difficoltà di questo compito è stata accentuata dallo shock economico mondiale connesso con gli attacchi terroristici perpetrati l'11 settembre negli Stati Uniti, che hanno esacerbato il clima di incertezza e accentuato il rallentamento dell'attività economica, già in atto all'esterno e all'interno dell'area. La conduzione della politica monetaria è stata ulteriormente complicata dalle spinte inflazionistiche a breve termine, collegate agli effetti ritardati degli aumenti dei prezzi all'importazione nel 2000 e alle pressioni sui prezzi dei prodotti alimentari non trasformati esercitate, agli inizi del 2001, dalle emergenze sanitarie che hanno interessato gli allevamenti di bestiame. In questo contesto, le decisioni del Consiglio direttivo sul livello dei tassi di interesse hanno teso al mantenimento della stabilità dei prezzi su un orizzonte di medio periodo, sulla base delle valutazioni condotte nell'ambito dei due pilastri della strategia di politica monetaria della BCE.

Agli inizi del 2001 i tassi di riferimento della BCE si collocavano sui livelli in vigore dal 5 ottobre 2000. In quella data il Consiglio direttivo aveva deciso di aumentarli di 25 punti base, in linea con una valutazione indicante rischi di pressioni inflazionistiche; il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema era stato innalzato al 4,75 per cento, mentre quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale e quello sui depositi presso la banca centrale erano stati portati rispettivamente al 5,75 e al 3,75 per cento (cfr. figura 1). Riflettendo il rincaro del petrolio e il deprezzamento del tasso di cambio dell'euro nel 1999 e durante la maggior parte del 2000, l'inflazione si era mantenuta

per alcuni mesi al di sopra del livello compatibile con la stabilità dei prezzi. La maggior parte delle previsioni allora disponibili indicava che la crescita economica sarebbe proseguita a ritmi sostenuti sia all'interno sia all'esterno dell'area dell'euro, acuendo il rischio che l'accelerazione dei prezzi avesse ripercussioni di più lunga durata sull'inflazione, a causa di effetti di secondo impatto attraverso gli aumenti salariali. Inoltre, l'evoluzione degli aggregati monetari e creditizi segnalava rischi di un aumento dell'inflazione in un contesto caratterizzato da una robusta crescita economica.

Nel corso del 2001 i rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi si sono gradualmente attenuati. Per quanto riguarda il primo pilastro, all'inizio dell'anno si è accentuata la diminuzione della crescita di M3, cominciata nel 2000. Tale decelerazione è principalmente riconducibile a un considerevole decremento dell'espansione delle componenti più liquide dell'aggregato, che ha riflesso il progressivo innalzamento dei tassi ufficiali della BCE a partire da novembre 1999. Anche il tasso di incremento sui dodici mesi dei prestiti al settore privato ha registrato una flessione dall'inizio del 2001. La moderazione della dinamica degli aggregati monetari e creditizi indicava il riequilibrarsi dei rischi per la stabilità dei prezzi derivanti dagli andamenti monetari.

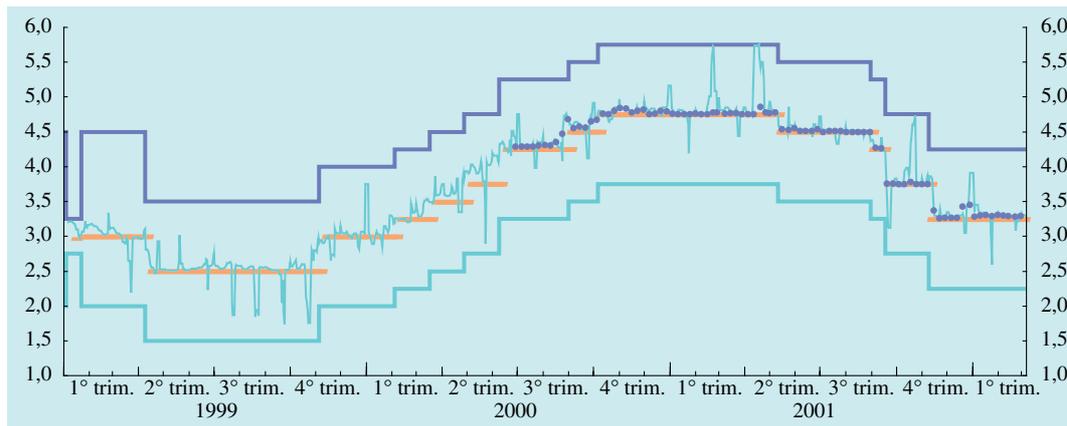
Alla fine del 2000 erano emerse anche indicazioni preliminari di una distorsione al rialzo dei dati ufficiali relativi alla crescita monetaria, dovuta agli acquisti di strumenti negoziabili inclusi in M3 da parte di non residenti nell'area dell'euro. Secondo una prima quantificazione, resasi disponibile nell'imminenza della prima riunione di maggio 2001 del Consiglio direttivo, tale distorsione risultava significativa (pari a un punto percentuale del tasso di crescita sui dodici mesi di M3), era aumentata nel tempo e superiore al previsto. Tenendo conto di questi fattori, l'espansione dell'aggregato appariva meno pronunciata: secondo le prime stime, la crescita di M3 si collocava al di sotto del valore di riferimento

Figura I

Tassi di interesse della BCE e tassi di mercato monetario

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

- tasso di rifinanziamento marginale
- tasso sui depositi presso la banca centrale
- tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali/tasso minimo di offerta
- tasso di interesse *overnight* (EONIA)
- tasso marginale nelle operazioni di rifinanziamento principali



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 a tale data, viene riportato il tasso minimo di offerta applicabile alle aste a tasso variabile.

del 4½ per cento già dalla fine del 2000 (è stato possibile eliminare completamente la distorsione dalle statistiche ufficiali soltanto nel novembre 2001).

Per quanto attiene al secondo pilastro, alla fine del 2000 l'economia mondiale mostrava già alcuni segni di debolezza, dovuti in particolare alle prime indicazioni di un rallentamento negli Stati Uniti e di un deterioramento della situazione economica in Giappone, che acuiscono l'incertezza riguardo alle prospettive di crescita di altre regioni del mondo. I primi segnali dell'impatto di tali andamenti sull'economia dell'area dell'euro si sono manifestati nei settori maggiormente esposti alla congiuntura internazionale. La crescita della produzione industriale ha iniziato a ridursi agli inizi del 2001; tutte le indagini economiche disponibili indicavano una lieve decelerazione dell'attività nei primi mesi dell'anno. Allo stesso tempo ci si attendeva una certa tenuta dei consumi, alla luce della vigorosa crescita dell'occupazione e degli sgravi fiscali attuati in una serie di paesi. Nel complesso, mentre l'espansione del PIL in termini reali nell'area dell'euro mostrava un ral-

lentamento sempre più evidente, le previsioni formulate da diverse istituzioni nella prima metà dello scorso anno, nonché le proiezioni elaborate dagli esperti dell'Eurosistema, indicavano che nel 2001 essa sarebbe diminuita, portandosi su livelli sostanzialmente in linea con la crescita potenziale. Tuttavia, date le prospettive per l'economia mondiale, i rischi associati a tali proiezioni sono risultati sempre più orientati al ribasso.

Un altro fattore che ha contribuito ad attenuare le prospettive di crescita, in particolare per i consumi privati, è stato l'ulteriore incremento del tasso di inflazione al consumo dell'area dell'euro agli inizi del 2001, che ha attenuato l'effetto positivo sul reddito disponibile delle famiglie derivante dalla riduzione delle imposte dirette attuata in diversi paesi dell'area tra la fine del 2000 e l'inizio del 2001. Il tasso di variazione sui dodici mesi dell'Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), pari al 2,4 per cento in gennaio, ha raggiunto un massimo del 3,4 per cento in maggio. Tale andamento è principalmente riconducibile al rialzo dei prezzi dei beni alimentari non trasformati, a causa delle

emergenze sanitarie che hanno interessato gli allevamenti di bestiame in diversi paesi dell'area, nonché agli effetti ritardati dei passati rincari del greggio e del deprezzamento dell'euro, che si erano trasmessi ai prezzi alla produzione. Questi effetti indiretti hanno anche determinato una crescita costante dello IAPC al netto dei prezzi dei prodotti energetici e dei beni alimentari non trasformati agli inizi del 2001. Questi aumenti dei prezzi erano fonte di una certa preoccupazione per la conduzione della politica monetaria, in quanto implicavano rischi di pressioni inflazionistiche nel medio periodo, collegati soprattutto a potenziali effetti di secondo impatto attraverso gli aumenti salariali.

Le preoccupazioni riguardo agli effetti di secondo impatto sono tuttavia gradualmente venute meno con l'ulteriore peggioramento delle prospettive di crescita dell'area dell'euro. Di fatto, tale deterioramento ha comportato sia un'attenuazione delle pressioni inflazionistiche derivanti dalla domanda interna, sia una riduzione dei rischi per la stabilità dei prezzi dovuti ad aumenti dei salari. Pertanto, tenendo conto della moderata crescita salariale osservata sino ad allora e dei dati rivisti di M3, indicanti un significativo indebolimento della crescita monetaria, nella riunione del 10 maggio il Consiglio direttivo ha deciso di abbassare di 25 punti base i tassi di riferimento della BCE.

L'attività economica nell'area dell'euro ha registrato un ulteriore rallentamento nei mesi successivi. Tale decelerazione ha riflesso innanzi tutto una contrazione delle esportazioni dell'area e un calo della crescita degli investimenti per effetto del rallentamento dell'economia mondiale e, allo stesso tempo, un rallentamento dell'espansione dei consumi. Si sono, inoltre, attenuate le pressioni a breve termine sui prezzi. A partire dal secondo trimestre la crescita di M3 si è stabilizzata, interrompendo la precedente fase di decelerazione, e in seguito ha cominciato ad aumentare. Per svariate ragioni tale incremento non è stato tuttavia interpretato come un segnale di rischio per la stabilità dei prezzi. In primo luogo, esso è stato in parte determi-

nato dall'elevato fabbisogno di saldi monetari nominali da parte del pubblico, indotto dai precedenti rincari dei prodotti energetici e alimentari. In secondo luogo, la vigorosa espansione dell'aggregato si è verificata in un contesto caratterizzato da una curva dei rendimenti relativamente piatta, che ha accresciuto l'appetibilità relativa delle attività a breve termine, rispetto a quelle a lunga scadenza. In terzo luogo, secondo l'evidenza disponibile, la protratta flessione dei corsi azionari osservata dalla primavera del 2000 e il clima di incertezza prevalente sui mercati finanziari avevano indotto molti investitori a effettuare spostamenti di portafoglio a favore di attività a breve termine liquide e più sicure, quali i depositi. Infine, occorre considerare che l'elevato tasso di crescita ufficiale di M3 era ancora in parte influenzato dagli acquisti di strumenti negoziabili effettuati da non residenti nell'area dell'euro. L'insieme di questi fattori, unitamente all'ulteriore diminuzione della crescita dei prestiti erogati al settore privato, indicava che le informazioni relative al primo pilastro erano coerenti con il mantenimento della stabilità dei prezzi in un orizzonte di medio periodo. In un contesto caratterizzato da segnali sempre più evidenti di debolezza dell'attività economica e da minori pressioni inflazionistiche, il 30 agosto il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre di altri 25 punti base i tassi di riferimento della BCE.

Gli attacchi terroristici perpetrati l'11 settembre negli Stati Uniti hanno costituito un grave shock economico su scala mondiale, rischiando di compromettere il funzionamento dei mercati finanziari. Per assicurarne l'ordinato funzionamento, l'Eurosistema ha prontamente adottato misure specifiche subito dopo gli attentati. L'Eurosistema ha immesso liquidità attraverso una serie di operazioni di mercato aperto di *fine tuning*, che in pochi giorni hanno stabilizzato i mercati monetari dell'area dell'euro. Inoltre, mediante un accordo di *swap* in valuta tra la BCE e la Federal Reserve, l'Eurosistema ha anche contribuito a sopperire alla carenza di liquidità in dollari da parte delle banche dell'area dell'euro (cfr. Capitolo II).

La maggiore incertezza a livello mondiale causata dagli attacchi terroristici avrebbe potuto accentuare la tendenza, già prevalente, al rallentamento dell'attività economica. Nell'area dell'euro, l'indebolimento della congiuntura internazionale ha influito negativamente sulla domanda estera e ha ostacolato gli investimenti delle imprese. Inoltre, l'acuirsi dell'incertezza avrebbe potuto influenzare l'andamento dei consumi. In questo contesto, caratterizzato da un deterioramento delle prospettive di crescita dell'area già in atto prima degli attentati, sono aumentati i rischi verso il basso per l'espansione economica e si sono manifestate attese di una ulteriore riduzione delle pressioni inflazionistiche. Pertanto, in seguito a una riunione straordinaria tenuta in teleconferenza il 17 settembre, il Consiglio direttivo ha ridotto i tassi di riferimento della BCE di 50 punti base, agendo di concerto con il Federal Open Market Committee del Federal Reserve System, che ha effettuato un intervento equivalente. Si è trattato di una risposta a circostanze straordinarie, scaturita dalla convinzione del Consiglio secondo cui occorre reagire in modo tempestivo e coordinato a questo shock di portata mondiale. Poiché tale decisione ha anche rispecchiato la valutazione secondo cui le pressioni inflazionistiche nell'area si sarebbero attenuate, essa è stata pienamente coerente con la strategia di politica monetaria della BCE.

Nel periodo successivo le indicazioni disponibili, soprattutto quelle provenienti dal secondo pilastro della strategia di politica monetaria, hanno suggerito che le spinte inflazionistiche avrebbero probabilmente registrato una ulteriore riduzione in un orizzonte di medio periodo. In seguito agli attentati dell'11 settembre, è apparso sempre più chiaro che il rallentamento dell'economia nell'area dell'euro si sarebbe protratto più a lungo e avrebbe assunto dimensioni superiori rispetto a quanto ritenuto in precedenza. Secondo le attese allora prevalenti, la domanda estera avrebbe subito una ulteriore contrazione; inoltre, l'incertezza generata dagli attacchi terroristici avrebbe probabilmente ritardato la ripresa degli investimenti nell'area e in-

fluenzato negativamente i consumi privati interni. Sulla base di tali elementi, è quindi prevalsa l'aspettativa secondo cui l'attività economica sarebbe rimasta contenuta nella seconda metà del 2001, e la crescita del PIL in termini reali avrebbe continuato a essere debole anche agli inizi del 2002.

Nel contempo, si è gradualmente attenuato l'impatto degli shock sul livello dei prezzi derivanti dal rincaro del greggio e dall'indebolimento del tasso di cambio dell'euro nel biennio 1999-2000, nonché quello derivante dall'aumento dei prezzi dei beni alimentari agli inizi del 2001. Di conseguenza l'inflazione al consumo è scesa progressivamente nell'ultima parte dell'anno. Secondo le attese, la riduzione delle spinte inflazionistiche avrebbe probabilmente contribuito alla stabilizzazione delle aspettative di inflazione, evidenziando il carattere temporaneo della precedente accelerazione dei prezzi. Tale evoluzione, unitamente al rallentamento dell'attività economica, avrebbe, a sua volta, favorito il perdurare della moderazione salariale.

Questa valutazione non era contraddetta dall'analisi basata sui dati monetari. M3 ha di nuovo registrato una forte accelerazione dopo gli attacchi terroristici dell'11 settembre, ma ciò è stato principalmente attribuito a riaggiustamenti di portafoglio da parte degli investitori privati, che hanno ridotto la quota di azioni e di altre attività finanziarie a più lunga scadenza, a favore di strumenti a breve termine inclusi in M3, più liquidi e relativamente sicuri. Questi spostamenti sono stati considerati una reazione alla maggiore incertezza sui mercati finanziari; il Consiglio direttivo ha quindi valutato che essi avrebbero avuto soltanto un effetto temporaneo sulla crescita di M3 e che non costituivano una indicazione di future pressioni inflazionistiche. Tale valutazione è stata confortata dalla perdurante diminuzione del tasso di crescita sui dodici mesi del credito concesso al settore privato. Di conseguenza, l'8 novembre il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre di altri 50 punti base i tassi di riferimento della BCE, portando al 3,25 per cento il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento

principali e, rispettivamente, al 4,25 e al 2,25 per cento quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale.

Nella riunione tenuta l'8 novembre il Consiglio direttivo ha inoltre deciso, con effetto immediato, che, di regola, avrebbe esaminato l'orientamento della politica monetaria della BCE e preso le decisioni sui tassi ufficiali solo nella prima delle sue riunioni mensili. Il Consiglio ha annunciato che la seconda riunione mensile sarebbe stata dedicata agli altri compiti e responsabilità della BCE e dell'Euro-sistema.

Nella riunione del 6 dicembre il Consiglio direttivo ha svolto il riesame periodico del valore di riferimento per la crescita della moneta e ha riconfermato un tasso di incremento del 4½ per cento per l'aggregato ampio M3. Tale decisione si è basata sulla definizione di stabilità dei prezzi adottata dalla BCE e su ipotesi, rimaste invariate, riguardo al tasso di crescita tendenziale del prodotto potenziale, compreso fra il 2 e il 2½ per cento annuo, e alla diminuzione tendenziale della velocità di circolazione di M3, stimata fra ½ e 1 per cento annuo nell'area dell'euro. In tale occasione è stato ribadito che la definizione del valore di riferimento riflette un orientamento di medio periodo. Deviazioni temporanee di M3 dai livelli coerenti con le sue determinanti di lungo periodo potrebbero verificarsi nel contesto di eventi economici eccezionali. La dinamica sostenuta di M3 nell'ultima parte del 2001 deve essere valutata alla luce di tali considerazioni. Poiché si è verificata in un contesto economico e finanziario caratterizzato da grande incertezza, essa non va interpretata come un segnale di rischio al rialzo per la stabilità dei prezzi in un orizzonte di medio periodo. È stato inoltre ribadito che, qualora l'incertezza prevalente nei mercati finanziari e nell'economia nel suo insieme si attenuasse, sarebbe necessario riesaminare con attenzione l'eventuale persistere di un eccesso di liquidità nel sistema, al fine di individuare la possibile presenza di rischi per la stabilità dei prezzi.

Le informazioni che si sono rese disponibili tra la fine del 2001 e gli inizi del 2002 hanno confermato le attese del Consiglio direttivo riguardo alle prospettive economiche dell'area dell'euro e, di conseguenza, anche le decisioni di politica monetaria che erano state adottate in precedenza in un'ottica anticipatrice. La crescita del PIL in termini reali è risultata prossima allo zero nel terzo trimestre del 2001, e diversi indicatori hanno segnalato una debole attività economica nel trimestre successivo e agli inizi del 2002. Nel contempo, era atteso un rafforzamento complessivo della crescita economica nel corso del 2002, come emerso dalle previsioni formulate da varie istituzioni internazionali, nonché dalle proiezioni degli esperti dell'Euro-sistema pubblicate nel dicembre del 2001. Diversi fattori confortavano tale scenario; primo fra tutti, il fatto che l'area dell'euro non era affetta da gravi squilibri, tali da richiedere un lungo processo di aggiustamento. Poiché ci si attendeva una riduzione dell'incertezza del quadro economico mondiale nel corso del tempo, la solidità delle variabili economiche fondamentali e le favorevoli condizioni di finanziamento esistenti nell'area erano considerate basi affidabili per una ripresa. Si prevedeva, inoltre, che il perdurante calo dell'inflazione al consumo avrebbe influenzato positivamente l'andamento del reddito reale disponibile e questo, a sua volta, avrebbe sostenuto la domanda interna. Nel complesso, sebbene l'intensità e i tempi della ripresa rimanessero incerti, l'evidenza disponibile agli inizi del 2002 indicava che vi sarebbe stato un rafforzamento dell'attività economica.

Agli inizi del 2002 tutte le informazioni disponibili, incluse le previsioni delle istituzioni internazionali e le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema, confermavano che il tasso di inflazione al consumo sui dodici mesi si sarebbe stabilizzato, su livelli inferiori al 2 per cento in un orizzonte di medio periodo.

2 Gli andamenti monetari e finanziari

2.1 Gli andamenti monetari

Forte aumento della crescita di M3 collegato a fattori specifici

Nel 2001 il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio M3 è stato in media pari al 5,5 per cento, rispetto alla media del 4,9 per cento nel 2000. Dopo un sostanziale rallentamento tra la primavera del 2000 e gli inizi del 2001, la crescita di M3 è aumentata significativamente nel 2001, da un minimo del 3,8 per cento in marzo all'8,0 per cento in dicembre (cfr. figura 2). Pertanto, a partire dal secondo trimestre dell'anno la media mobile a tre mesi dei tassi di crescita sui dodici mesi di M3 si è collocata al di sopra del valore di riferimento del 4½ per cento. Nell'ultimo trimestre del 2001 tale media mobile si è collocata al 7,8 per cento, contro il 4,1 dello stesso periodo del 2000.

La forte accelerazione di M3 nel corso del 2001 può essere collegata a una serie di fattori. L'incremento dei prezzi energetici e

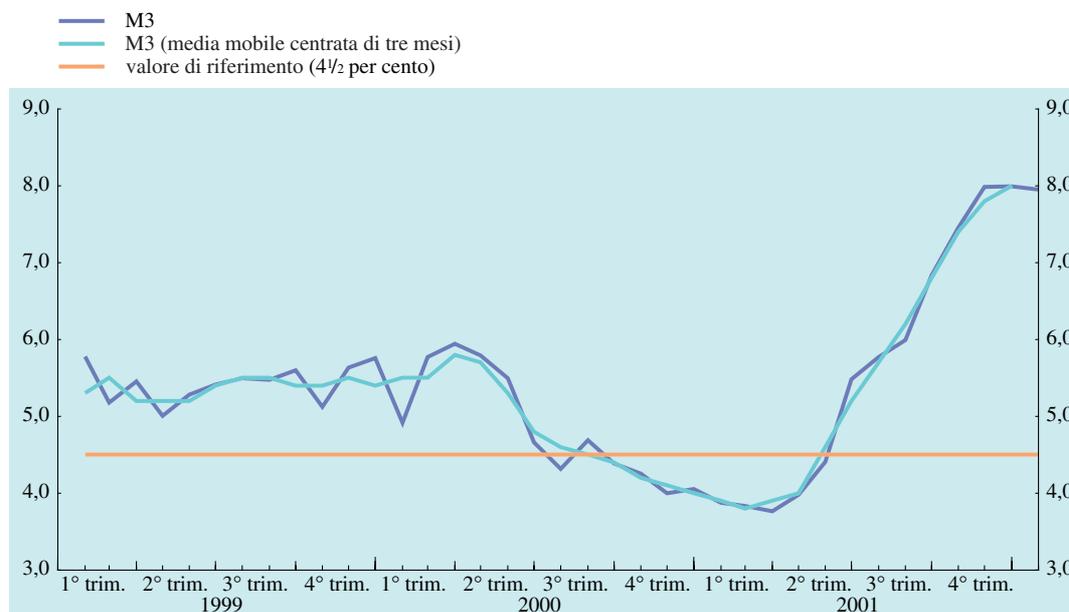
alimentari ha determinato una maggiore domanda di moneta a scopo transattivo da parte degli operatori economici; inoltre, l'accelerazione di M3 può essere in parte un aggiustamento dopo la moderata crescita monetaria tra la fine del 2000 e l'inizio del 2001.

L'influenza di questi due fattori può essere illustrata mediante alcune misure dell'eccesso di liquidità, come il *gap* monetario nominale e quello reale. Nella figura 3, la misura del *gap* monetario nominale è definita come differenza tra il livello effettivo di M3 e quello corrispondente a una crescita monetaria pari al valore di riferimento dal dicembre 1998 (utilizzato come periodo base). La misura del *gap* monetario reale è definita come differenza tra il livello effettivo di M3 deflazionato con lo IAPC e il livello di M3 in termini reali implicito nella crescita del prodotto potenziale e nella tendenza della velocità di circolazione, anche in questo caso utilizzando il dicembre 1998 come periodo base. Nell'interpretare l'andamento del *gap* monetario nominale e reale è

Figura 2

Crescita di M3 e valore di riferimento

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

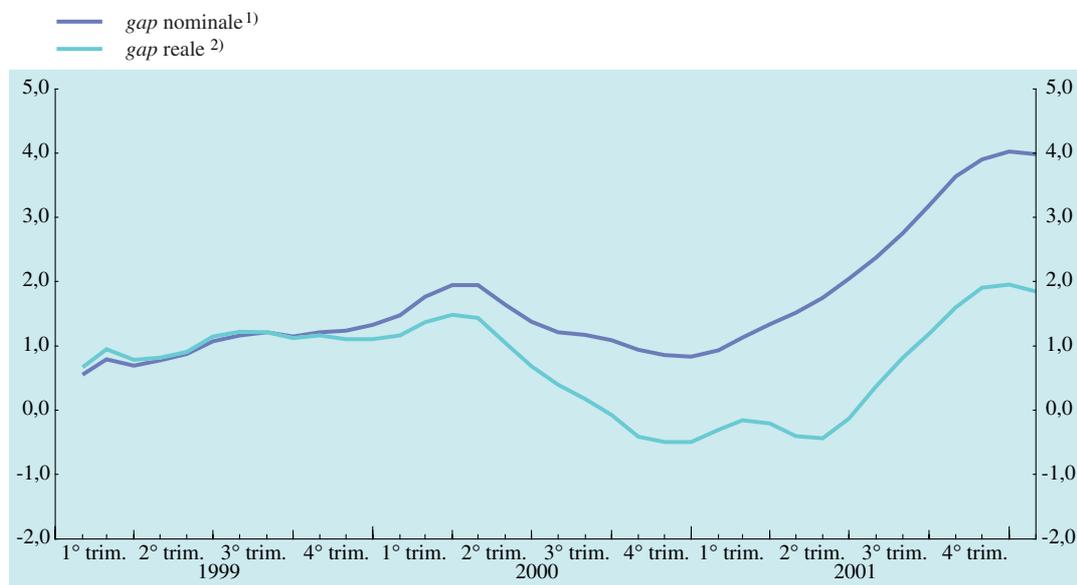


Fonte: BCE.

Figura 3

Stima del gap monetario nominale e reale

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



Fonte: BCE.

- 1) Differenza tra il livello effettivo dell'aggregato M3 e quello coerente con un tasso di crescita pari al valore di riferimento, calcolato utilizzando dicembre 1998 come periodo base.
- 2) Gap monetario nominale meno deviazione del livello dei prezzi da quello coerente con la definizione di stabilità dei prezzi, calcolato utilizzando dicembre 1998 come periodo base.

necessario tenere conto del fatto che la scelta del periodo base è arbitraria. Come mostrato nella figura 3, tra l'inizio del 2000 e il secondo trimestre del 2001 vi è una crescente discrepanza tra le due misure. Questa discrepanza è stata causata dall'aumento del tasso di inflazione durante il periodo, che ha riflesso il rincaro dei prezzi energetici e alimentari. Il più alto livello dei prezzi, combinato con una debole crescita di M3, ha determinato un minore gap monetario reale alla fine del 2000 e agli inizi del 2001, indicando la presenza di una relativa scarsità di M3 in questo periodo, se misurata in termini reali. Pertanto, l'aumento della crescita di M3 nel 2001 è stato probabilmente in parte collegato a un effetto di "recupero" e a una domanda a scopo transattivo maggiore di quella necessaria a riportare la quantità nominale di moneta in linea con il suo livello desiderato.

Un fattore aggiuntivo che nel 2001 ha condotto a un'accresciuta preferenza per la liquidità da parte degli investitori dell'area dell'euro diversi dalle IFM è stato, almeno fino

ad agosto, il profilo relativamente piatto della curva dei rendimenti. Di conseguenza, la preferenza per le attività a più breve termine, remunerate a livelli prossimi al tasso di interesse del mercato monetario, si è mantenuta per gran parte del 2001 relativamente elevata rispetto a quella per le attività a più lungo termine. Mentre l'inclinazione della curva dei rendimenti si è gradualmente accentuata a partire dalla fine dell'estate del 2001, per effetto delle riduzioni dei tassi ufficiali della BCE, il conseguente calo dei tassi di interesse del mercato monetario a breve termine ha causato una diminuzione del costo opportunità degli strumenti compresi in M3, in particolare quelli a remunerazione bassa o nulla (ad esempio, i depositi a vista), rispetto a quello di altre attività a breve termine non incluse nell'aggregato (ad esempio, i buoni del Tesoro), costituendo pertanto un ulteriore fattore di sostegno alla crescita di M3 alla fine del 2001.

Infine, l'evoluzione di M3 nel 2001 sembra essere stata influenzata dalla persistente

debolezza dei mercati azionari mondiali tra marzo 2000 e settembre 2001, che avrebbe aumentato l'avversione al rischio da parte degli investitori. Ciò a sua volta ha indotto gli investitori dell'area dell'euro diversi dalle IFM a riallocare i propri portafogli a favore delle attività a più basso rischio, con una corrispondente diminuzione della quota di azioni. Successivamente, l'aumento dell'incertezza sui mercati azionari, causato dagli attacchi terroristici dell'11 settembre, ha ulteriormente aumentato la domanda delle attività più sicure e liquide.

Nel complesso, la combinazione dei suddetti fattori suggeriva di non attribuire un'importanza eccessiva alla dinamica sostenuta degli aggregati monetari nel 2001. Finché questi fattori fossero rimasti temporanei, essi non avrebbero dovuto essere considerati un segnale di rischio per la stabilità dei prezzi nel medio periodo.

Passando a un'analisi più dettagliata dell'evoluzione delle componenti di M3, la crescita sui dodici mesi delle banconote e monete in circolazione è calata significativamente nel 2001 (cfr. tavola I). Tale andamento ha rispecchiato

in gran parte la prospettiva della sostituzione del contante in euro (cfr. riquadro I per maggiori dettagli). Al contrario, il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a vista, dopo la dinamica moderata dei primi quattro mesi del 2001, è aumentato significativamente nella seconda metà dell'anno. Come per il complesso di M3, l'incremento della crescita dei depositi a vista può essere considerato in parte sia un effetto di "recupero" della minore crescita precedente, sia un processo di aggiustamento indotto dal maggiore livello di prezzi, data l'elevata liquidità di tale componente e il suo legame con la domanda di moneta a scopo transattivo. Inoltre, vi sono indicazioni che precedenti scorte detenute in forma di circolante siano state in larga misura convertite in depositi a vista. Il forte aumento di questi depositi, soprattutto a partire da settembre, ha riflesso anche l'elevata incertezza sui mercati finanziari, che ha indotto gli investitori a "parcheggiare" denaro in questi strumenti per un limitato periodo di tempo.

Anche il tasso di crescita sui dodici mesi degli strumenti negoziabili compresi in M3 è cresciuto considerevolmente, al 20,9 per cento nell'ultimo trimestre del 2001, rispetto al

Tavola I

Componenti di M3

(variazioni percentuali sui dodici mesi; medie trimestrali)

	2000 4°trim.	2001 1°trim.	2001 2°trim.	2001 3°trim.	2001 4°trim.	2002 gen.
<i>Dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario</i>						
M1	5,6	2,6	2,4	3,9	5,4	6,6
di cui: Banconote e monete in circolazione	1,9	-1,2	-3,2	-7,5	-18,5	-26,2
di cui: Depositi a vista	6,4	3,4	3,5	6,3	10,3	13,2
M2 – M1 (= altri depositi a breve termine)	2,2	3,4	4,4	4,9	5,8	6,8
M2	3,8	3,1	3,4	4,5	5,6	6,7
M3 – M2 (= strumenti negoziabili)	6,5	9,4	10,3	16,2	20,9	16,0
M3 ¹⁾	4,2	3,9	4,3	6,0	7,6	7,9
<i>Dati non destagionalizzati e non corretti per gli effetti di calendario</i>						
Banconote e monete in circolazione	1,8	-1,3	-3,3	-7,4	-18,4	-26,1
Depositi a vista	6,4	3,3	3,9	6,2	10,1	13,1
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	12,6	15,3	14,0	10,9	6,9	4,1
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	-4,9	-4,7	-2,6	0,5	5,0	8,7
Operazioni pronti contro termine	10,3	20,7	15,5	20,5	19,7	3,0
Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	1,8	5,4	11,2	20,5	30,2	35,2
Obbligazioni con scadenza originaria fino a due anni e titoli di mercato monetario	12,1	6,3	1,3	0,9	2,2	-4,6

Fonte: BCE.

1) Serie corretta per tutti gli strumenti negoziabili detenuti da non residenti nell'area dell'euro.

6,5 per cento nell'ultimo trimestre dell'anno precedente. Tale andamento è stato presumibilmente la risultante di riallocazioni di portafoglio, indotte dagli andamenti dei mercati azionari mondiali e dal profilo relativamente piatto della curva dei rendimenti dell'area dell'euro per gran parte dell'anno. Gli strumenti negoziabili sono particolarmente adatti come posizioni di "parcheggio" di denaro, in quanto liquidi e a basso rischio; inoltre la loro remunerazione è strettamente collegata ai tassi di interesse di mercato ed è in genere più elevata rispetto a quella dei depositi bancari a breve termine. Tra gli strumenti negoziabili, l'aumento del tasso di crescita sui dodici mesi delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari è stato particolarmente vigoroso nell'ultimo trimestre del 2001 (30,2 per cento, rispetto all'1,8 per cento nell'ultimo trimestre del 2000).

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a breve termine diversi da quelli a vista è aumentato nel 2001, in linea con la tendenza crescente avviatasi agli inizi del 2000. Tale dinamica nasconde tuttavia andamenti contrastanti dei depositi a risparmio a breve termine (depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi) e dei depositi a tempo a breve termine (depositi con durata prestabilita fino a due anni). Mentre il tasso di variazione sui dodici mesi dei primi si è fortemente ripreso (dal -4,9 per cento nell'ultimo trimestre del 2000 al 5,0 per cento nell'ultimo trimestre del 2001), vi è stata una significativa decelerazione dei depositi a breve termine, principalmente nella seconda metà dell'anno (dal 12,6 per cento nel quarto trimestre del 2000 al 6,9 per cento nel quarto trimestre del 2001). Tali andamenti hanno rispecchiato l'evoluzione dei rispettivi tassi di interesse al dettaglio nel 2001. Dalla fine del 2000 il differenziale tra i tassi dei depositi a tempo e quelli dei depositi a risparmio è sceso di 80 punti base, a 60 punti nel dicembre 2001, rispecchiando la maggior aderenza dei primi alla graduale diminuzione dei tassi del mercato monetario durante il 2001. Di conseguenza, i depositi a risparmio a breve termine sono risultati più remunerativi.

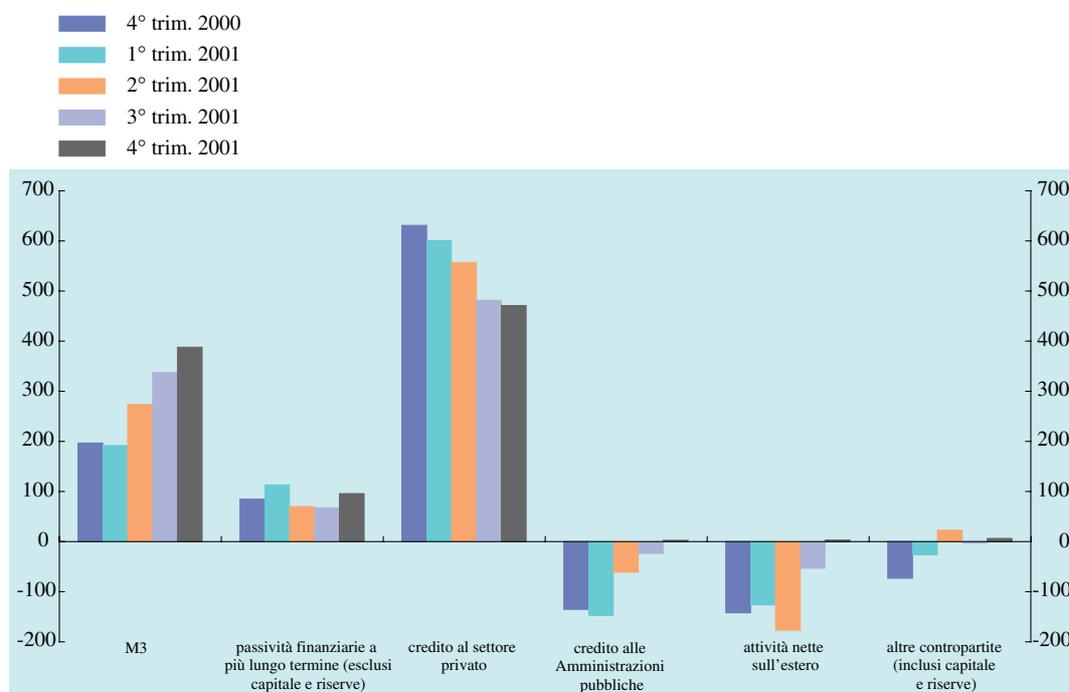
In gennaio 2002 il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è sceso al 7,9 per cento dall'8,0 per cento del mese precedente. La media mobile a tre mesi del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è cresciuta dell'8,0 per cento nel periodo da novembre 2001 a gennaio 2002, rispetto al 7,8 per cento del periodo da ottobre a dicembre 2001. Tale incremento, tuttavia, nasconde una diminuzione della dinamica a breve termine di M3, come indicato dalla diminuzione del tasso di crescita a sei mesi annualizzato, pari all'8,1 per cento, dopo l'8,7 per cento di dicembre e il 9,7 per cento di novembre 2001.

Rallentamento del credito al settore privato

La figura 4 fornisce una visione d'insieme degli andamenti di M3 e delle sue contropartite nel corso del 2001. Essa mostra come la forte accelerazione di M3 sia stata accompagnata da una diminuzione della crescita del credito (benché ancora relativamente elevata), da un moderato aumento delle passività finanziarie a più lungo termine e da un aumento delle attività nette sull'estero. Ciò è in netto contrasto con la situazione prevalente nel 1999, quando alla forte crescita di M3 hanno fatto riscontro una elevata espansione del credito, una pronunciata crescita delle passività finanziarie a lungo termine e una forte riduzione della posizione netta sull'estero delle IFM.

Esaminando più da vicino questi andamenti e cominciando con la dinamica del credito, la crescita media sui dodici mesi del credito totale concesso dalle IFM ai residenti nell'area dell'euro è diminuita al 5,5 per cento nel 2001, dal 7,1 per cento nella media del 2000. Ciò ha riflesso andamenti contrastanti del credito alle Amministrazioni pubbliche e del credito al settore privato.

Il credito alle Amministrazioni pubbliche è fortemente aumentato nel corso del 2001, mostrando soltanto un lieve calo sui dodici mesi nell'ultimo trimestre dell'anno (pari allo 0,5 per cento), rispetto alla forte riduzione (del 7,0 per cento) nell'ultimo trimestre del

Figura 4**Variazioni di M3 e delle sue contropartite***(flussi sui dodici mesi, in miliardi di euro; dati non corretti per la stagionalità e gli effetti di calendario)*

Fonte: BCE.

2000 (cfr. tavola 2). Tale ripresa può in parte riflettere l'aumento delle necessità di finanziamento delle Amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro nel suo insieme, in un contesto di peggioramento dei saldi di bilancio pubblici.

Per contro, il tasso di crescita sui dodici mesi del credito concesso dalle IFM al settore privato è sceso, nel corso del 2001, al 6,9 per cento nell'ultimo trimestre, dal 10,5 nel corrispondente trimestre del 2000. Tale andamento ha rispecchiato la significativa riduzione del tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti al settore privato, al 6,5 per cento nell'ultimo trimestre del 2001, dal 9,6 nello stesso trimestre dell'anno precedente. I dati trimestrali relativi ai prestiti concessi dalle IFM dell'area dell'euro al settore privato non finanziario mostrano che nel 2001 la crescita sia di quelli alle società non finanziarie, sia di quelli alle famiglie è diminuita (cfr. tavola 2). Per quanto riguarda i prestiti alle famiglie, si è registrata una flessione particolarmente significativa del tasso di crescita del credito al

consumo (al 3,7 per cento nel quarto trimestre del 2001, dal 7,8 nello stesso trimestre del 2000), riflettendo probabilmente il deterioramento del clima di fiducia dei consumatori dell'area dell'euro, nonché il rallentamento dell'attività economica durante l'anno. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei mutui per l'acquisto di abitazioni è sceso al 6,6 per cento nel quarto trimestre del 2001, dall'8,6 nello stesso trimestre del 2000. Questa riduzione sembra essere stata in parte collegata all'attenuazione della fase di espansione dei mercati immobiliari di alcuni paesi dell'area dell'euro. Nel contempo, la domanda relativamente sostenuta di mutui per l'acquisto di abitazioni può essere imputata alla riduzione relativamente pronunciata dei corrispondenti tassi di interesse al dettaglio nel corso dell'anno. Per quanto riguarda le società non finanziarie, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti a queste società è diminuito, al 6,3 per cento nel quarto trimestre del 2001 dal 10,9 nel corrispondente trimestre dell'anno precedente. Questo andamento è stato in parte spiegato dalla moderazione o

Tavola 2

Contropartite di M3

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

	2000 4°trim.	2001 1°trim.	2001 2°trim.	2001 3°trim.	2001 4°trim.	2002 gen.
Passività finanziarie a più lungo termine (esclusi capitali e riserve)	3,6	3,8	3,1	2,2	2,8	2,9
Depositi con durata prestabilita oltre due anni	0,9	-0,1	-0,1	-0,4	-0,2	-0,0
Depositi rimborsabili con preavviso oltre tre mesi	10,9	12,2	8,2	1,2	-5,7	-11,5
Obbligazioni con scadenza originaria oltre due anni	5,2	6,3	5,2	4,3	5,8	6,2
Credito a residenti nell'area dell'euro	6,0	5,6	5,4	5,6	5,2	5,3
Credito alle Amministrazioni pubbliche	-7,0	-7,3	-5,3	-1,9	-0,5	1,7
Titoli non azionari	-10,5	-12,3	-8,2	-2,3	-0,5	4,3
Prestiti	-1,9	-0,1	-1,3	-1,4	-0,8	-1,8
Credito ad altri residenti nell'area dell'euro	10,5	9,8	8,8	7,8	6,9	6,3
Titoli non azionari	17,8	18,7	23,4	24,3	24,0	24,2
Azioni e altri titoli di capitale	17,5	13,6	7,9	4,5	3,1	3,5
Prestiti	9,6	9,1	8,3	7,4	6,5	5,8
<i>Per memoria: scomposizione per settore dei prestiti (dati di fine trimestre) ¹⁾</i>						
<i>Alle società non finanziarie</i>	10,9	10,0	9,0	7,4	6,3	.
<i>Alle famiglie</i>	7,4	6,6	6,3	6,0	5,3	.
<i>Credito al consumo ²⁾</i>	7,8	4,5	5,2	3,6	3,7	.
<i>Mutui per l'acquisto di abitazioni ²⁾</i>	8,6	8,3	7,7	7,8	6,6	.
<i>Altri prestiti</i>	3,5	3,1	2,7	2,1	2,5	.

Fonte: BCE.

- ¹⁾ I tassi di crescita sono calcolati sulla base dei dati di flusso. Le definizioni dei settori corrispondono a quelle del SEC 95. Per ulteriori dettagli, cfr. la nota alla Tav. 2.5 nella sezione Statistiche dell'area dell'euro del Bollettino mensile della BCE e le relative Note tecniche. Eventuali differenze tra i totali parziali e le loro componenti sono dovute ad arrotondamenti.
- ²⁾ Le definizioni di credito al consumo e di mutui per l'acquisto di abitazioni non coincidono del tutto tra i diversi paesi dell'area dell'euro.

dall'attenuarsi di fattori speciali, quali l'intensa attività di fusioni e acquisizioni e il finanziamento dell'acquisto delle licenze UMTS, che nel 2000 avevano sospinto la crescita dei prestiti alle società. In aggiunta, l'indebolimento dell'espansione economica ha probabilmente svolto un ruolo importante nel rallentamento della crescita di tali prestiti.

La moderata espansione delle passività finanziarie a più lungo termine del settore delle IFM (esclusi capitale e riserve) fornisce una ulteriore evidenza delle già menzionate riallocazioni di portafoglio a favore di attività comprese in M3 nel 2001: la crescita sui dodici mesi è stata pari al 2,8 per cento nell'ultimo trimestre del 2001, un livello eccezionalmente basso rispetto ai valori assunti in passato. Questo andamento ha in parte riflesso la pendenza relativamente piatta della curva dei rendimenti nella maggior parte del 2001. Il livello più contenuto del differenziale tra il rendimento delle passività finanziarie a più

lungo termine e la remunerazione degli strumenti a breve termine ha probabilmente ridotto nel 2001 la domanda di passività finanziarie a più lungo termine. Inoltre, le incerte condizioni sui mercati finanziari, in particolare dopo gli attacchi terroristici di settembre, sembrano aver contribuito a ridurre la domanda di attività a più lungo termine. Tuttavia, negli ultimi due mesi dell'anno si è registrata una ripresa della crescita di questa contropartita, che potrebbe essere collegata all'accentuarsi dell'inclinazione della curva dei rendimenti a partire da agosto e al normalizzarsi delle condizioni nei mercati finanziari dopo l'aumento dell'incertezza causata dagli attacchi terroristici.

Infine, nel 2001 vi è stato un cambiamento significativo nel profilo dei flussi delle attività nette sull'estero del settore delle IFM. Nei dodici mesi terminanti nel dicembre 2001 le attività nette sull'estero delle IFM dell'area dell'euro sono aumentate di 3,0 miliardi di

Riquadro I

Impatto della sostituzione del contante in euro sul circolante e su M3

Nel 2001 gli andamenti delle banconote e monete in circolazione sono stati fortemente influenzati dalla prospettiva della sostituzione del contante in euro a partire dal 1° gennaio 2002. Dal dicembre 2000 al dicembre 2001 il circolante è diminuito di 116 miliardi di euro, corrispondenti al -32,2 per cento sui dodici mesi. Come mostrato nella figura sotto riportata, la riduzione è troppo brusca per essere imputata al rallentamento dell'attività economica. Durante lo stesso periodo si è osservata una contrazione del circolante in 11 dei 12 paesi dell'area dell'euro.

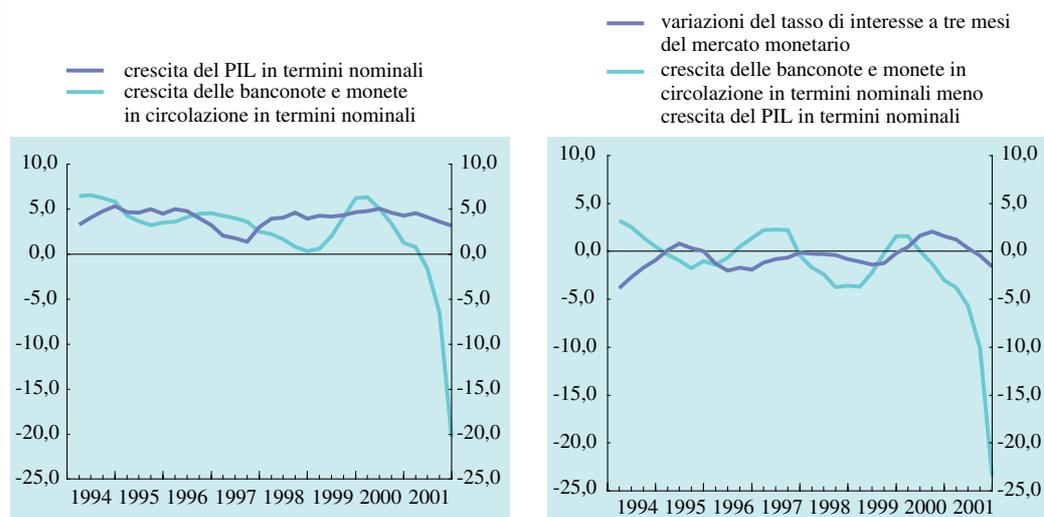
Al fine di analizzare la riduzione del circolante durante il 2001 possono essere individuati due periodi distinti: i primi tre trimestri dell'anno e l'ultimo trimestre. La principale causa di tale diminuzione nel primo periodo è stata probabilmente la riduzione delle scorte di contante accumulate da parte degli operatori economici dell'area dell'euro. Ciò ha determinato in particolare una riduzione delle banconote di taglio elevato. Il rientro dall'estero di banconote denominate nelle valute nazionali confluite nell'euro ha avuto un impatto aggiuntivo. Quest'effetto è stato probabilmente più pronunciato in Germania, dato che il marco tedesco era, tra le valute nazionali, quella più diffusa al di fuori dell'area dell'euro. Di fatto, si è assistito a un calo più marcato nella circolazione del marco tedesco rispetto a quanto registrato per l'insieme delle altre monete nazionali (nel dicembre 2001 il tasso di crescita sui dodici mesi del marco tedesco in circolazione è stato pari a -46,4 per cento, contro il -25 per cento per il complesso delle altre valute nazionali).

Nell'ultimo trimestre del 2001, in particolare in dicembre, la diminuzione del circolante è stata più diffusa e ha interessato le banconote sia di piccolo che di grande taglio. Oltre a una riduzione delle banconote accumulate all'interno dell'area e al rientro dall'estero delle banconote denominate nelle valute nazionali, il calo del circolante detenuto a fini transattivi può anche essere stato dovuto, in parte, all'anticipazione della sostituzione delle banconote e monete. Vi è inoltre una qualche evidenza che il rientro dall'estero delle banconote denominate nelle valute nazionali, in particolare in marchi tedeschi, ha registrato un incremento verso la fine del 2001.

Vi sono indicazioni che la riduzione del circolante durante il 2001 ha determinato una rilevante riallocazione all'interno di M3 tra il circolante stesso e i depositi a breve termine. In particolare, il ritmo di crescita dei depositi a vista, il più stretto sostituto del circolante, è aumentato durante il 2001. Pertanto, nonostante il consistente

Banconote e monete in circolazione, PIL in termini nominali e costo opportunità

(differenze annuali in punti percentuali o variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

calo del circolante, si può ipotizzare che l'impatto della sostituzione delle banconote e monete in euro sugli aggregati monetari, in particolare su M3, sarà modesto.

Infine, la sostituzione del contante in euro evidenzia l'importanza sia dell'uso del circolante quale riserva di valore all'interno dell'area, sia del circolante detenuto da non residenti. I dati sulla distribuzione di banconote in euro a residenti e non residenti, resi disponibili agli inizi del 2002, possono fornire una indicazione preliminare della domanda di banconote in euro da parte dei non residenti. I dati sui diversi canali di distribuzione iniziale di banconote in euro a non residenti nell'area (prealimentazione tramite le BCN dell'area dell'euro, prealimentazione di seconda istanza e distribuzione di banconote tramite le istituzioni creditizie dell'area) indicano che essa ha raggiunto 5 miliardi di euro alla fine di dicembre 2001, pari al 4 per cento del quantitativo totale distribuito. Vi sono inoltre evidenze secondo le quali un ammontare simile è stato distribuito ai non residenti nell'area nel gennaio 2002.

euro, dopo la forte riduzione registrata nel 1999 e nel 2000 (rispettivamente di 196,6 e di 142,3 miliardi di euro). Il significativo miglioramento riflette per lo più ingenti afflussi di fondi nell'area dell'euro da parte di investitori diversi dalle IFM nel periodo compreso tra giugno e dicembre 2001. I dati della bilancia dei pagamenti indicano che quest'andamento ha riflesso afflussi netti per investimenti diretti e di portafoglio e, in particolare, gli afflussi relativi ad acquisti di titoli azionari nell'area dell'euro.

2.2 I mercati finanziari

È proseguita la crescita delle emissioni di titoli di debito

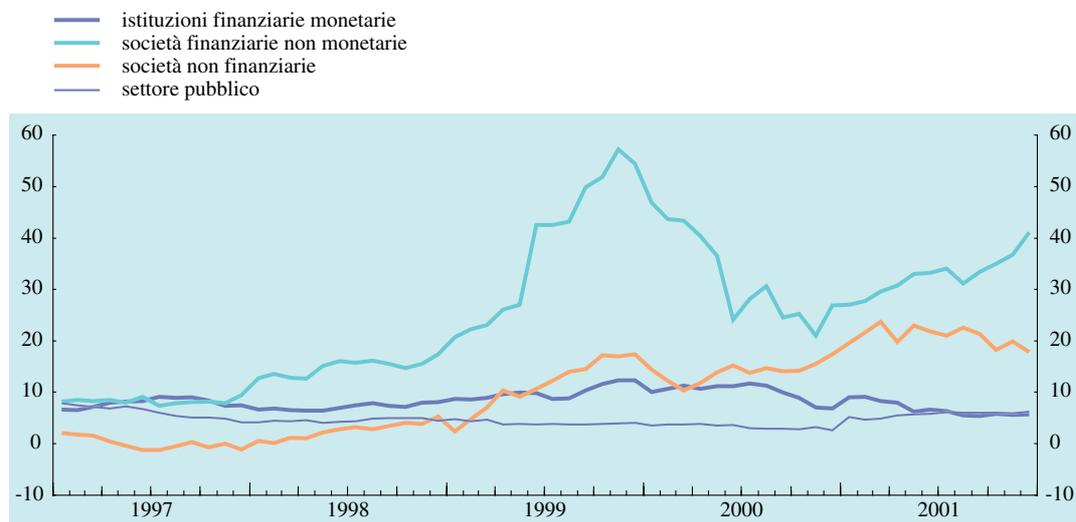
Nel 2001 il mercato dei titoli di debito emessi da residenti dell'area dell'euro ha continuato a crescere, a un ritmo lievemente più sostenuto di quello dell'anno precedente. Nell'arco dell'anno, le consistenze dei titoli sono aumentate in misura superiore al 7 per cento, a fronte di una crescita di poco inferiore al 7 per cento nel 2000. Tale andamento è riconducibile a un incremento del 5,5 per cento delle consistenze dei titoli a breve termine (rispetto al 4 per cento del 2000) e del 7,3 per cento di quelle dei titoli a lungo termine (rispetto al 7 per cento del 2000). La quota di questi ultimi sul totale ha continuato a essere preponderante, superando il 90 per cento delle consistenze totali alla fine del 2001, valore che rimane inalterato dalla fine del 1997. Per contro, nel 2001 la quota dei titoli a breve termine ha rappresentato il 75 per

cento circa delle emissioni lorde, una percentuale molto maggiore di quella registrata, in media, nel corso degli anni novanta.

Nel 2001 l'attività di emissione è aumentata in tutti i settori, salvo quello delle IFM. Per quanto riguarda sia le consistenze sia le emissioni, le Amministrazioni pubbliche e il settore delle IFM hanno continuato a dominare il mercato dei titoli di debito in euro, sebbene la crescita del mercato sia da ricondurre alla sostenuta e continua attività di emissione del settore privato non bancario (cfr. figura 5). La contrazione dell'attività di emissione del settore delle IFM sembra essere in larga misura dovuta alla minore domanda di credito da parte del settore privato non finanziario, che ha fatto seguito al rallentamento dell'attività economica, e ai crescenti afflussi di depositi presso le IFM (cfr. sezione 2.1).

Nel 2001, la crescita sui dodici mesi delle consistenze dei titoli di debito emessi dalle Amministrazioni pubbliche è salita al 3,6 per cento dal 2,6 della fine del 2000, riflettendo un maggiore fabbisogno del settore pubblico nell'anno, soprattutto a livello delle Amministrazioni locali.

Le consistenze dei titoli in euro emessi dalle società non finanziarie sono cresciute del 18 per cento circa nel corso del 2001, contro il 17 del 2000; l'attività di emissione delle istituzioni finanziarie non monetarie, invece, è salita del 41 per cento circa, contro il 28 per cento dell'anno precedente. La crescita sostenuta dell'attività di emissione del settore privato non bancario ha avuto luogo in un

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

Fonte: BCE.

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

contesto di rallentamento ciclico nell'area dell'euro e di generale ampliamento dei differenziali per le obbligazioni societarie, soprattutto per quelle di emittenti con basso rating.

L'intensa attività di emissione da parte del settore privato non bancario è riconducibile a una concomitanza di fattori. La ristrutturazione delle imprese nell'area dell'euro è proseguita a un ritmo regolare, nonostante abbia registrato un lieve rallentamento rispetto al 1999 e alla prima metà del 2000. Anche i tassi di interesse sono stati particolarmente contenuti rispetto ai valori storici. Il maggior ricorso al finanziamento mediante titoli di debito potrebbe anche derivare da un minore livello degli utili societari e da un deterioramento delle condizioni di finanziamento nei mercati azionari, indotto da una elevata volatilità e dal calo delle quotazioni. Il circolo virtuoso avviato con l'introduzione dell'euro – in cui l'aumento del numero di operatori crea un mercato più ampio che, a sua volta, attira nuovi emittenti – è proseguito nel 2001, favorito da un crescente spessore dei mercati e da una più ampia liquidità, che hanno continuato a migliorare le condizioni di accesso al mercato dei capitali nell'area dell'euro. Nell'anno

in esame il mercato è diventato più appetibile per un gruppo crescente di emittenti; si è così ampliato il numero dei settori industriali che hanno fatto ricorso al finanziamento diretto attraverso l'emissione di titoli di debito, sebbene il settore delle telecomunicazioni e quello automobilistico abbiano continuato a svolgere un ruolo preponderante.

In seguito a tali andamenti, alla fine del 2001 la quota di titoli di debito emessi dalle società finanziarie non monetarie e dalle società non finanziarie è salita all'11,5 per cento dal 9,8 del 2000, proseguendo la tendenza degli anni

Tavola 3**Composizione settoriale delle consistenze delle obbligazioni denominate in euro emesse da residenti nell'area dell'euro***(valori percentuali di fine periodo)*

	1998	1999	2000	2001
Istituzioni finanziarie monetarie	35,8	37,0	37,4	36,5
Altri emittenti privati	7,2	8,5	9,8	11,5
Settore pubblico	57,0	54,5	52,9	52,0

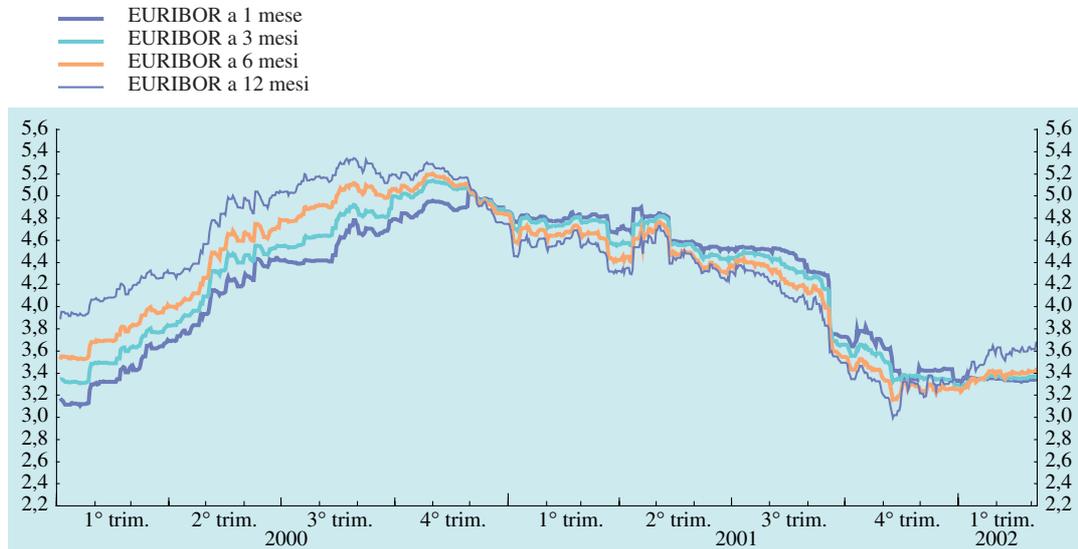
Fonte: BCE.

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

Figura 6

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

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



Fonte: Reuters.

precedenti (cfr. tavola 3). La quota del settore delle IFM sulle consistenze di titoli di debito denominati in euro si è ridotta al 36,5 per cento dal 37,4 per cento della fine del 2000. Riflettendo tali variazioni, la quota dei titoli emessi dalle Amministrazioni pubbliche è scesa al 52,0 per cento dal 52,9 per cento di fine 2000.

Nel 2001 si è mantenuta stabile, appena al di sotto del 93 per cento, la quota dei titoli denominati in euro sul totale delle emissioni lorde in tutte le valute effettuate da residenti. L'euro si è confermato una valuta appetibile anche per gli investitori internazionali; le consistenze di titoli di debito denominati in euro emessi da non residenti sono aumentate di circa il 17 per cento, in calo rispetto alla crescita vigorosa del 26,3 per cento osservata nel 2000.

Nel 2001 i tassi di interesse del mercato monetario sono scesi, in linea con i tassi di interesse della BCE

Nel corso del 2001 i tassi del mercato monetario sono calati notevolmente, proseguendo la tendenza mostrata dall'autunno del 2000.

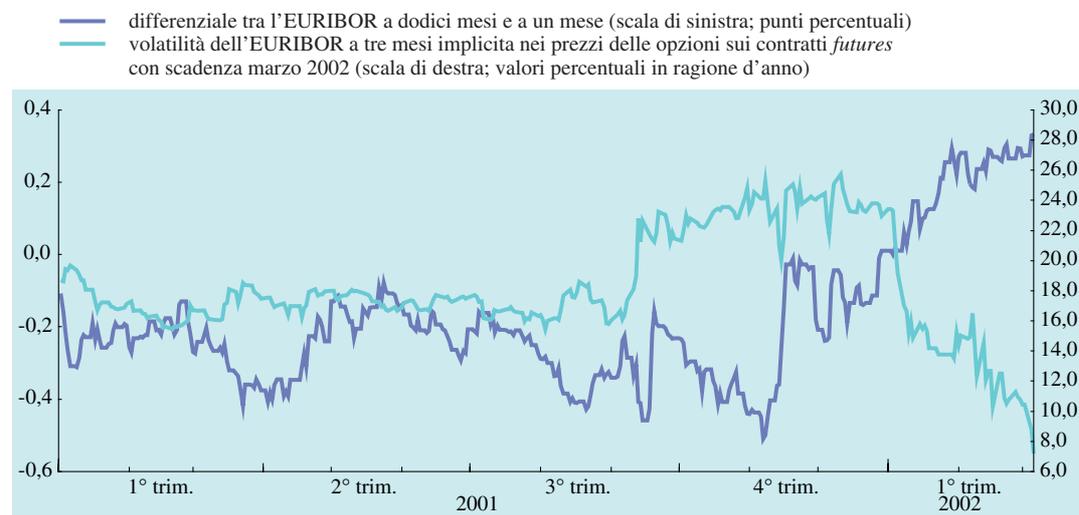
Ciò ha riflesso la riduzione dei tassi di interesse di riferimento della BCE per un totale di 150 punti base, attuata con quattro interventi nel corso dell'anno. Il calo dei tassi di interesse del mercato monetario nel 2001 non è stato interamente anticipato dai mercati all'inizio dell'anno. Il differenziale tra i tassi a un mese e a dodici mesi all'inizio del 2001 era inferiore ai 20 punti base, segnalando che gli operatori si attendevano solo una modesta riduzione dei tassi del mercato monetario nel corso dell'anno (cfr. figura 6). Più precisamente, ai primi di gennaio 2001, guardando ai tassi di interesse impliciti nei contratti *future* sull'EURIBOR gli operatori si attendevano una discesa dei tassi di interesse a tre mesi del mercato monetario di circa mezzo punto percentuale durante l'anno. Le attese di un ribasso dei tassi si sono poi rafforzate nel corso dell'anno, in seguito al progressivo emergere di indicazioni di una riduzione delle pressioni inflazionistiche.

Il livello dei tassi di interesse *overnight*, misurato dall'EONIA, ha in genere seguito l'andamento del tasso di minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema. La volatilità dell'EONIA è stata in generale contenuta e limitata alla fine dei

Figura 7

Pendenza della curva dei rendimenti del mercato monetario e volatilità implicita nei prezzi delle opzioni sui contratti *futures* sull'EURIBOR a tre mesi

(dati giornalieri)



Fonti: Reuters e Bloomberg.

periodi di mantenimento delle riserve, quando l'obbligo diviene vincolante per il sistema bancario. Le principali eccezioni si sono verificate dopo gli episodi di *underbidding* delle controparti dell'Eurosistema nelle operazioni di rifinanziamento principali. Tali episodi hanno avuto luogo in febbraio, aprile, ottobre e novembre. Inoltre, dopo gli attacchi terroristici di settembre l'EONIA è temporaneamente salito, in conseguenza di un aumento della preferenza per la detenzione di liquidità in eccesso. Due operazioni di *fine tuning* condotte dall'Eurosistema sono tuttavia riuscite a ripristinare condizioni di normalità nel mercato *overnight* (cfr. Capitolo II). L'EONIA ha inoltre mostrato una tendenza ad aumentare lievemente nell'ultimo giorno lavorativo di ciascun mese, riflettendo l'adeguamento dei bilanci operato in queste date dalle istituzioni creditizie. Come negli anni precedenti, ciò si è verificato in maniera più evidente alla fine dell'anno. Agli inizi del 2002 la conversione del contante ha generato qualche incertezza sulle condizioni di liquidità; tuttavia la volatilità dell'EONIA ha continuato a essere contenuta e le condizioni di normalità sono state ripristinate dopo le due operazioni di *fine tuning* condotte dall'Eurosistema.

Nella prima metà del 2001 i tassi di interesse del mercato monetario per tutte le scadenze sono calati in misura lievemente maggiore rispetto ai tassi di interesse di riferimento della BCE, che erano scesi di 25 punti base in maggio, riflettendo le crescenti aspettative di una ulteriore espansione della politica monetaria nella seconda metà del 2001. Nel periodo che è seguito alla decisione del 10 maggio del Consiglio direttivo, i tassi di interesse del mercato monetario per le scadenze fino a un mese si sono sostanzialmente stabilizzati, mentre quelli per le scadenze a più lungo termine hanno continuato a ridursi leggermente.

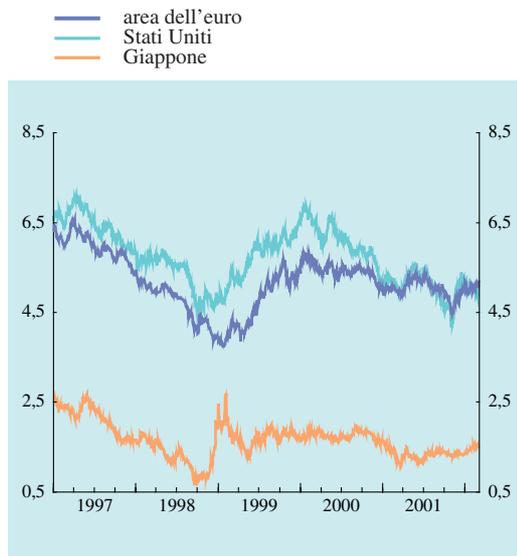
In agosto, la tendenza al ribasso è ripresa per tutte le scadenze, riflettendo le maggiori attese del mercato sulle riduzioni dei tassi di interesse di riferimento della BCE a mano a mano che si rafforzavano i segnali di un'attenuazione delle pressioni inflazionistiche nel medio termine. Il 30 agosto, il Consiglio direttivo ha ridotto di 25 punti base i tassi di interesse di riferimento della BCE.

Nei giorni successivi agli attacchi terroristici dell'11 settembre, i tassi del mercato monetario sono ulteriormente scesi, dal momento

Figura 8

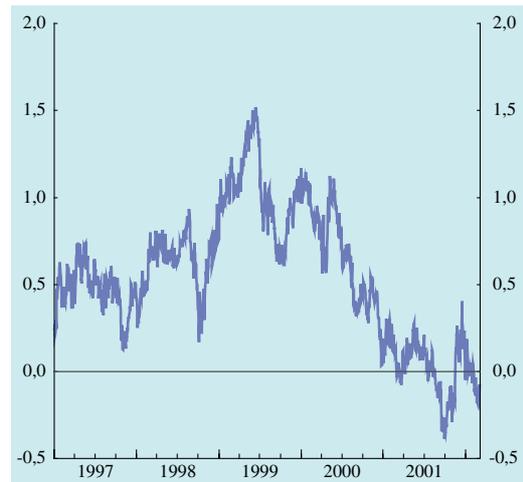
(a) Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine nell'area dell'euro, negli Stati Uniti e in Giappone

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



(b) Differenziale tra i tassi di interesse a dieci anni degli Stati Uniti e dell'area dell'euro

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



Fonte: Reuters.

Nota: i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine si riferiscono a titoli a dieci anni o alla scadenza più vicina disponibile. Dal 1° gennaio 2001 sono inclusi anche i dati relativi alla Grecia.

che gli operatori si aspettavano che tali avvenimenti avrebbero avuto ripercussioni sul clima di fiducia e sulle prospettive per la stabilità dei prezzi. Il 17 settembre il Consiglio direttivo ha ridotto di 50 punti base i tassi di interesse di riferimento della BCE, agendo di concerto con il Federal Open Market Committee del Federal Reserve System statunitense, che ha adottato una decisione equivalente. La volatilità dell'EURIBOR a tre mesi implicita nelle opzioni sui contratti *future* è sensibilmente aumentata dopo gli attacchi terroristici, segnalando un'accentuata incertezza del mercato circa le prospettive economiche (cfr. figura 7). Tuttavia, dopo la decisione dell'8 novembre del Consiglio direttivo di ridurre i tassi di riferimento della BCE di 50 punti base, la volatilità implicita si è sostanzialmente stabilizzata, per poi segnare un sensibile ridimensionamento.

In novembre si è arrestata la tendenza al ribasso dei tassi di interesse e i tassi del mercato monetario per le scadenze a più lungo termine hanno cominciato a risalire, riflet-

tendo le attese sui mercati finanziari di una ripresa graduale nell'area dell'euro. Si è, quindi, attenuata l'inclinazione negativa della curva dei rendimenti del mercato monetario, misurata dal differenziale tra il tasso di interesse a uno e a dodici mesi (cfr. figura 7). Alla fine del 2001 i tassi del mercato monetario a uno e a dodici mesi sono stati rispettivamente il 3,33 e il 3,34 per cento, entrambi inferiori di circa 1/2 punti percentuali a rispetto a quelli dell'anno precedente.

Agli inizi del 2002 i tassi di interesse del mercato monetario sono saliti, soprattutto sulle scadenze a più lungo termine. Di conseguenza, l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario è tornata positiva.

I rendimenti obbligazionari a lungo termine hanno registrato variazioni modeste

Nel 2001 i tassi di interesse a lungo termine hanno registrato una modesta variazione, pur mostrando una variabilità relativamente

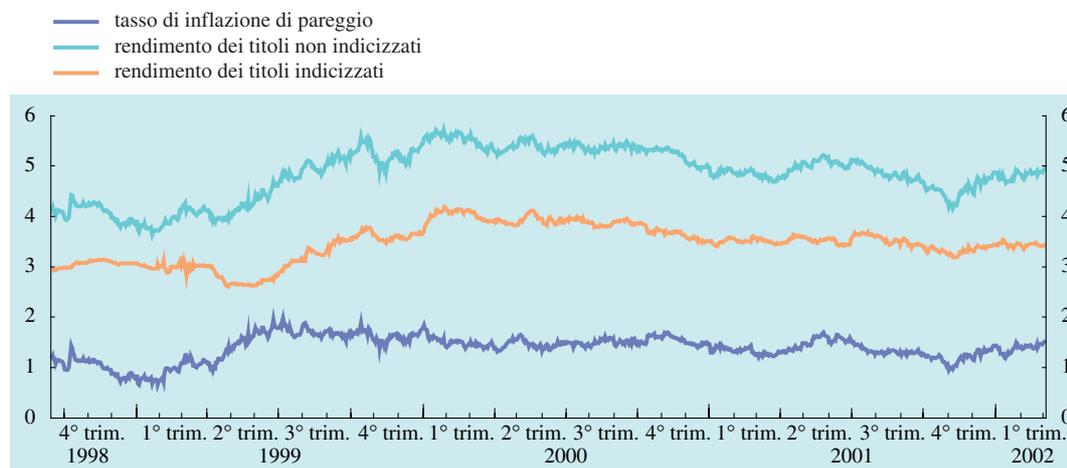
elevata sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti. Alla fine dell'anno in entrambe le aree i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni erano pari al 5,1 per cento (cfr. figura 8 (a)). Il differenziale tra tali rendimenti – che si era sensibilmente ridotto nel 2000 – ha oscillato intorno allo zero per tutto il 2001, sebbene sia divenuto negativo in seguito agli attacchi terroristici dell'11 settembre e abbia toccato temporaneamente il livello minimo di -0,5 punti percentuali (cfr. figura 8 (b)). Nel corso dell'anno, in controtendenza rispetto all'andamento dei tassi a lungo termine, i rendimenti sulle obbligazioni a breve e a medio termine si sono ridotti sensibilmente in entrambe le aree, riflettendo il generalizzato rallentamento dell'attività economica.

Per tutto il 2001 i tassi di interesse a lungo termine negli Stati Uniti hanno avuto un andamento altalenante, anche se nell'arco dei dodici mesi le differenze sono state complessivamente modeste, in un contesto in cui l'economia statunitense si stava avviando verso una recessione. Il progressivo rallentamento dell'attività economica, in presenza di pressioni inflazionistiche contenute, ha stimolato una forte espansione monetaria da parte del Federal Reserve System, che durante il 2001 ha in più riprese ridotto il proprio obiettivo sul tasso dei *federal funds*, per un totale di 4,75 punti percentuali. Ciò ha provocato un sensibile aumento della pendenza della curva dei rendimenti, riflettendo il prevalere nei mercati di aspettative di una rapida ripresa della crescita economica negli Stati Uniti. Nel corso dell'anno, tuttavia, il clima di fiducia degli investitori nei confronti della gravità della recessione e del previsto avvio della ripresa è fortemente mutato, generando le fluttuazioni dei tassi di interesse a lungo termine descritte in precedenza. Ad esempio, i rendimenti obbligazionari a lungo termine hanno subito un sensibile aumento tra la metà di marzo e la fine di maggio, sostenuti dal crescente ottimismo degli operatori del mercato circa una rapida ripresa dell'attività economica e da connessi timori inflazionistici. Successivamente si è manifestato un clima di pessimismo circa le prospettive di crescita, che si è rafforzato in seguito agli attacchi terroristici

di settembre. I netti cali dei tassi di interesse a lungo termine seguiti a tali avvenimenti sono stati in larga misura dovuti anche a ricomposizioni di portafoglio che hanno penalizzato il mercato azionario, privilegiando quello dei titoli di Stato a lungo termine, riflettendo la momentanea maggiore preferenza degli investitori per attività relativamente più sicure e liquide. Successivamente, il ritorno del mercato a condizioni di maggiore stabilità e la diffusione di notizie favorevoli sull'economia statunitense hanno avviato una inversione di tendenza, rafforzando la convinzione degli operatori che la ripresa sarebbe stata relativamente rapida.

In Giappone, durante il 2001 i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono rimasti più o meno indipendenti dall'andamento dei tassi di interesse esteri, riflettendo le peculiarità della situazione economica di questo paese. Nel complesso, tra la fine del 2000 e la fine del 2001 i rendimenti dei titoli di Stato giapponesi a dieci anni sono calati di circa 30 punti base, all'1,4 per cento. Tale andamento è riconducibile al rapido e continuo peggioramento dell'attività economica nel corso dell'anno e alle tendenze deflazionistiche in atto nel paese, il che ha apparentemente influito sulle attese di crescita e di inflazione a lungo termine del mercato. In tale contesto, nel marzo 2001 la Banca del Giappone ha introdotto misure quantitative di espansione della politica monetaria, tese a fornire abbondante liquidità e a mantenere i tassi di interesse a breve termine prossimi allo zero. Nella seconda metà del 2001 i rendimenti obbligazionari a lungo termine non sono scesi ulteriormente, a causa delle crescenti preoccupazioni del mercato per l'elevato livello di emissioni e la riduzione del *rating* dei titoli di debito del governo giapponese.

Nel 2001 l'andamento dei rendimenti obbligazionari nell'area dell'euro è stato abbastanza simile a quello degli Stati Uniti. Ciò sta a indicare che fattori globali – in particolare il rallentamento della crescita economica su scala mondiale e l'incertezza collegata agli attacchi terroristici dell'11 settembre – sono stati i principali fattori sottostanti alle variazioni dei

Figura 9**Tasso di interesse reale e tasso di inflazione di pareggio relativi all'indice francese dei prezzi al consumo***(punti percentuali; dati giornalieri)**Fonti: Ministero del Tesoro francese, ISMA e Reuters.**Nota: i rendimenti dei titoli indicizzati sono calcolati sulla base dei prezzi di mercato dei titoli francesi, indicizzati con riferimento all'indice francese dei prezzi al consumo (escluso il tabacco), con scadenza nel 2009. I rendimenti dei titoli non indicizzati sono calcolati sulla base dei prezzi di mercato dei titoli francesi a reddito fisso con scadenza nel 2009.*

tassi di interesse in entrambe le economie, come evidenziato anche dall'andamento dei mercati azionari (cfr. riquadro 2). Tuttavia, le fluttuazioni dei tassi di interesse a lungo termine sono state meno pronunciate e meno volatili nell'area dell'euro, segnalando come le aspettative di crescita e di inflazione di quest'ultima area siano divenute più stabili che negli Stati Uniti. In particolare, le attese di inflazione a lungo termine degli operatori, misurate dal tasso di inflazione di pareggio – ricavato dalla differenza tra i rendimenti nominali sui titoli di Stato francesi a dieci anni e il rendimento reale su quelli di analoga durata indicizzati all'andamento dei prezzi al consumo – non hanno registrato variazioni di rilievo nel 2001, rimanendo su livelli relativamente bassi (cfr. figura 9). Ciò può essere interpretato come un'indicazione della convinzione del mercato che la BCE sarebbe riuscita, nel medio termine, a mantenere la stabilità dei prezzi nell'area dell'euro.

I rendimenti reali sui titoli indicizzati francesi a dieci anni sono rimasti sostanzialmente invariati tra la fine del 2000 e la fine del 2001, indicando che le aspettative degli operatori sulla crescita a lungo termine si sono modificate

in misura solo marginale in questo periodo. Al riguardo, l'inclinazione positiva della curva dei rendimenti alla fine del 2001 suggeriva che gli operatori si attendevano una ripresa relativamente rapida dell'economia dell'area dell'euro. In effetti, riflettendo le riduzioni dei tassi di interesse del mercato monetario, l'inclinazione della curva dei rendimenti dell'area dell'euro, misurata dalla differenza tra i rendimenti obbligazionari a dieci anni e l'EURIBOR a tre mesi, è aumentata da un livello quasi nullo nel dicembre 2000 a circa 180 punti base alla fine del 2001.

Nel periodo compreso tra la fine del dicembre 2001 e il 5 marzo 2002, i rendimenti dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro sono saliti leggermente, attestandosi a circa 5,2 punti percentuali. Dato che i rendimenti sui titoli obbligazionari statunitensi a lungo termine sono rimasti sostanzialmente stabili durante lo stesso periodo, il differenziale di rendimento tra i titoli pubblici degli Stati Uniti e quelli dei paesi dell'area si è ridotto, portandosi a circa -10 punti base il 5 marzo 2002.

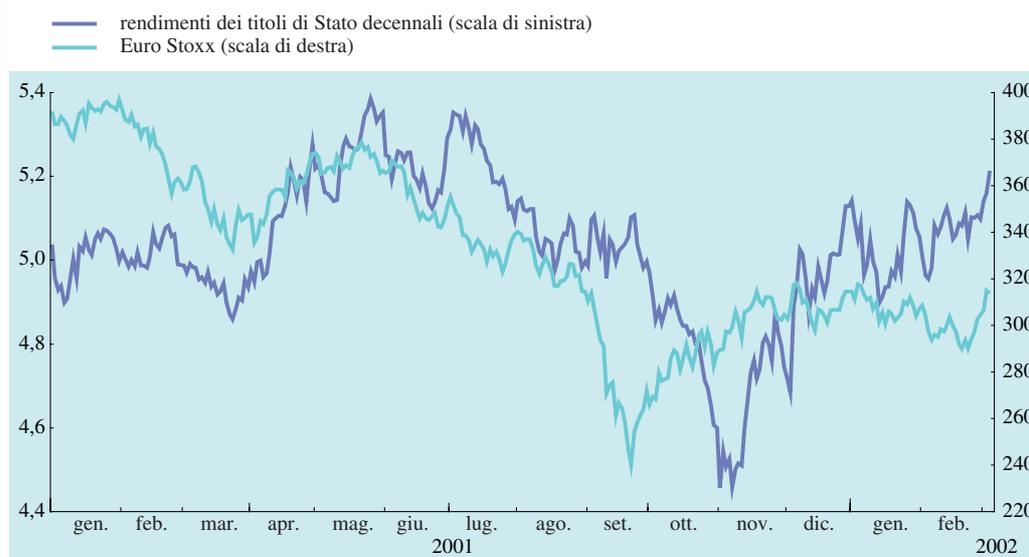
Riquadro 2

La correlazione tra i rendimenti obbligazionari e i corsi azionari dell'area dell'euro è stata positiva per la maggior parte del 2001

Le variazioni settimanali dei rendimenti obbligazionari e delle quotazioni azionarie dell'area dell'euro sono, in media, legate da una correlazione negativa. Ciò perché, quando i rendimenti obbligazionari scendono in un contesto di attese di inflazione stabile, i dividendi e gli utili futuri dovrebbero essere scontati in misura minore. Ciò vuol dire che i corsi azionari – che, in equilibrio, rappresentano il valore attualizzato dei flussi di cassa futuri – salgono se, a parità di altre condizioni, all'origine del calo dei rendimenti obbligazionari vi è una riduzione dei tassi di interesse reali. Per la maggior parte del 2001, tuttavia, i tassi di interesse a lungo termine e le quotazioni azionarie nell'area dell'euro si sono mossi nella stessa direzione. Ad esempio, da marzo fino agli attacchi terroristici di settembre negli Stati Uniti, i rendimenti obbligazionari a dieci anni nell'area dell'euro e l'indice Euro Stoxx si sono mossi sostanzialmente nella stessa direzione (cfr. la figura successiva). Al contrario, i corsi azionari e i rendimenti obbligazionari hanno reagito in maniera piuttosto diversa agli attacchi terroristici, poiché i primi hanno cominciato a recuperare la diminuzione iniziale con qualche settimana di anticipo sui secondi. Sebbene ciò abbia provocato un breve periodo di correlazione negativa tra le due variabili a livello settimanale (tra la metà di settembre e gli inizi di novembre), nel complesso del 2001 la loro correlazione è stata positiva.

Rendimenti dei titoli di Stato e corsi azionari nell'area dell'euro

(per i rendimenti dei titoli di Stato, valori percentuali su base annua; dati giornalieri)



Fonte: Reuters.

Nota: per i titoli di Stato, rendimento medio dei titoli decennali dell'area dell'euro. Per i corsi azionari, indice Dow Jones Euro Stoxx.

In generale, il grado di correlazione tra i rendimenti obbligazionari e le quotazioni azionarie dipende dalle variazioni relative delle loro determinanti di fondo nell'arco di un determinato periodo di tempo.

I tassi di interesse a lungo termine dipendono dalle aspettative sul livello dei tassi di interesse a breve termine prevalente nell'arco di vita residua dell'obbligazione, così come dal premio per il rischio sul titolo. Questo premio, a sua volta, compensa gli investitori del rischio di variazioni delle quotazioni obbligazionarie prima della scadenza del titolo, ed è quindi funzione diretta della sua vita residua. Poiché i tassi di interesse a breve termine riflettono l'orientamento corrente della politica monetaria, che a sua volta dipende dalla percezione delle pressioni inflazionistiche e dalle aspettative sullo stato dell'attività economica, i tassi di interesse a lungo termine riflettono essenzialmente le attese di crescita e di inflazione degli operatori nel lungo periodo.

Le quotazioni azionarie dovrebbero riflettere il valore attualizzato dei dividendi futuri; quindi, gli utili attesi sono tra i principali fattori che ne influenzano il livello. Il fattore di sconto può essere scomposto nel tasso di interesse a breve termine, corrente e atteso, e in un premio per il rischio azionario che compensa gli investitori

per i rischi derivanti dalla volatilità dei corsi, ma riflette anche la loro attitudine all'assunzione di questo rischio (preferenza per il rischio).

In questo contesto, la correlazione tra le variazioni dei rendimenti obbligazionari e dei corsi azionari può aiutare a individuare le possibili determinanti delle oscillazioni dei mercati azionari e obbligazionari. Ad esempio, se gli operatori si aspettano un futuro rialzo dei tassi di interesse a breve termine, a parità di altre condizioni, si dovrebbe osservare una caduta dei corsi azionari e un aumento dei rendimenti obbligazionari. Al contrario, quando migliorano le attese di crescita economica, spesso le quotazioni azionarie aumentano (poiché gli utili societari, e quindi i dividendi, tendono a salire nelle fasi di crescita economica) insieme ai rendimenti obbligazionari, determinando una correlazione positiva tra i corsi di borsa e i tassi a lungo termine. Una correlazione positiva si può verificare anche quando gli investitori diventano più avversi al rischio e più incerti sui rendimenti azionari futuri. Ciò accade perché questa incertezza induce ricomposizioni dei portafogli che penalizzano i titoli azionari a favore dei titoli di Stato a lungo termine, che possono essere considerati investimenti più sicuri ("fuga verso la sicurezza"). Gli effetti di prezzo che risultano da queste ricomposizioni di portafoglio – un calo delle quotazioni azionarie e dei rendimenti obbligazionari – possono essere interpretati come un aumento del premio al rischio azionario e una riduzione del premio al rischio obbligazionario.

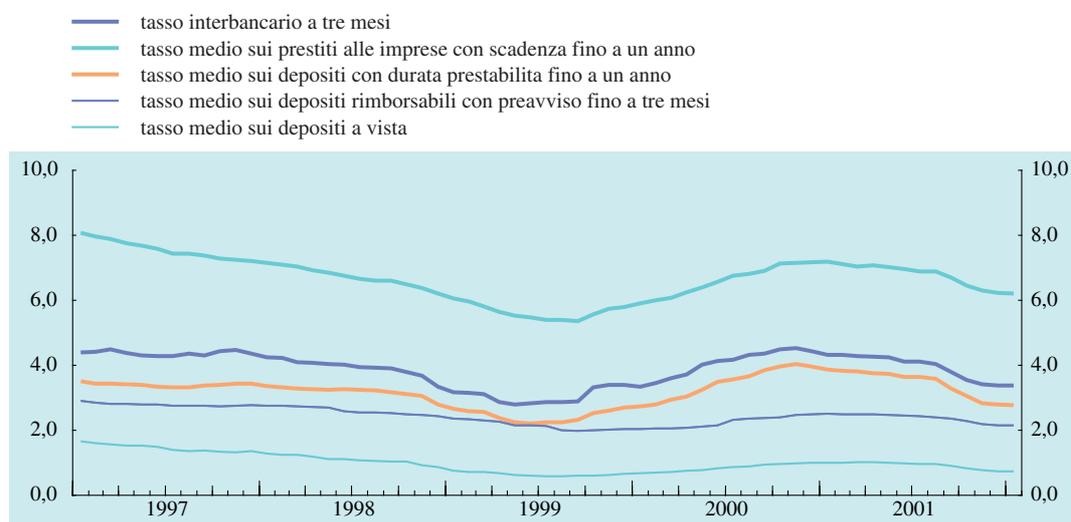
In questa ottica, la forte correlazione positiva dei rendimenti obbligazionari e delle quotazioni azionarie per la maggior parte del 2001 sembra principalmente riconducibile a mutamenti delle prospettive di crescita economica nell'area dell'euro. Ad esempio, nel corso del 2001, in linea con gli andamenti internazionali, le prospettive economiche sono divenute meno favorevoli nell'area dell'euro. Ciò ha comportato riduzioni non solo dei tassi di interesse a breve termine, ma anche di quelli a lungo termine, sebbene in misura minore. Allo stesso tempo le quotazioni azionarie sono diminuite, il che indica che il rallentamento economico ha avuto un impatto maggiore sulle attese relative agli utili societari che non su quelle sui tassi di interesse attesi utilizzati per scontare i dividendi futuri.

In settembre, la forte correlazione positiva tra variazioni dei rendimenti obbligazionari e corsi azionari è stata interrotta dagli attacchi terroristici contro gli Stati Uniti. Questi avvenimenti hanno fatto aumentare sensibilmente l'incertezza e l'avversione al rischio degli operatori, spingendoli a distogliere fondi dal mercato azionario in favore di titoli più sicuri. Il forte calo dei corsi azionari che ne è seguito sembra essere stato principalmente dovuto a un aumento del premio al rischio azionario. I tassi di interesse a lungo termine sono tuttavia variati in misura modesta subito dopo gli attacchi; ciò perché, diversamente dai precedenti periodi di turbolenza sui mercati finanziari, gli investitori dell'area dell'euro hanno preferito, come attività sicure, i titoli a breve termine o i depositi bancari alle obbligazioni a lungo termine. Allo stesso tempo, gli attacchi terroristici non hanno inizialmente indotto una variazione significativa delle prospettive di crescita a lungo termine per l'area dell'euro. Di conseguenza, la correlazione tra i rendimenti obbligazionari e le quotazioni azionarie subito dopo gli attacchi terroristici era piuttosto debole.

Tuttavia, quando le condizioni di mercato hanno cominciato a tornare alla normalità, riflettendo probabilmente la tempestiva reazione delle autorità di politica economica agli attacchi terroristici, i corsi azionari hanno gradualmente recuperato, poiché gli operatori hanno richiesto un minore premio per detenere azioni, in linea con la riduzione dell'incertezza e dell'avversione al rischio. Il rialzo dei corsi azionari è coinciso con la riduzione dei rendimenti obbligazionari a lungo termine. Ciò ha provocato una temporanea, forte correlazione negativa tra le variazioni dei prezzi delle azioni e i tassi sui titoli decennali.

Il successivo aumento dei tassi di interesse a lungo termine, avviatosi dai primi di novembre (favorito da un'attenuazione del pessimismo degli investitori sulle prospettive economiche nell'area dell'euro), è stato in generale accompagnato da corsi azionari in ulteriore aumento, ristabilendo la correlazione positiva tra i tassi di interesse a lungo termine e le quotazioni azionarie che era prevalsa per la maggior parte dell'anno. Ciò sembrerebbe indicare che, al di là del sostegno derivante da ulteriori riduzioni del premio al rischio azionario, la maggiore crescita economica, e quindi le aspettative di profitto, sono tornate a esercitare una forte influenza sull'andamento dei corsi azionari negli ultimi due mesi del 2001.

Nel complesso, in contrasto con l'usuale correlazione negativa, per la maggior parte del 2001 i corsi azionari e i rendimenti obbligazionari a lungo termine dell'area dell'euro hanno mostrato la tendenza a muoversi nella stessa direzione. Ciò sembra suggerire che l'andamento dei mercati obbligazionari e azionari durante l'anno sia stato principalmente guidato dal variare delle opinioni degli investitori circa le prospettive di crescita dell'area dell'euro; ciò evidenzia le particolari difficoltà incontrate dagli operatori nel 2001 nel valutare l'attività economica futura e le prospettive di crescita degli utili societari.

Figura 10**Tassi di interesse bancari al dettaglio a breve termine e tasso di mercato comparabile***(valori percentuali in ragione d'anno; medie mensili)*

Fonti: BCE e Reuters.

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

Nel 2001 i tassi al dettaglio sono scesi, seguendo sostanzialmente quelli di mercato

I tassi di interesse bancari al dettaglio sono scesi durante tutto il 2001, seguendo l'andamento registrato dai rendimenti del mercato monetario a partire dalla fine del 2000. Si sono tuttavia riscontrate differenze significative tra gli andamenti dei tassi sulle varie tipologie di depositi. Tra la fine del 2000 e quella del 2001, la media mensile del tasso a tre mesi del mercato monetario è scesa di circa 160 punti base. Nello stesso periodo, tuttavia, i tassi dei depositi a vista e dei depositi a risparmio a breve termine (depositi rimborsabili con un preavviso fino a tre mesi) sono diminuiti in misura modesta, di circa 30 punti base. Alla fine del 2001 il differenziale rispetto al tasso a tre mesi del mercato monetario era pertanto diminuito di circa 130 punti base. Per contro, il tasso sui depositi con durata prestabilita fino a un anno è sceso di circa 115 punti base (cfr. figura 10). Questo andamento non è particolarmente insolito rispetto all'esperienza passata, che mostra come la trasmissione dai tassi di mercato sia stata tendenzialmente più lenta e meno completa per i depositi a vista e i depositi a risparmio a breve termine che per i depositi a tempo a

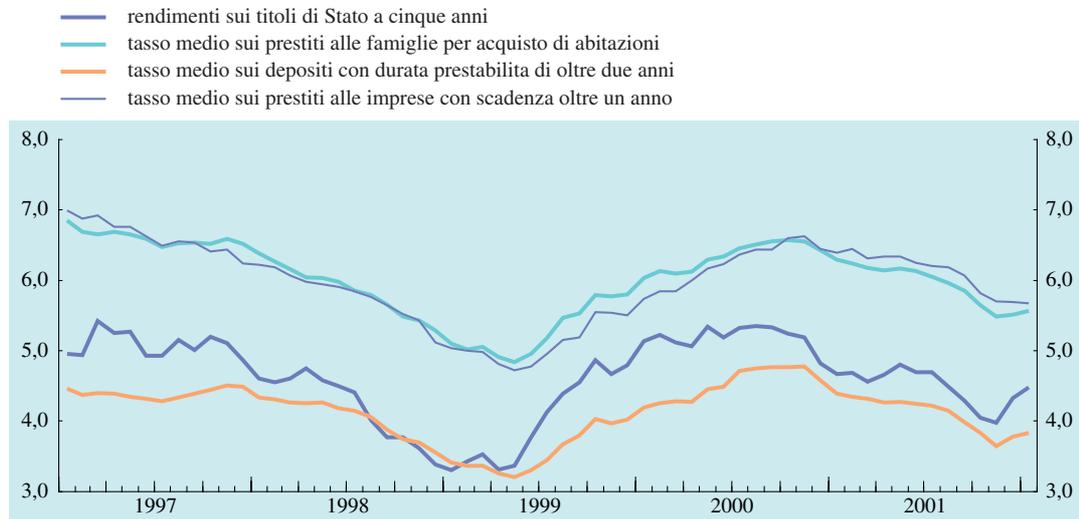
breve termine, in parte per effetto di accordi istituzionali conclusi a livello di singolo paese. I tassi al dettaglio applicati sui finanziamenti fino a un anno alle imprese sono scesi di circa 95 punti base, mantenendosi comunque di oltre 40 punti base al di sopra del livello di dicembre 1999, nonostante alla fine del 2001 i tassi di mercato monetario fossero ritornati ai livelli prevalenti alla fine del 1999. L'ampliamento dei differenziali può essere in parte spiegato dalla consueta lentezza della trasmissione dai tassi di mercato ai tassi al dettaglio, ma può anche essere in parte attribuito a un maggiore rischio di credito associato al generale rallentamento dell'economia registrato nel 2001, come è evidenziato, ad esempio, anche dall'ampliamento dei differenziali sulle obbligazioni societarie. Nel gennaio del 2002 è proseguita la discesa di quasi tutti i tassi di interesse bancari a breve termine.

In generale, i tassi di interesse bancari al dettaglio a lungo termine sono diminuiti costantemente fino a novembre 2001 (cfr. figura 11). I tassi di mercato a medio termine, misurati dalla media mensile del tasso sui titoli di stato a cinque anni (il tasso a cui sono più strettamente collegati i tassi bancari al dettaglio a più lungo termine), si sono mantenuti piuttosto

Figura 11

Tassi di interesse bancari al dettaglio a lungo termine e tasso di mercato comparabile

(valori percentuali in ragione d'anno; medie mensili)



Fonti: BCE e Reuters.

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

stabili nella prima metà del 2001, per poi scendere durante il secondo semestre fino al mese di dicembre, quando hanno iniziato a risalire. Il calo continuo dei tassi bancari al dettaglio a più lungo termine è in parte riconducibile alle riduzioni dei tassi di mercato che si erano già verificate nel 2000, soprattutto nell'ultimo trimestre. Tra la fine del 2000 e novembre 2001, la media mensile del tasso obbligazionario a cinque anni è scesa di circa 85 punti base. Nello stesso periodo il tasso sui depositi a tempo a lungo termine (depositi con durata prestabilita superiore ai due anni) e quello sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono scesi di circa 95 punti base e quello medio sui prestiti alle imprese con durata superiore a un anno è diminuito di circa 75 punti base. Da dicembre, la media mensile del tasso di interesse sui titoli di stato a cinque anni ha registrato una forte crescita, che si è immediatamente riflessa sul tasso sui depositi a più lungo termine e, in misura minore, su quello sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni. Il tasso medio sui prestiti alle imprese ha continuato a scendere anche durante il mese di gennaio 2002. Più che una inusuale lentezza nell'adeguamento dei tassi di interesse bancari, questo andamento sembra riflettere una diminuzione del rischio

di credito soprattutto sui prestiti non garantiti, che erano cresciuti nel corso del 2001.

Nel 2001 i corsi azionari sono scesi in tutte le principali borse internazionali

Nel 2001, proseguendo la tendenza al ribasso iniziata nel settembre 2000, sono diminuiti i corsi dei principali indici azionari, annullando i sensibili aumenti registrati prima dell'aprile 2000; negli Stati Uniti e nell'area dell'euro le quotazioni sono tornate a livelli prossimi a quelli prevalenti alla fine del 1998 (cfr. figura 12 (a)). Un fattore importante alla base del calo dei corsi azionari, che nel 2000 si era concentrato nei settori tecnologici, è parso essere il rallentamento economico mondiale che si è concretizzato nel corso del 2001. Ciò è stato accompagnato da revisioni al ribasso delle aspettative sulla redditività futura delle società, da annunci di profitti inferiori alle attese e da una correzione del forte apprezzamento dei corsi azionari registrato prima del secondo trimestre del 2000. Inoltre, nel 2001 l'evoluzione dei mercati azionari è stata caratterizzata da periodi di forte incertezza, come evidenziato dalla volatilità implicita nei prezzi delle opzioni (cfr. figura 12 (b)).

Nel 2001, le quotazioni azionarie hanno registrato andamenti analoghi negli Stati Uniti, in Giappone e nell'area dell'euro. Nel primo trimestre gli indici azionari sono scesi e la volatilità implicita è aumentata, risentendo delle maggiori incertezze sulle prospettive dell'economia mondiale. Tuttavia, tra la fine di marzo e la fine di maggio le quotazioni azionarie hanno recuperato riportandosi su livelli simili a quelli prevalenti all'inizio dell'anno, principalmente grazie a una crescente fiducia in una rapida ripresa dell'economia mondiale. Tale fiducia, tuttavia, è presto venuta meno, e tra l'inizio di giugno e la fine di settembre le quotazioni azionarie hanno ricominciato a calare più o meno costantemente, in presenza di un continuo peggioramento della redditività delle imprese e di una revisione al ribasso delle attese per l'attività economica e gli utili societari.

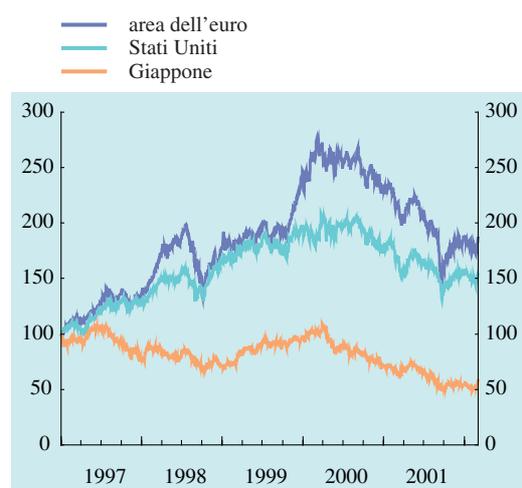
Questa tendenza al ribasso delle quotazioni azionarie si è temporaneamente rafforzata in

settembre, dopo gli attacchi terroristici contro gli Stati Uniti che, oltre a produrre un significativo e immediato effetto negativo sui corsi azionari, hanno anche prodotto un sensibile aumento della volatilità implicita. Ciò ha riflesso una elevata incertezza per le prospettive di redditività, soprattutto per le società di assicurazione e le imprese che operano nel settore dei viaggi. Tuttavia, in ottobre e novembre la volatilità implicita ha raggiunto livelli più in linea con l'esperienza storica e i corsi azionari sono gradualmente ritornati su quotazioni simili a quelle registrate prima degli attacchi terroristici. Ciò potrebbe indicare che i mercati non ritenevano duraturi gli effetti di tali avvenimenti sugli utili societari, anche per le imprese più direttamente colpite. Inoltre, le misure intraprese dalle autorità monetarie negli Stati Uniti e in Europa e la politica fiscale attuata dal governo statunitense hanno contribuito a ripristinare un clima di fiducia nel mercato. Complessivamente, tra

Figura 12

(a) Indice dei corsi azionari nell'area dell'euro, negli Stati Uniti e in Giappone

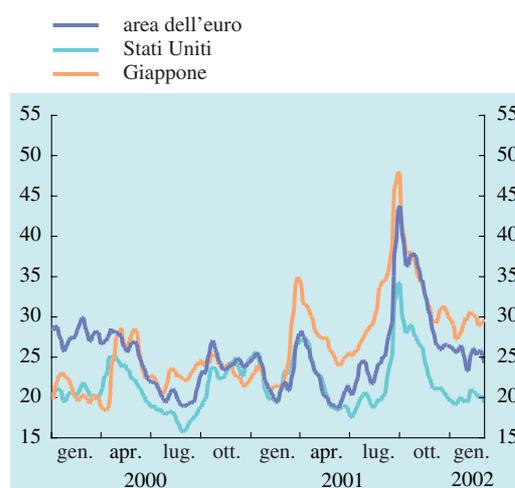
(indice: 1° gennaio 1997 = 100; dati giornalieri)



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

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

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



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

la fine del 2000 e del 2001 i corsi azionari negli Stati Uniti, misurati dall'indice Standard & Poor's 500, sono scesi del 14 per cento, mentre in Giappone il Nikkei 225 ha perso il 24 per cento; nello stesso periodo, nell'area dell'euro l'indice ampio Dow Jones Euro Stoxx è sceso del 20 per cento.

Negli Stati Uniti, malgrado la politica monetaria espansiva attuata per tutto il 2001, l'ulteriore rallentamento dell'attività economica ha inciso negativamente sulle quotazioni azionarie nel corso dell'anno. Agli inizi del 2001 vi erano ampie attese di una ripresa economica nella seconda parte dell'anno; gradualmente, tuttavia, si sono accumulati segnali che preannunciavano una crisi più profonda e di più lunga durata. Ciò ha coinciso con un netto peggioramento degli utili societari, un aumento del numero dei fallimenti e un peggioramento delle attese sulla redditività futura delle imprese. Nella maggior parte dei settori, i corsi azionari sono scesi in misura significativa, mettendo in evidenza l'ampiezza del rallentamento dell'attività economica occorso nell'anno. Nel 2001, analogamente a quanto accaduto nell'anno precedente, il settore tecnologico ha contribuito in maniera decisiva alla riduzione dell'indice generale, in seguito all'ulteriore correzione al ribasso degli utili attesi in questo settore.

In Giappone, la discesa dei corsi azionari ha riflesso la persistente debolezza dell'economia, aggravata dal rallentamento economico mondiale. Ciò ha comportato un netto peggioramento della redditività attesa sia per le società esportatrici sia per quelle operanti nel mercato domestico. Anche l'elevato livello delle sofferenze bancarie ha contribuito alla discesa delle quotazioni. La volatilità implicita, derivata dai prezzi delle opzioni sull'indice Nikkei 225, è stata più elevata rispetto agli anni precedenti, riflettendo la continua incertezza sullo sviluppo economico futuro del Giappone.

Nel 2001 i corsi azionari nell'area dell'euro sono stati negativamente influenzati dal peggioramento delle aspettative circa la durata e l'entità del rallentamento dell'attività economica.

Questo ha coinciso con il fatto che le società hanno realizzato minori utili di quanto precedentemente previsto e che, contestualmente, si andava deteriorando anche la redditività futura. Risentendo del generalizzato rallentamento economico, tra la fine del 2000 e la fine del 2001 i corsi azionari nell'area dell'euro si sono ridotti in tutti i settori. Rispetto agli anni precedenti, le differenze tra un settore e l'altro sono state solo marginali ad eccezione del settore delle telecomunicazioni e di quello tecnologico, dove le perdite sono state particolarmente marcate. Nell'arco dell'anno l'indice dei corsi azionari del settore delle telecomunicazioni è sceso del 28 per cento, dopo un calo del 43 per cento nel 2000. Gli investitori sembravano essere sempre più preoccupati per la redditività delle imprese in questo settore, dato l'elevato indebitamento seguito all'acquisizione delle licenze UMTS nel 2000 e agli investimenti nelle necessarie tecnologie. Seguendo l'andamento degli Stati Uniti, nello stesso periodo le quotazioni dei titoli tecnologici sono scese del 37 per cento, in seguito alle revisioni al ribasso delle attese sui profitti futuri delle imprese di questo settore.

Nel periodo compreso tra la fine del 2001 e il 5 marzo 2002, i corsi azionari nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, misurati dagli indici Dow Jones Euro Stoxx e Standard & Poor's 500 rispettivamente, sono rimasti sostanzialmente invariati. I mercati azionari statunitensi sembrano aver risentito delle crescenti preoccupazioni sia sulla sostenibilità dell'alto livello di indebitamento delle imprese sia sull'affidabilità dei dati diffusi sui profitti realizzati, in particolare per le imprese operanti nel settore tecnologico e in quello delle telecomunicazioni. Allo stesso tempo, gli operatori sono diventati maggiormente fiduciosi circa l'imminenza della ripresa economica. Gli stessi segnali contrastanti sembrano avere influenzato i corsi azionari nell'area dell'euro.

3 I prezzi

Il movimento al rialzo dell'inflazione al consumo registra in maggio un'inversione di tendenza

Nel 2001 i tassi di variazione dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) sono stati fortemente influenzati dagli andamenti delle componenti più volatili – i prodotti energetici e i beni alimentari non trasformati. Sebbene il ritmo di crescita del costo del lavoro per unità di prodotto sia aumentato in corso d'anno a causa della diminuzione ciclica della crescita della produttività del lavoro, le pressioni di origine interna sui prezzi sono

rimaste contenute. Il rialzo dell'inflazione, cominciato nella primavera del 1999, è proseguito agli inizi del 2001. Tra dicembre 2000 e maggio 2001 il tasso di variazione sui dodici mesi dello IAPC è salito dal 2,6 al 3,4 per cento e, dopo aver raggiunto questo massimo, ha cominciato a scendere; nel quarto trimestre del 2001 si è collocato al 2,2 per cento, 0,5 punti percentuali in meno rispetto al livello osservato nello stesso periodo dell'anno precedente. In media, nel 2001 lo IAPC è cresciuto del 2,5 per cento, un incremento di 0,2 punti percentuali superiore a quello registrato nel 2000 (cfr. tavola 4).

Tavola 4

Prezzi e costi nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	1999	2000	2001	2001 1°trim.	2001 2°trim.	2001 3°trim.	2001 4°trim.	2001 set.	2001 ott.	2001 nov.	2001 dic.	2002 gen.	2002 feb.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)													
Indice complessivo	1,1	2,3	2,5	2,3	3,1	2,5	2,2	2,3	2,4	2,1	2,0	2,7	2,4
<i>di cui:</i>													
Beni	0,9	2,7	2,5	2,4	3,5	2,4	1,8	2,1	2,1	1,6	1,7	2,5	2,1
Alimentari	0,6	1,4	4,6	3,3	5,0	5,2	4,8	5,1	5,2	4,6	4,7	5,6	4,9
Alimentari trasformati	0,9	1,1	2,9	1,9	2,8	3,4	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,8	3,3
Alimentari non trasformati	0,0	1,7	7,2	5,3	8,5	8,0	6,9	7,7	7,7	6,4	6,5	8,4	7,2
Beni industriali	1,0	3,4	1,5	2,0	2,7	1,0	0,3	0,6	0,5	0,1	0,2	0,9	0,8
Beni industriali non energetici	0,7	0,7	1,1	0,5	1,4	1,0	1,6	1,2	1,5	1,6	1,7	1,7	1,9
Beni energetici	2,4	13,3	2,8	7,2	7,3	1,2	-4,1	-1,3	-2,7	-5,0	-4,5	-1,7	-2,8
Servizi	1,5	1,7	2,5	2,2	2,5	2,5	2,8	2,6	2,8	2,7	2,8	3,0	3,0
Altri indicatori di prezzi e costi													
Prezzi alla prod. dei beni industriali ¹⁾	-0,4	5,5	2,2	4,6	3,7	1,5	-1,0	0,7	-0,7	-1,3	-1,1	-0,9	.
Costo del lavoro per unità di prodotto ²⁾	1,3	1,1	.	2,1	2,5	2,3	.	-	-	-	-	-	-
Produttività del lavoro ²⁾	0,9	1,4	.	0,2	0,0	0,1	.	-	-	-	-	-	-
Redditi per addetto ²⁾	2,3	2,5	.	2,3	2,5	2,4	.	-	-	-	-	-	-
Costo tot. del lavoro per ora lavorata ³⁾	2,2	3,4	.	3,2	2,9	3,4	.	-	-	-	-	-	-
Prezzo del petrolio (euro per barile) ⁴⁾	17,1	31,0	27,8	28,4	31,7	29,0	22,4	28,8	23,8	21,7	21,5	22,6	23,5
Prezzi delle materie prime ⁵⁾	-5,9	16,7	-7,6	-0,8	-3,0	-10,4	-15,6	-18,1	-19,3	-15,1	-12,3	-6,2	.

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

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

1) Sono escluse le costruzioni.

2) Intera economia.

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

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

5) Sono esclusi i beni energetici. Prezzi in euro (in ECU fino a dicembre 1998).

L'inflazione complessiva è stata fortemente influenzata dagli andamenti delle componenti più variabili

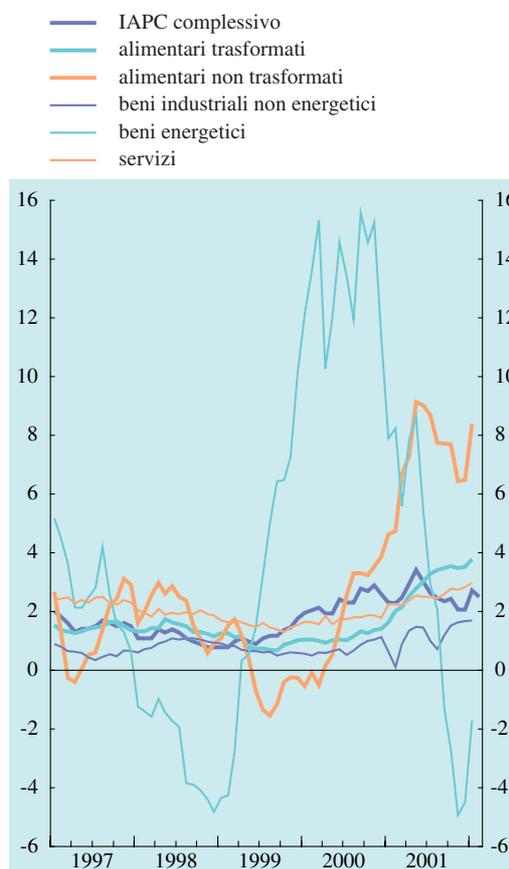
Da gennaio a maggio 2001, quando il tasso di inflazione sui dodici mesi ha toccato un massimo, i rincari degli alimentari non trasformati sono stati il principale fattore alla base del rialzo della dinamica dei prezzi. Questi aumenti sono stati prevalentemente causati dalle preoccupazioni di ordine sanitario suscitate dai casi di BSE in diversi paesi dell'area dell'euro. Inoltre, l'epidemia di afta epizootica che ha colpito alcuni paesi e le misure adottate per prevenire l'ulteriore diffusione della malattia hanno accentuato le pressioni al rialzo sui prezzi degli alimentari non trasformati, saliti sui dodici mesi dal 4,6 al 9,1 per cento fra gennaio e maggio (cfr. figura 13). Le spinte sui prezzi associate alle suddette preoccupazioni si sono attenuate nell'estate del 2001; da allora il tasso di variazione dei prezzi di questi prodotti ha iniziato a scendere, collocandosi al 6,5 per cento in dicembre. Nonostante questo calo nella seconda metà del 2001, a fine anno i prezzi dei beni alimentari non trasformati si situavano ancora su livelli superiori a quelli osservati prima dell'emergenza BSE.

L'inversione di tendenza del tasso di inflazione osservata dopo il massimo di maggio, nonché la sua successiva diminuzione, sono principalmente riconducibili al calo dei prezzi dell'energia. L'andamento decrescente del tasso di variazione sui dodici mesi di questi prezzi è iniziato alla fine del 2000 e si è protratto nel 2001, con una interruzione nel secondo trimestre dovuta al temporaneo rialzo delle quotazioni del greggio espresse in euro. Negli ultimi quattro mesi dello scorso anno si sono registrati tassi di crescita negativi: in dicembre il tasso di variazione sui dodici mesi è stato pari a -4,5 per cento, rispetto all'incremento del 7,9 per cento di gennaio 2001 e al livello massimo del 15,6 per cento di settembre 2000. Questa evoluzione ha riflesso, da un lato, gli effetti base associati all'aumento dei prezzi dell'energia nel corso del 2000 e, dall'altro, il forte calo dei corsi petroliferi in euro durante il 2001. In media, nel quarto trimestre dello scorso anno le

Figura 13

Dinamica delle componenti dello IAPC nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

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

quotazioni del petrolio si sono collocate sui 22,4 euro per barile, registrando una riduzione di 12,1 euro (pari al 35,1 per cento) rispetto allo stesso periodo del 2000. Diversamente dall'anno precedente, nel 2001 le quotazioni petrolifere espresse in euro hanno rispecchiato quasi esclusivamente l'evoluzione di quelle in dollari, mentre l'andamento del tasso di cambio dell'euro nei confronti del dollaro non ha avuto un impatto di rilievo.

L'inflazione al netto delle componenti più variabili è aumentata nel 2001

Nel 2001 l'inflazione misurata sulla base dell'indice al netto dei beni alimentari non

Tavola 5**Inflazione al consumo: risultati per il 2001 e aspettative per il 2001 e il 2002***(variazioni percentuali annuali)*

	2001				2001
	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	
Totale IAPC	2,3	3,1	2,5	2,2	2,5
<i>Aspettative per il 2001</i>	<i>– data sondaggi –</i>				
<i>Survey of Professional Forecasters</i>	2,0	2,3	2,7	2,6	-
Previsioni Consensus Economics ¹⁾	2,0	2,3	2,7	2,6	-
<i>Aspettative per il 2002</i>	<i>– data sondaggi –</i>				
<i>Survey of Professional Forecasters</i>	1,7	1,8	1,9	1,7	-
Previsioni Consensus Economics ¹⁾	1,7	1,8	1,9	1,7	-

Fonti: Eurostat, Consensus Economics Forecasts e Survey of Professional Forecasters della BCE.

1) Le aspettative trimestrali sono calcolate come media delle aspettative mensili relative al trimestre di riferimento.

trasformati e dei prodotti energetici ha continuato a risentire degli effetti indiretti generati dai rincari del petrolio e dal deprezzamento del cambio dell'euro nel 1999 e nel corso di quasi tutto il 2000. Inoltre, i prezzi degli alimentari trasformati hanno accentuato le pressioni su tale indice, a causa degli effetti ritardati dei precedenti rincari di quelli non trasformati. Le pressioni interne sui prezzi sono, tuttavia, rimaste contenute su tutto l'arco dell'anno. In connessione con i menzionati effetti indiretti e ritardati, il tasso di variazione dello IAPC al netto degli alimentari non trasformati e dei prodotti energetici ha registrato un ulteriore incremento nel corso del 2001, riconducibile all'accelerazione dei prezzi delle sue tre componenti: beni alimentari trasformati, beni non alimentari e non energetici e servizi. In dicembre esso si è collocato al 2,5 per cento, superando di 1,0 punti percentuali il livello osservato nello stesso mese dell'anno precedente e di 1,6 punti il minimo ciclico di ottobre 1999.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni non alimentari e non energetici si è situato all'1,7 per cento nel dicembre 2001, 0,6 punti percentuali in più rispetto allo stesso mese del 2000. Tuttavia, il rialzo dell'inflazione si è gradualmente attenuato nella seconda metà dell'anno, allorché i menzionati effetti indiretti hanno cominciato ad affievolirsi. Il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi dei servizi è salito dall'1,8 per cento di dicembre 2000 al 2,2 per cento di gennaio

2001, in connessione con le modifiche dei prezzi amministrati e dell'imposizione indiretta in alcuni paesi dell'area dell'euro. Esso è stato inoltre influenzato da passati aumenti dei prezzi all'importazione, che lo hanno spinto ulteriormente al rialzo durante l'anno, fino al 2,8 per cento in dicembre. L'incremento dei tassi di crescita sui dodici mesi dello IAPC al netto delle componenti più volatili, osservato nel 2001, riflette anche il rincaro degli alimentari trasformati dovuto agli effetti ritardati dei precedenti aumenti di quelli non trasformati. La variazione sui dodici mesi dei prezzi degli alimentari trasformati è salita al 3,5 per cento nel dicembre 2001, 2,1 punti percentuali in più rispetto allo stesso mese del 2000. Anche per questi prezzi si è osservata una decelerazione negli ultimi due trimestri del 2001, che indica un'attenuazione dei menzionati effetti indiretti.

Per quanto concerne le eventuali pressioni al rialzo sui prezzi al consumo innescate dal cambio della moneta, nel corso del 2001 vi è evidenza di un impatto limitato sullo IAPC. Va comunque tenuto presente che è molto difficile distinguere gli effetti del passaggio alla nuova valuta dalle spinte inflazionistiche originate da altri fattori. Nel riquadro 3, su *L'impatto della sostituzione del contante sui prezzi al consumo dell'area dell'euro*, si presenta un'analisi più approfondita di questo problema.

Le aspettative di inflazione sono rimaste contenute nonostante l'accelerazione dei prezzi

Diverse indagini (per esempio la *Survey of Professional Forecasters* della BCE e l'indagine di *Consensus Economics Forecasts*) non segnalano una impennata delle attese di inflazione in connessione con il rialzo della dinamica effettiva dei prezzi nella prima metà del 2001. Nella tavola 5 si riporta il valore effettivo dell'inflazione al consumo nei quattro trimestri del 2001 (e la relativa media annua) e l'evoluzione delle aspettative sull'inflazione media per il 2001 e il 2002 registrate in ciascun trimestre dello scorso anno.

Mentre nel 2001 le attese di inflazione per l'anno in corso sono state gradualmente riviste al rialzo in linea con l'andamento dell'inflazione effettiva, quelle relative al 2002 sono risultate molto più stabili, attestandosi al di

sotto del 2 per cento durante tutto l'anno. La stabilità delle aspettative indica che gli operatori hanno percepito come transitoria l'accelerazione dei prezzi osservata nel 2001. Tale percezione è stata verosimilmente rafforzata dalla determinazione della BCE ad assicurare che l'aumento dell'inflazione sarebbe stato temporaneo, e ciò, a sua volta, ha contribuito a creare le condizioni per un contenimento dei rischi di effetti di secondo ordine sui salari.

Nel 2001 la divergenza fra i tassi di inflazione è rimasta sostanzialmente invariata

Il grado di dispersione dell'inflazione al consumo tra i paesi dell'area dell'euro è rimasto sostanzialmente invariato nel 2001. Lo scarto tra il tasso massimo osservato e quello minimo è stato di 3,3 punti percentuali, sostanzialmente stabile rispetto al 2000, mentre la

Riquadro 3

L'impatto della sostituzione del contante sui prezzi al consumo dell'area dell'euro

L'immissione in circolazione delle banconote e delle monete in euro dal 1° gennaio 2002 ha determinato la conversione di tutti i prezzi dell'area nella nuova valuta. Come emerge dalle indagini condotte dalla Commissione europea, sono state espresse preoccupazioni riguardo a possibili spinte inflazionistiche su vasta scala derivanti dalla sostituzione della moneta. Nel seguito si esaminano le principali argomentazioni e i fatti più importanti attinenti a eventuali effetti al rialzo o al ribasso sui prezzi al consumo innescati dal passaggio all'euro.

Le argomentazioni economiche suggeriscono che le pressioni sui prezzi potrebbero essere sia al rialzo sia al ribasso

La sostituzione della moneta potrebbe esercitare pressioni sui prezzi attraverso tre canali principali: la traslazione dei costi sui prezzi, i costi di aggiustamento dei listini (*menu costs*) e gli arrotondamenti verso livelli "attraenti". Per quanto concerne il primo fattore, le imprese hanno dovuto sostenere costi *una tantum* (ad esempio per investimenti in informatica e nella formazione del personale), che potrebbero decidere di trasferire sui consumatori per preservare i propri margini di profitto. Le informazioni disponibili, seppur incomplete, indicano che tali costi potrebbero essere stati relativamente modesti; nella maggior parte dei casi, si è trattato di oneri *una tantum*, sostenuti in un arco di tempo relativamente lungo. Inoltre, a causa dei costi di aggiustamento dei listini (*menu costs*), che spesso inducono a non ritoccare i prezzi troppo di frequente, i commercianti al dettaglio potrebbero avere deciso di far coincidere gli adeguamenti periodici con il passaggio all'euro. Ciò si tradurrebbe in una inconsueta concentrazione di variazioni di singoli prezzi intorno alla data della sostituzione della moneta, che potrebbe influire sull'andamento stagionale normalmente osservato. Su un orizzonte temporale di più lungo termine, tuttavia, l'inflazione media non ne sarebbe influenzata. Un ulteriore rischio inflazionistico discende dalla possibilità che le imprese effettuino gli arrotondamenti al rialzo, verso nuovi prezzi attraenti denominati in euro, per incrementare i margini di profitto. La fissazione di prezzi attraenti (o psicologici), che terminano ad esempio con la cifra 9, è una pratica molto comune nel commercio al dettaglio; le imprese potrebbero pertanto aver rivisto le proprie strutture di prezzo dopo la conversione all'euro, in maniera

tale da mantenere invariato l'insieme di prezzi che erano attraenti prima del passaggio all'euro. Tuttavia tali arrotondamenti dovrebbero presumibilmente avvenire sia verso l'alto sia verso il basso, per cui l'impatto netto complessivo è incerto a priori.

Diversi fattori dovrebbero, tuttavia, scoraggiare aumenti generalizzati dei prezzi. Ad esempio, nella maggior parte dei mercati dell'area dell'euro la concorrenza sembra essere sufficientemente intensa per contenere sin dall'inizio le spinte inflazionistiche. Le imprese potrebbero addirittura operare una riduzione dei prezzi, per attrarre nuovi clienti e conquistare quote di mercato. Anche le attuali condizioni della domanda limitano le possibilità di incrementi generalizzati dei prezzi. Dal canto loro, i consumatori e le organizzazioni che li rappresentano sono stati invitati a essere vigili e a effettuare un attento monitoraggio, aiutati dalla doppia indicazione dei prezzi, per rendere più arduo qualsiasi aumento da parte dei dettaglianti. Inoltre, tutte le Amministrazioni centrali hanno assicurato che la conversione dei prezzi, degli oneri e delle tariffe connessi a servizi da loro gestiti sarebbe stata neutrale o caratterizzata da arrotondamenti a favore dei consumatori; alle Amministrazioni locali è stato richiesto di seguire lo stesso principio. Anche l'evidenza storica relativa a casi di conversione valutaria, quali la decimalizzazione attuata nel Regno Unito e in Irlanda nel 1971, indica che l'effetto netto sui prezzi in questi episodi è stato molto contenuto.

Tali argomentazioni suggeriscono che gli effetti complessivi della sostituzione della moneta sui prezzi al consumo dovrebbero rimanere limitati nell'insieme dell'area. Inoltre, essi dovrebbero espletarsi su un orizzonte di tempo piuttosto lungo; alcuni dettaglianti e fornitori si sono impegnati a non aumentare i prezzi durante il periodo di transizione. L'attento monitoraggio effettuato dai consumatori in questa fase potrebbe avere indotto ad anticipare gli adeguamenti di prezzo, oppure a differirli nel tempo. Se, da un lato, qualsiasi effetto sull'inflazione dovrebbe essere di carattere temporaneo, dall'altro, in una prospettiva di più lungo termine, la maggiore trasparenza dei prezzi e l'intensificarsi della concorrenza dovrebbero contenere le pressioni sui prezzi.

Le evidenze empiriche suggeriscono un effetto limitato

Nel 2001 gli istituti nazionali di statistica, l'Eurosistema e le organizzazioni dei consumatori hanno avviato un monitoraggio dei prezzi psicologicamente attraenti in diversi paesi dell'area dell'euro.¹ Tenendo sotto stretta osservazione l'evoluzione dei prezzi di alcuni beni di consumo generalmente offerti a prezzi attraenti, tali istituzioni e organismi hanno cercato di stimare l'impatto effettivo della conversione dei prezzi in euro. Va sottolineato che l'identificazione degli effetti legati all'introduzione della nuova valuta è estremamente ardua, poiché qualsiasi variazione di prezzo potrebbe essere dovuta alla sostituzione della moneta (ad esempio, agli arrotondamenti o al trasferimento dei maggiori costi), oppure potrebbe riflettere il mutare di altri fattori di costo (ad esempio, i salari o i prezzi all'importazione) o dei margini di profitto. Tenendo presenti questi limiti, i risultati ottenuti confermano che l'impatto della sostituzione della moneta sui prezzi è stato sinora piuttosto limitato. Sebbene vi siano evidenze di alcuni rincari indotti dall'euro negli ultimi mesi, osservati per determinati prodotti in singoli paesi, tali variazioni sono state trascurabili in termini di effetto sullo IAPC complessivo all'interno di ciascun paese e dell'intera area. Per gennaio 2002, l'Eurostat ha stimato che il contributo del cambio della moneta alla variazione dell'indice armonizzato, pari allo 0,5 per cento sul mese precedente, è compreso tra 0,0 e 0,16 punti percentuali. I risultati delle indagini presso le imprese condotte dalle BCN e da altre organizzazioni hanno anche confermato, in generale, che la sostituzione della moneta non ha influenzato i prezzi in misura significativa.²

In conclusione, le argomentazioni economiche suggeriscono che il passaggio all'euro dovrebbe avere un impatto limitato sui prezzi, e gli andamenti osservati sinora indicano che la sostituzione del contante non avrebbe innescato forti rincari generalizzati. L'immissione in circolazione della moneta unica aumenterà la trasparenza dei prezzi nell'area dell'euro, incoraggiando fenomeni di arbitraggio e un rafforzamento della concorrenza, che si dovrebbero tradurre, in ultima istanza, in un vantaggio per i consumatori tramite il contenimento dei futuri aumenti dei prezzi.

1 Cfr. ad esempio Appendix: price analysis in the period of changeover from the D-Mark to the euro, *Deutsche Bundesbank Monthly Bulletin*, novembre 2001 e Effects of the euro changeover on consumer prices in Finland, *Statistics Finland e Ministero delle Finanze della Finlandia*, giugno 2001.

2 Cfr. ad esempio il comunicato stampa della Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique, The January 2002 survey on the introduction of the euro, 6 Marzo 2002.

deviazione standard ha continuato ad attestarsi intorno a un punto percentuale. Per quanto concerne le variazioni dell'inflazione media al consumo sui dodici mesi, vi sono state differenze fra i singoli paesi, principalmente dovute al diverso impatto di fattori temporanei e *una tantum*. In particolare, esse sono riconducibili al diverso impatto registrato nei singoli paesi delle patologie animali sui prezzi dei beni alimentari agli inizi del 2001.

I prezzi alla produzione sono stati fortemente influenzati da quelli delle materie prime

In media, l'indice dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali (al netto delle costruzioni) è aumentato del 2,2 per cento nel 2001,

3,3 punti percentuali in meno rispetto a quanto registrato l'anno precedente. Tale andamento è principalmente attribuibile all'evoluzione della componente energetica e di quella dei beni intermedi, che ha riflesso, a sua volta, il calo dei prezzi dell'energia e delle altre materie prime. Dopo l'incremento massimo del 6,7 per cento registrato nell'ottobre 2000, il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi alla produzione ha subito una forte diminuzione; nel dicembre 2001 ha registrato un valore negativo, pari a -1,1 per cento (cfr. figura 14).

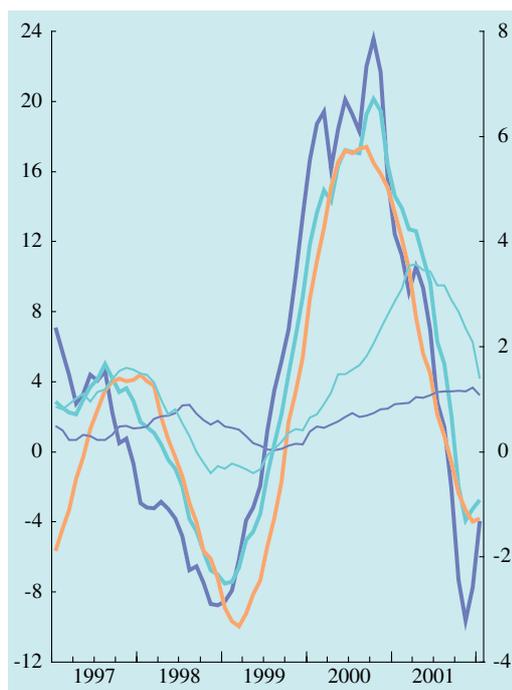
Per quanto concerne i beni di investimento e quelli di consumo, nel 2001 i prezzi hanno registrato in media un'accelerazione rispetto all'anno precedente. Tale andamento è principalmente dovuto agli effetti indiretti associati

Figura 14

Scomposizione dei prezzi alla produzione dei beni industriali per l'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)

- beni energetici (scala di sinistra)
- industria escl. costruzioni (scala di destra)
- beni intermedi (scala di destra)
- beni d'investimento (scala di destra)
- beni di consumo (scala di destra)



Fonte: Eurostat.

Nota: i dati si riferiscono agli Euro12 (anche per i periodi precedenti al 2001).

Figura 15

CLUP, redditi per addetto e produttività nell'area dell'euro

(dati trimestrali, variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

- redditi per addetto
- produttività del lavoro
- costo del lavoro per unità di prodotto



Fonte: elaborazioni della BCE su dati nazionali.

Nota: i dati si riferiscono agli Euro12 (anche per i periodi precedenti al 2001).

ai passati aumenti dei prezzi all'importazione, in particolare al rincaro dell'energia. Tuttavia, il movimento al rialzo dei tassi di crescita sui dodici mesi relativi a queste componenti si è interrotto nel corso del 2001, a conferma del fatto che i menzionati effetti indiretti si sono attenuati nella seconda metà dell'anno.

La crescita salariale è rimasta moderata nel 2001

Nei primi due trimestri del 2001 il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei redditi per occupato è leggermente aumentato rispetto all'anno precedente (cfr. figura 15), per scendere di 0,1 punti percentuali nel terzo trimestre, al 2,5 per cento (0,3 punti percentuali in più rispetto all'ultimo trimestre del 2000). Per contro l'incremento sui dodici mesi del costo totale orario del lavoro nel settore privato al netto dell'agricoltura è salito, tra il secondo e il terzo trimestre del

2001, di 0,5 punti percentuali, al 3,4 per cento; si è così arrestata la decelerazione in atto dal primo trimestre del 2000. Tuttavia, gli andamenti di questo indicatore devono essere considerati con una certa cautela, in quanto quest'ultimo è stato influenzato da alcune distorsioni di natura statistica. I dati nazionali disponibili indicano che i salari nominali hanno continuato a crescere a un ritmo moderato anche nel quarto trimestre del 2001.

Riflettendo il rallentamento ciclico dell'attività economica nell'area dell'euro, il tasso di variazione sul periodo corrispondente della produttività del lavoro ha subito una flessione nei primi due trimestri del 2001, per poi crescere marginalmente nel terzo. Tale evoluzione, unitamente agli andamenti del tasso di crescita dei redditi per occupato, implica che il tasso di incremento del costo del lavoro per unità di prodotto è aumentato nei primi due trimestri ed è sceso di 0,2 punti percentuali, al 2,3 per cento, nel terzo.

4 La produzione, la domanda e il mercato del lavoro

La crescita del PIL è rallentata nel corso del 2001 per effetto di una combinazione di fattori sfavorevoli

Nell'area dell'euro la crescita economica ha cominciato a rallentare nella seconda metà del 2000, riflettendo in parte l'impatto negativo sui consumi e sugli investimenti derivante dalla prolungata fase di rincaro dei prezzi del petrolio. Il rallentamento si è accentuato nel 2001, per effetto di una combinazione di fattori sfavorevoli che hanno influito sia sulla domanda interna sia sulle esportazioni, con un calo dell'attività nei settori dell'industria e dei servizi. In primo luogo, l'aumento dell'inflazione nella prima metà dell'anno, riconducibile ai decisi rincari dei prezzi dei prodotti energetici e alimentari, ha frenato la crescita del reddito disponibile in termini reali. In secondo luogo, il peggioramento del contesto esterno, riconducibile principalmente al rallentamento dell'economia statunitense alla fine del 2000, ha penalizzato la crescita delle

esportazioni dell'area dell'euro e ha accresciuto i fattori di incertezza relativi alle decisioni di investimento e, in misura inferiore, quelle di consumo. In terzo luogo, gli attacchi terroristici dell'11 settembre e i successivi sviluppi del quadro internazionale hanno indotto un ulteriore, brusco aumento dell'incertezza in generale, che si è riflesso in un nuovo calo del clima di fiducia delle imprese e dei consumatori nell'area dell'euro. Di conseguenza, la ripresa dell'attività nell'area, che era stata segnalata da indicazioni preliminari nei mesi estivi, è stata successivamente posposta. Secondo l'Eurostat, nel complesso del 2001 la crescita del PIL in termini reali è stata dell'1,5 per cento, dopo quella sostenuta del 3,4 per cento registrata nel 2000 (cfr. tavola 6). L'economia dell'area dell'euro ha comunque conservato una solidità di fondo. Il declino dell'inflazione e le favorevoli condizioni finanziarie agevolano il graduale rafforzamento della domanda nazionale.

Tavola 6

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

(variazioni percentuali, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

	Variazioni annuali ¹⁾					Variazioni trimestrali ²⁾							
	1999	2000	2001	2000 4°trim.	2001 1°trim.	2001 2°trim.	2001 3°trim.	2001 4°trim.	2000 4°trim.	2001 1°trim.	2001 2°trim.	2001 3°trim.	2001 4°trim.
PIL a prezzi costanti	2,6	3,4	1,5	2,8	2,4	1,6	1,4	0,6	0,6	0,5	0,1	0,2	-0,2
<i>di cui:</i>													
Domanda interna	3,2	2,8	0,9	2,3	1,7	1,1	0,8	-0,1	0,7	-0,1	0,3	-0,1	-0,2
Consumi delle famiglie	3,2	2,5	1,8	1,8	2,0	1,7	1,7	1,6	0,2	1,0	0,4	0,1	0,1
Consumi collettivi	2,1	1,9	2,0	1,7	2,0	1,9	2,1	1,8	0,8	0,6	0,4	0,3	0,5
Investimenti fissi lordi	5,5	4,4	-0,2	3,4	1,8	0,3	-1,1	-1,9	0,0	-0,2	-0,6	-0,3	-0,8
Variazioni delle scorte ^{3) 4)}	0,2	0,0	-0,5	0,1	-0,2	-0,3	0,4	-0,9	0,4	-0,7	0,1	-0,1	-0,2
Esportazioni nette ³⁾	-0,5	0,6	0,6	0,6	0,7	0,5	0,6	0,7	0,0	0,6	-0,2	0,3	0,0
Esportazioni ⁵⁾	5,3	12,2	3,4	12,2	8,6	5,6	1,8	-1,8	2,8	0,0	-0,5	-0,4	-0,9
Importazioni ⁵⁾	7,2	10,9	1,8	11,1	6,9	4,4	0,2	-3,7	3,0	-1,6	0,1	-1,3	-1,1
Valore aggiunto lordo a prezzi costanti													
<i>di cui:</i>													
Industria escl. costruzioni	0,8	4,5	1,0	4,3	3,6	1,5	0,7	-1,5	0,7	1,1	-1,0	-0,1	-1,6
Costruzioni	2,4	1,8	-0,6	0,6	-0,8	-0,5	-0,6	0,4	0,0	0,3	-0,9	0,0	0,2
Servizi per il mercato ⁶⁾	4,0	4,5	3,1	4,2	3,7	3,4	2,9	2,3	1,0	0,8	0,6	0,4	0,4

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Variazione percentuale sul periodo corrispondente.

2) Variazione percentuale sul trimestre precedente.

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

4) Inclusive le acquisizioni nette di oggetti di valore.

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

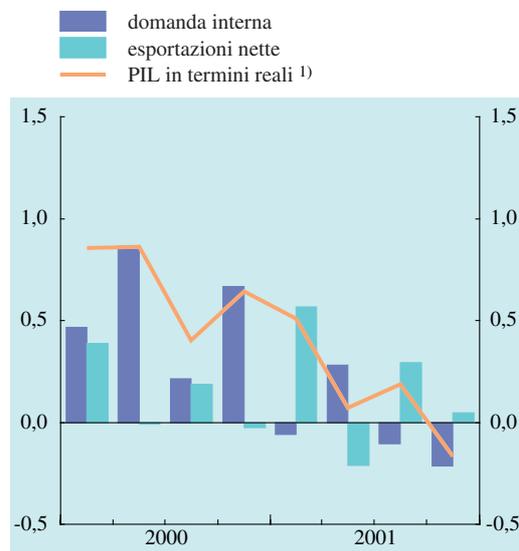
6) Comprende il commercio, i trasporti, le comunicazioni, i servizi finanziarie e quelli alle imprese.

Debole la crescita della domanda nazionale e delle esportazioni

L'impatto negativo degli elevati tassi di inflazione, del peggioramento della situazione esterna e della maggiore incertezza si è manifestato nel declino del contributo della domanda nazionale e delle esportazioni alla crescita del PIL. La domanda nazionale, dopo aver fornito il principale stimolo al forte sviluppo degli anni 1998-2000, è stato il fattore determinante del rallentamento nel 2001 (cfr. figura 16). La domanda finale nazionale (rappresentata dalla domanda nazionale al netto della variazione delle scorte) ha sostenuto la crescita per 1,4 punti percentuali nel 2001, da circa 3 punti percentuali nel triennio precedente. Vi si è aggiunto il contributo negativo della variazione delle scorte, per 0,5 punti percentuali, a fronte di quello nullo nell'anno precedente. Il contributo delle esportazioni nette è stato invece di 0,6 punti percentuali

nel complesso del 2001, invariato rispetto al 2000: il declino della crescita delle esportazioni è stato compensato da quello delle importazioni.

Nel primo trimestre del 2001 la crescita dei consumi delle famiglie si è portata all'1,0 per cento sul trimestre precedente, dopo i più contenuti incrementi registrati nella seconda metà del 2000. Vi ha contribuito l'impatto positivo sul reddito disponibile delle famiglie derivante dagli sgravi fiscali introdotti in diversi paesi dell'area dell'euro alla fine del 2000 e all'inizio del 2001. Lo stimolo fiscale è stato tuttavia frenato dall'erosione del potere di acquisto delle famiglie causata dagli elevati tassi di inflazione nei primi mesi del 2001. Dopo il primo trimestre, la crescita dei consumi delle famiglie si è indebolita, rimanendo modesta nel resto dell'anno, nonostante il calo dell'inflazione abbia favorito la crescita del reddito disponibile in termini reali nella

Figura 16**Contributi alla crescita trimestrale del PIL in termini reali nell'area dell'euro***(contributi trimestrali in punti percentuali)*

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: dati destagionalizzati.

1) Variazione percentuale sul trimestre precedente.

seconda metà del 2001. Il risultato è probabilmente riconducibile a un ritardato e incompleto aggiustamento della spesa delle famiglie alla riduzione delle imposte, oltreché alla maggiore incertezza circa le prospettive della situazione economica e del mercato del lavoro, in parte causata dal peggioramento del contesto internazionale. Nel complesso del 2001 i consumi delle famiglie sono cresciuti dell'1,8 per cento, contro il 2,5 dell'anno precedente. Ancora su livelli storicamente elevati alla fine del 2000, il clima di fiducia dei consumatori ha successivamente iniziato a calare in misura accentuata in seguito al brusco peggioramento delle componenti relative alle attese sulla situazione economica generale e sull'andamento della disoccupazione a fronte della crescente incertezza del quadro complessivo (cfr. figura 17).

Gli investimenti fissi lordi nel 2001 sono diminuiti dello 0,2 per cento, dopo la forte crescita dei tre anni precedenti (oltre il 5 per cento nel 1998 e nel 1999 e oltre il 4 per cento nel 2000). La fiacca dinamica degli investimenti è almeno in parte riconducibile all'impatto

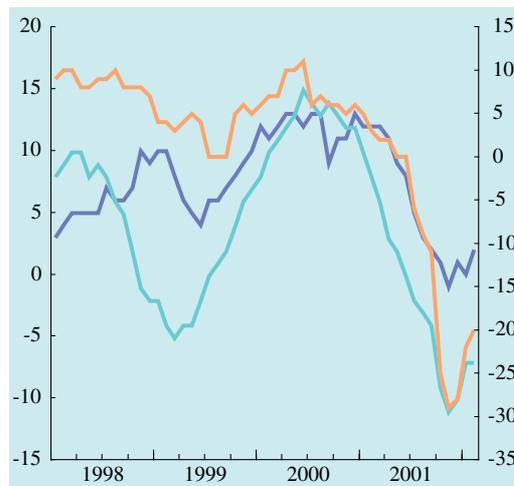
negativo sulla profittabilità derivante dal rialzo dei corsi del petrolio e dalla debolezza della domanda, esterna e interna, che si è riflessa in un declino del grado di utilizzo della capacità produttiva. Il peggioramento del quadro internazionale nel corso del 2001 ha inoltre accresciuto l'incertezza, poi acuita dagli attacchi terroristici negli Stati Uniti, circa i tempi della ripresa. Le imprese hanno quindi rimandato le decisioni di investimento, nonostante le favorevoli condizioni finanziarie e il protrarsi della moderazione salariale.

Le esportazioni e le importazioni hanno rallentato a ritmi sostanzialmente simili

Le esportazioni e importazioni dell'area dell'euro sono aumentate rispettivamente del 3,4 e dell'1,8 per cento nel 2001, entrambe in rallentamento di circa 9 punti percentuali

Figura 17**Indicatori del clima di fiducia nell'area dell'euro***(saldi percentuali)*

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



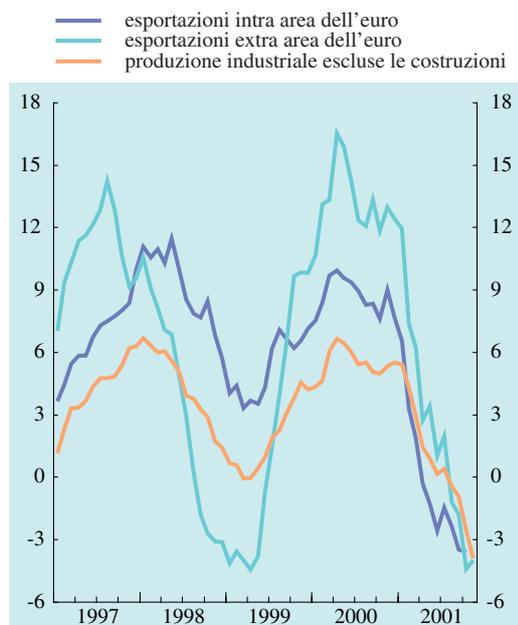
Fonte: Indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese.

Nota: deviazioni dalla media del periodo dal gennaio 1985 per gli indicatori del clima di fiducia dei consumatori e delle imprese industriali, dall'aprile 1995 per quello nelle imprese dei servizi. Dati destagionalizzati.

Figura 18

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

(volumi; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

rispetto al 2000. Di conseguenza, il contributo delle esportazioni nette alla crescita del PIL è rimasto sostanzialmente invariato rispetto all'anno precedente.

I dati di contabilità nazionale relativi alle esportazioni e alle importazioni nel complesso dell'area dell'euro includono l'interscambio tra i paesi membri e riflettono quindi fattori interni ed esterni. I dati di fonte doganale relativi alle quantità scambiate all'interno dell'area e al di fuori di essa indicano che la crescita sul periodo corrispondente delle esportazioni verso i paesi esterni all'area ha iniziato a diminuire quasi contemporaneamente con quella delle esportazioni tra i paesi dell'area, ma a ritmi lievemente più accentuati nel corso del 2001. Tuttavia, il rallentamento dei due flussi è stato determinato da differenti fattori, rappresentati principalmente dalla decelerazione nel corso dell'anno della domanda estera per le esportazioni al di fuori dell'area, della domanda interna per quelle all'interno dell'area (cfr. figura 18).

È diminuita nel 2001 la dispersione dei tassi di crescita tra i paesi dell'area dell'euro

Nel 2001 il divario tra fra i due paesi dell'area dell'euro con il maggiore e minore tasso di crescita del PIL è sceso a circa 5,5 punti percentuali, da 8,5 nel 2000; la deviazione standard è scesa a circa 1,7 punti percentuali, da 2,5 nel 2000. La crescita in media d'anno del PIL in termini reali nel 2001 è bruscamente rallentata in tutti i paesi dell'area, sebbene con differenti intensità.

Il rallentamento del PIL è stato inizialmente determinato dalla contrazione dell'attività industriale

Gli sfavorevoli fattori esterni hanno esercitato un impatto più forte e immediato nel settore dell'industria. Al netto delle costruzioni, in quel settore l'aumento del valore aggiunto in termini reali è stato dell'1,0 per cento nel 2001, a fronte di oltre il 4 nel 2000 (cfr. tavola 6). Dopo essere stata positiva nel primo trimestre rispetto al precedente, la crescita è diventata negativa nel resto dell'anno, influenzando in misura determinante sulla dinamica del PIL.

Il declino dell'attività nell'industria al netto delle costruzioni e dei prodotti energetici è cominciato nel primo trimestre del 2001, inizialmente a causa della flessione nei comparti dei beni intermedi e dei beni di consumo (cfr. tavola 7). Nel secondo trimestre si è aggiunto il calo in quello dei beni di investimento, aggravando la contrazione del totale dell'attività manifatturiera. Nel complesso del 2001 la crescita della produzione di beni di investimento e di beni intermedi è diminuita fortemente, risultando, in entrambi i casi, inferiore di circa 7 punti percentuali a quella dell'anno precedente. Nei settori più orientati alle esportazioni, il risultato ha riflesso in particolare l'impatto negativo del peggioramento del quadro internazionale, aggravato dall'esaurirsi della forte espansione nei settori dei beni per l'informazione e la comunicazione. Nell'area dell'euro l'aumento della produzione di apparecchiature radiotelevisive e per

Tavola 7

Produzione industriale nell'area dell'euro

(variazioni percentuali)

	Variazioni annuali ¹⁾								Variazioni trimestrali ²⁾				
	1999	2000	2001	2000 4° trim.	2001 1°trim.	2001 2°trim.	2001 3°trim.	2001 4° trim.	2000 4° trim.	2001 1°trim.	2001 2°trim.	2001 3°trim.	2001 4° trim.
Totale industria escl. costruzioni	2,0	5,5	0,2	5,2	4,3	0,9	-0,4	-3,9	1,6	-0,4	-1,1	-0,5	-1,9
<i>Principali categorie di prodotti industriali</i>													
Totale industria escl. costruzioni e prodotti energetici ¹⁾	1,8	5,8	-0,2	5,5	4,5	0,5	-0,7	-4,8	1,4	-0,3	-1,6	-0,2	-2,3
Beni intermedi	1,5	5,8	-1,3	5,1	2,9	-0,2	-1,6	-6,0	1,7	-1,3	-1,5	-0,5	-2,6
Beni di capitale	2,4	8,6	1,4	8,9	8,1	1,6	0,3	-3,8	1,7	0,6	-1,7	-0,5	-1,9
Beni di consumo	1,7	2,4	0,0	2,0	3,3	0,4	0,0	-3,4	1,3	-1,7	0,4	0,1	-2,1
durevoli	1,3	5,8	-2,6	4,0	3,1	-1,8	-3,8	-7,5	1,3	-1,1	-2,0	-1,5	-2,2
non durevoli	1,8	1,7	0,5	1,6	3,3	0,8	0,8	-2,5	1,3	-1,8	0,9	0,4	-2,0
Prodotti energetici	1,6	1,5	0,4	0,1	-1,6	1,0	0,7	1,9	-1,8	-0,0	1,7	0,3	0,1
Industria manifatturiera	1,9	5,9	0,1	5,8	5,2	0,9	-0,5	-4,6	1,9	-0,4	-1,5	-0,6	-2,3

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

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

la comunicazione, insieme alle macchine per ufficio e ai computer, è sceso da circa il 20 per cento nel 2000 a circa il -2 per cento nel 2001. Mentre per i beni di investimento la crescita è rimasta positiva nel complesso del 2001, essa è diventata negativa per i beni intermedi. Nel settore dei beni di consumo il declino della crescita è stato relativamente contenuto, da un incremento del 2,4 per cento nel 2000 alla stazionarietà nel 2001, grazie soprattutto al modesto rallentamento della produzione di beni di consumo non durevoli, a fronte di quello molto più pronunciato nel comparto di beni di consumo durevoli.

La produzione nel settore delle costruzioni, misurata dal valore aggiunto a prezzi costanti, è diminuita dello 0,6 per cento nel 2001, dopo l'incremento di circa il 2 per cento dei due anni precedenti. La flessione nel 2001 è dovuta principalmente alla debolezza registrata nella prima metà dell'anno, seguita da segnali di stabilizzazione nel secondo semestre. Il debole andamento delle costruzioni è riconducibile a una varietà di fattori. In particolare, l'espansione nella costruzione di abitazioni e uffici, stimolata dalla forte crescita economica negli anni scorsi, ha creato un eccesso di offerta in alcuni paesi. Inoltre,

l'aumento nel corso del 2001 dell'incertezza circa le prospettive dell'economia e del mercato del lavoro potrebbe avere indotto le imprese e le famiglie a rinviare, nonostante le favorevoli condizioni finanziarie, le decisioni di investimento che comportano maggiori impegni finanziari e un più elevato grado di irreversibilità.

L'andamento del settore dei servizi ha seguito, con ritardo, quello dell'industria

Nel 2001 la crescita in termini reali del valore aggiunto nel settore dei servizi è scesa di circa un punto percentuale, al 3,1 per cento (dal 4,5 dell'anno precedente), principalmente per effetto di una minor crescita dei servizi per il mercato. Tutti i principali shock che hanno colpito la crescita economica dell'area dell'euro nel 2001 hanno esercitato un immediato impatto negativo sull'attività nei servizi per il mercato. Gli elevati prezzi del petrolio e gli attacchi terroristici hanno causato un effetto sfavorevole sulle attività collegate ai trasporti. Inoltre, considerando che una parte elevata di servizi alle imprese è collegata ai processi di produzione nel settore industriale, il rallentamento dei servizi per il mercato

Tavola 8

Evoluzione del mercato del lavoro nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente e valori percentuali)

	1999	2000	2001	1999 3°trim.	1999 4°trim.	2000 1°trim.	2000 2°trim.	2000 3°trim.	2000 4°trim.	2001 1°trim.	2001 2°trim.	2001 3°trim.	2001 4°trim.
Forze di lavoro	0,7	0,9	.	0,7	0,6	0,7	0,9	0,9	1,1	1,1	0,9	0,8	.
Occupazione	1,6	2,1	.	1,6	1,6	1,8	2,1	2,1	2,2	2,1	1,6	1,2	.
Agricoltura ¹⁾	-2,9	-1,5	.	-2,8	-2,5	-1,9	-1,8	-1,6	-0,8	-0,0	-0,6	-1,3	.
Industria ²⁾	0,3	1,0	.	0,2	0,3	0,7	1,0	1,1	1,3	1,2	0,8	0,3	.
– escl. costruzioni	-0,0	0,8	.	-0,2	-0,1	0,1	0,8	1,0	1,3	1,4	0,8	0,2	.
– costruzioni	1,0	1,6	.	1,3	1,3	2,4	1,5	1,0	1,4	0,8	0,8	0,7	.
Servizi ³⁾	2,6	2,8	.	2,5	2,4	2,6	2,9	2,8	2,8	2,5	2,1	1,8	.
Tassi di disoccupazione ⁴⁾													
Totale	9,8	8,8	8,3	9,7	9,4	9,2	8,9	8,7	8,5	8,4	8,3	8,3	8,4
Sotto i 25 anni	19,2	17,4	16,5	18,9	18,3	18,0	17,5	17,2	16,7	16,5	16,5	16,5	16,7
25 anni e oltre	8,5	7,7	7,2	8,4	8,2	8,0	7,7	7,5	7,4	7,3	7,2	7,2	7,3

Fonti: dati nazionali ed elaborazioni della BCE per i dati sulle forze di lavoro; Eurostat per i dati sull'occupazione e la disoccupazione.

1) Comprende anche pesca, caccia e silvicoltura.

2) Comprende attività manifatturiera, 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.

potrebbe rappresentare una risposta ritardata al declino dell'attività nell'industria.

Pronunciato rallentamento della crescita dell'occupazione nel 2001

Nel 2001 l'occupazione nell'area dell'euro è aumentata in media a un ritmo dell'1,4 per cento, inferiore a quello dei tre anni precedenti (2,1 per cento nel 2000 e 1,6 nel 1999 e nel 1998; cfr. tavola 8). La crescita sul trimestre precedente ha subito un pronunciato rallentamento nel corso dell'anno, dallo 0,5 per cento nell'ultimo trimestre del 2000 a quasi zero nell'ultimo trimestre del 2001, riflettendo con ritardo la decelerazione dell'attività economica osservata dalla seconda metà del 2000.

Al rallentamento della crescita dell'occupazione totale hanno contribuito tutti i settori (cfr. tavola 8), anche se l'impulso maggiore sembra essere provenuto dal settore dei servizi privati (commercio, trasporti, finanza e servizi alle imprese), che rappresentano oltre un terzo dell'occupazione totale. Dopo essere aumentata in modo relativamente rilevante nell'industria nel 2000, l'occupazione è

diminuita nei primi tre trimestri del 2001 sia nelle costruzioni, sia nell'industria manifatturiera, in genere molto sensibili all'andamento dell'attività economica. L'occupazione nel settore agricolo ha continuato a diminuire nel 2001, anche se a un ritmo lievemente inferiore rispetto agli anni precedenti. Con un tasso di crescita sullo stesso periodo dell'anno precedente di oltre il 2,1 per cento nei primi tre trimestri dell'anno, il settore dei servizi ha continuato a sostenere la creazione netta di posti di lavoro, anche se a un ritmo più contenuto rispetto al 2000.

La disoccupazione è rimasta sostanzialmente invariata nel 2001

Nel 2001 il tasso standardizzato di disoccupazione si è collocato in media all'8,3 per cento, a fronte dell'8,8 nel 2000. In contrasto con il rilevante e costante calo della disoccupazione osservato dalla metà del 1997 alla fine del 2000, il tasso di disoccupazione dell'area dell'euro è diminuito lievemente fra gennaio e aprile 2001, per poi stabilizzarsi nel periodo fra maggio e agosto e aumentare nell'ultima parte dell'anno, in linea con il rallentamento della crescita dell'occupazione (cfr. figura 19).

Riquadro 4

I progressi delle riforme strutturali del mercato dei beni e del lavoro nell'area dell'euro

Le riforme strutturali mirate ad accrescere la flessibilità dei mercati del lavoro e dei beni dell'area dell'euro potranno produrre importanti vantaggi economici e ridurre i costi di aggiustamento dovuti agli shock all'economia. Sulla base di queste considerazioni, il Consiglio europeo di Lisbona del marzo 2000 ha sottolineato il ruolo delle riforme strutturali al fine di promuovere la crescita e l'occupazione nella UE. Il Consiglio europeo, in particolare, considera le riforme dei mercati del lavoro e dei beni la condizione necessaria a far sì che la UE diventi l'economia più competitiva e dinamica del mondo. Questo messaggio è stato successivamente ripreso nelle conclusioni dei Consigli europei di Stoccolma, Laeken e Barcellona, svoltisi nel 2001 e nel 2002. Questo riquadro presenta i progressi compiuti in questo campo durante il 2001.

Negli ultimi anni vi è stato un certo progresso nelle riforme strutturali dei *mercati dei beni* dell'area dell'euro, soprattutto per quanto riguarda l'integrazione dei mercati e la riforma della regolamentazione dei settori dei servizi a rete. L'integrazione del mercato dei beni è proseguita nel 2001, anche se in alcuni casi le misure deliberate verranno attuate entro qualche anno. Fra il novembre 2000 e l'ottobre 2001 è diminuita, dal 3,3 al 2,7 per cento circa, la percentuale media di direttive relative al mercato interno non ancora adottate dagli Stati membri. In ottobre, il Consiglio dei ministri ha inoltre adottato lo Statuto della società europea, che consente alle imprese di costituire delle società operanti in tutta l'Unione europea ai sensi della normativa comunitaria direttamente applicabile in tutti gli Stati membri. Per quanto riguarda la riforma della regolamentazione dei settori dei servizi a rete, sono stati raggiunti degli accordi circa una più ampia – anche se ancora incompleta – liberalizzazione del settore delle poste della UE, nonché su un pacchetto di nuove Direttive relative alle riforme del settore delle telecomunicazioni. Nella misura in cui riusciranno ad accrescere il livello di competizione effettiva sui mercati dei beni dell'area dell'euro, tali riforme dovrebbero spingere al ribasso i prezzi al consumo migliorando le prospettive di più lungo periodo per la crescita e l'occupazione.

Nonostante questi incoraggianti sviluppi, il ritmo della liberalizzazione è variato molto fra i diversi Stati membri, dove le quote di mercato delle società nazionali dominanti sono rimaste molto elevate. Va inoltre sottolineato il mancato raggiungimento di un accordo su diversi importanti progetti di riforma, quali la bozza di Direttiva sui *take-over* e il brevetto europeo. Il Consiglio europeo di Barcellona ha deciso che tutti i consumatori diversi dalle famiglie potranno scegliere liberamente i loro fornitori di elettricità e gas a partire dal 2004. Non è stato invece assunto alcun impegno riguardo all'apertura del mercato per le famiglie. Infine, nella maggior parte dei paesi, la distribuzione dell'elettricità e del gas resta per legge un monopolio regionale o locale, e ciò pone il rischio che buona parte dei benefici della liberalizzazione siano colti dagli attuali monopolisti e non vengano trasmessi ai consumatori.

Il progresso nelle riforme strutturali dei *mercati del lavoro* dell'area dell'euro, è stato disomogeneo fra paesi. A differenza dei mercati dei beni, dove l'attuazione delle riforme è spesso collegata al recepimento di Direttive comunitarie, la riforma dei mercati del lavoro della UE si basa soprattutto sull'iniziativa nazionale.

Nel 2001, alcuni paesi dell'area dell'euro hanno attuato delle riforme per aumentare gli incentivi all'occupazione mediante la riduzione degli oneri fiscali sul lavoro. Tali sforzi sono in linea con la tendenza alla riduzione delle imposte e dei contributi previdenziali, emersa nel corso degli anni novanta. Diversi paesi membri hanno definito o preso misure per migliorare il processo di ricerca del lavoro, accrescendo gli incentivi al lavoro mediante la riforma del sistema di sussidi alla disoccupazione e cercando di migliorare l'efficienza dei servizi offerti dalle agenzie per l'impiego. Infine, sono stati compiuti sforzi per estendere l'uso dei contratti a tempo parziale. L'obiettivo di ridurre la rigidità della legislazione sulla tutela del posto di lavoro non faceva parte del programma per il 2001.

La persistenza di elevati livelli di disoccupazione e di bassi tassi di partecipazione al mercato del lavoro in diversi paesi dell'area dell'euro indica la necessità di progredire nelle riforme ampliandone la portata. Elementi importanti a riguardo sono la flessibilità dei salari, una loro maggiore differenziazione, le riforme dei sistemi

fiscali e previdenziali volte a incoraggiare la ricerca del lavoro piuttosto che la non partecipazione, il miglioramento dell'istruzione, della formazione e dell'apprendimento permanenti al fine di evitare l'obsolescenza del capitale umano e una legislazione sulla tutela del posto di lavoro meno restrittiva. Ciò detto, durante la vigorosa espansione economica del 1997-2000 si è osservata una crescita dell'occupazione e una riduzione della disoccupazione più significative rispetto all'inizio degli anni novanta, a indicazione di come le riforme dei mercati del lavoro condotte nei paesi dell'area dell'euro negli anni recenti stiano procedendo nella giusta direzione.

In conclusione, gli ostacoli alla flessibilità e alla concorrenza nei mercati dei beni e del lavoro dell'area dell'euro sono in fase di graduale eliminazione; tuttavia, sono necessari ancora notevoli sforzi se si vuole realizzare l'ambizioso obiettivo di trasformare la UE nell'economia più competitiva e dinamica del mondo. Come è stato messo in risalto dal Consiglio europeo tenutosi a Barcellona nel 2002, è quindi necessario che alle politiche per la promozione dell'occupazione e dell'integrazione dei mercati europei venga rivolta un'attenzione specifica.

Il numero di disoccupati nell'area dell'euro è diminuito di sole 7.000 unità nel corso dell'anno, contro oltre un milione all'anno fra il 1998 e il 2000. Nel 2001, in media, il numero di disoccupati nell'area dell'euro è stato pari a 11,4 milioni di unità, un livello toccato l'ultima volta nel 1992. Questi sviluppi si sono accompagnati a una sostenuta crescita delle forze di lavoro (pari a circa lo 0,9 per cento nel 2001).

L'evoluzione negativa del mercato del lavoro ha penalizzato i lavoratori di tutte le classi di età ed entrambi i sessi ma non sembra aver colpito in misura maggiore le categorie con tassi di disoccupazione più elevati, ovvero i lavoratori di sesso femminile e quelli di età inferiore ai 25 anni. Nel complesso, il tasso di disoccupazione giovanile è rimasto all'incirca costante, attorno al 16,7 per cento, tra l'ultimo trimestre del 2000 e il periodo corrispondente del 2001, mentre quello relativo ai lavoratori di età superiore ai 25 anni è diminuito nello stesso periodo di 0,1 punti percentuali, al 7,3 per cento. La disoccupazione ha seguito un andamento analogo nelle due classi di età, diminuendo fino alla primavera del 2001 e risalendo dall'estate inoltrata sino a dicembre 2001. Il tasso di disoccupazione maschile è aumentato nel 2001, mentre quello femminile ha continuato a calare (anche se a un ritmo inferiore rispetto al 2000); pertanto il divario fra il tasso di disoccupazione maschile medio (6,9 per cento) e quello femminile (10,2 per cento) ha continuato a ridursi nel 2001, anche se lievemente. Nel complesso, il processo di convergenza dei tassi di disoccupazione, particolarmente evidente nel periodo di sostenuta crescita economica fra il 1997 e il 2000, è proseguito nel corso del 2001 per quanto riguarda i sessi, ma si è arrestato per le classi di età.

L'aumento della disoccupazione ha interessato la maggioranza dei paesi dell'area dell'euro. Tuttavia, alcuni paesi con elevati tassi di disoccupazione hanno registrato una leggera diminuzione di questi tassi nel corso

Figura 19
Disoccupazione nell'area dell'euro
(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

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

1) Le variazioni sui dodici mesi non sono destagionalizzate.

dell'anno. Di conseguenza, la dispersione dei tassi di disoccupazione tra i paesi dell'area ha continuato a diminuire nel 2001.

Nel loro insieme i risultati relativamente positivi dell'occupazione dell'area dell'euro negli

ultimi anni possono essere in parte riconducibili alle riforme del mercato del lavoro e dei beni e al proseguimento della moderazione salariale. Il riquadro 4 riassume i progressi compiuti in questo senso negli anni più recenti.

5 La finanza pubblica

Peggioramento dei saldi di bilancio nel 2001

Nel 2001 il saldo medio di bilancio dell'area dell'euro è peggiorato, per la prima volta dal 1993. I dati più recenti diffusi dall'Eurostat indicano che, al netto dei ricavi per la vendita delle licenze UMTS, il rapporto tra disavanzo e PIL è stato dell'1,3 per cento, a fronte dello 0,8 nel 2000 (cfr. tavola 9). Includendo i ricavi delle licenze UMTS, l'avanzo dello 0,2 per cento registrato nel 2000 si è trasformato lo scorso anno in un disavanzo dell'1,3 per cento. Questo peggioramento è imputabile al funzionamento degli stabilizzatori automatici in un contesto di rallentamento economico e, in alcuni paesi dell'area, alle notevoli riduzioni dell'imposizione, cui non ha fatto riscontro un sufficiente contenimento della spesa. Pertanto, la maggior parte dei paesi non ha raggiunto gli obiettivi di bilancio fissati nei programmi di stabilità presentati tra la fine del 2000 e gli inizi del 2001. In media, lo scostamento rispetto agli obiettivi è stato dello 0,7 per cento del PIL.

Nonostante il peggioramento a livello di area, un gruppo di paesi è riuscito a migliorare i propri saldi di bilancio nel 2001 (Grecia, Spagna, Italia e Austria), in alcuni casi grazie anche agli effetti ritardati della vigorosa crescita del 2000 sulle entrate tributarie e a interventi di carattere straordinario. Nel 2001 sette paesi hanno ottenuto saldi di bilancio in pareggio o in avanzo e uno ha registrato un disavanzo inferiore allo 0,5 per cento del PIL; i restanti quattro (Germania, Francia, Italia e Portogallo) hanno invece continuato a presentare disavanzi relativamente elevati. Il disavanzo del Portogallo e in particolare quello della Germania, pari rispettivamente al 2,2 e al 2,7 per cento del PIL, sono risultati superiori di

circa un punto percentuale rispetto agli obiettivi annunciati nei precedenti programmi di stabilità, collocandosi su livelli non lontani dal limite massimo di riferimento del 3 per cento indicato dal Trattato di Maastricht. Solo quattro paesi (Spagna, Lussemburgo, Austria e Finlandia) hanno raggiunto gli obiettivi fissati nei precedenti programmi di stabilità, e due di essi (Lussemburgo e Austria) li hanno persino superati con un ampio margine.

Nel 2001, il rapporto medio fra spesa pubblica e PIL nell'area dell'euro è calato lievemente, per effetto della continua diminuzione della spesa per interessi. Il rapporto fra spesa primaria e PIL è aumentato di poco, dopo il calo di circa $\frac{3}{4}$ di punto percentuale nel 2000. Circa la metà dei paesi è riuscita a ridurre ulteriormente l'incidenza della spesa pubblica sul PIL. Gli investimenti pubblici si sono stabilizzati in rapporto al PIL, al 2,5 per cento. Come negli anni precedenti, nel 2001 in numerosi paesi la spesa del settore sanitario è stata superiore agli obiettivi fissati. Con poche eccezioni, le entrate sono diminuite in rapporto al PIL in tutti i paesi dell'area, principalmente a seguito della significativa riduzione delle imposte e dei contributi previdenziali in numerosi stati membri (Belgio, Germania, Francia, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi e Finlandia).

Nel 2001 il rapporto fra debito pubblico e PIL dell'area è diminuito di 1,0 punti percentuali, al 69,1 per cento. Il calo è stato inferiore agli obiettivi a causa del peggioramento dei saldi di bilancio e della crescita economica più debole del previsto. Tuttavia in nessuno dei paesi dell'area il rapporto ha registrato un aumento, con l'eccezione del Portogallo. La diminuzione è stata particolarmente marcata in Spagna e in Grecia, superiore a 3 punti

Tavola 9

Posizioni di bilancio nell'area dell'euro

(in percentuale del PIL)

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

	1998	1999	2000	2001
Area dell'euro	-2,2	-1,3	-0,8	-1,3
Belgio	-0,9	-0,6	0,1	0,0
Germania	-2,2	-1,6	-1,3	-2,7
Grecia	-2,4	-1,7	-0,8	-0,3
Spagna	-2,6	-1,1	-0,4	0,0
Francia	-2,7	-1,6	-1,3	-1,5
Irlanda	2,3	2,3	4,5	1,7
Italia	-2,8	-1,8	-1,7	-1,4
Lussemburgo	3,2	3,8	5,8	5,0
Paesi Bassi	-0,8	0,4	1,5	0,2
Austria	-2,4	-2,2	-1,9	0,1
Portogallo	-2,3	-2,2	-1,9	-2,2
Finlandia	1,3	1,9	7,0	4,9

Debito lordo delle Amministrazioni pubbliche

	1998	1999	2000	2001
Area dell'euro	73,7	72,6	70,1	69,1
Belgio	119,3	115,0	109,3	107,5
Germania	60,9	61,3	60,3	59,8
Grecia	105,0	103,8	102,8	99,7
Spagna	64,6	63,1	60,4	57,2
Francia	59,5	58,5	57,4	57,2
Irlanda	55,1	49,6	39,0	36,6
Italia	116,4	114,5	110,6	109,4
Lussemburgo	6,3	6,0	5,6	5,5
Paesi Bassi	66,8	63,1	56,0	53,2
Austria	63,9	64,9	63,6	61,7
Portogallo	54,8	54,2	53,4	55,6
Finlandia	48,8	46,8	44,0	43,6

Fonti: Commissione europea, European Economy, Supplemento A, ottobre/novembre 2001.

Nota: i dati sono basati sul SEC 95. Le posizioni di bilancio escludono gli introiti derivanti dalla vendita delle licenze UMTS.

percentuali. I raccordi disavanzo-debito, che lasciano invariato il rapporto fra disavanzo netto e PIL, ma influiscono sull'incidenza del debito pubblico, sono stati pari allo 0,3 per cento del PIL. La modesta diminuzione dell'incidenza del debito va altresì imputata al fatto che in taluni paesi i notevoli ricavi delle privatizzazioni sono stati impiegati per altre transazioni finanziarie, come la ricapitalizzazione di aziende pubbliche.

Secondo dati della Commissione europea, dopo l'allentamento del 2000, l'orientamento della politica fiscale dell'area dell'euro è stato

più espansivo nel 2001, come risulta dall'ulteriore diminuzione dell'avanzo primario corretto per il ciclo economico. L'allentamento è stato più marcato nei paesi in cui i forti sgravi fiscali non sono stati sufficientemente compensati dalle misure di contenimento della spesa. Tuttavia, a prescindere da questo orientamento più espansivo della politica fiscale, i risultati di bilancio nel 2001 hanno risentito anche del funzionamento degli stabilizzatori automatici. Poiché la maggior parte dei paesi ha lasciato che questi operassero liberamente, il deterioramento delle posizioni di bilancio rispetto agli obiettivi annunciati nei

programmi di stabilità è imputabile principalmente a un diverso impatto del rallentamento economico rispetto a quello previsto nelle proiezioni macroeconomiche (retrospettivamente piuttosto ottimiste) su cui si erano basati i programmi di bilancio per il 2001.

Valutazione dei programmi di stabilità

Il raffronto fra gli obiettivi di bilancio per il 2002 contenuti nei programmi di stabilità presentati alla fine del 2001 e quelli dei programmi precedenti, anteriori di circa un anno, indica che, a fronte del peggioramento del contesto economico, la maggior parte dei paesi ha adeguato il proprio obiettivo nominale di saldo di bilancio. Questo adeguamento tiene conto sia delle posizioni di bilancio nel 2001, risultate peggiori alle attese, sia del funzionamento degli stabilizzatori automatici nel 2002. Nel complesso, l'orientamento delle politiche fiscali dell'area dell'euro programmate per il 2002 nei programmi di stabilità aggiornati è lievemente restrittivo.

I paesi che continuano a presentare squilibri di bilancio devono compiere progressi verso il conseguimento di posizioni "prossime al pareggio o in avanzo". Attualmente alcuni di questi paesi hanno un ristretto margine di manovra per lasciar operare liberamente gli stabilizzatori automatici, poiché i loro disavanzi nominali si sono avvicinati al massimale del 3 per cento del PIL. Questa soglia rischia di essere superata qualora gli interventi di riequilibrio programmati risultino meno efficaci del previsto, in presenza di ripetuti sconfinamenti della spesa o se la ripresa economica divenisse più debole e lontana rispetto alle ipotesi di crescita relativamente ottimistiche di alcuni programmi di stabilità.

Nei programmi di stabilità più recenti sono confermate le scadenze assunte dall'Italia (2003) e da Germania, Francia e Portogallo (2004) per l'ottenimento di posizioni di bilancio in pareggio. Il rispetto di questo impegno fa sì che il raggiungimento a medio termine di un pareggio o di un avanzo di bilancio non diventi un obiettivo che si sposta nel tempo,

salvaguardando in tal modo la credibilità del Patto di stabilità e crescita. Tuttavia, le misure necessarie al raggiungimento di questo obiettivo non sempre sono chiaramente definite. Inoltre, i progressi in questa direzione sono talvolta perseguiti attraverso misure *una tantum*, ad esempio la vendita di proprietà immobiliari, che non costituiscono soluzioni durature per il risanamento delle finanze pubbliche (è il caso, in particolare, dell'Italia, dove gli interventi eccezionali dovranno essere sostituiti da misure di carattere permanente, sottoposte attualmente a esame).

Considerati gli sviluppi della finanza pubblica nel 2001 e i risultati previsti per il 2002, nel gennaio di quest'anno la Commissione europea ha proposto una raccomandazione preventiva (*early warning*) per Germania e Portogallo. Il consiglio Ecofin ha ritenuto che la successiva riconferma e addirittura il rafforzamento degli impegni relativi alle politiche di bilancio da parte di questi due paesi rappresenti una risposta sufficiente alle preoccupazioni sottostanti la raccomandazione della Commissione, e, nelle opinioni sugli aggiornamenti dei programmi di stabilità dei paesi in cui rimangono squilibri, ha sostenuto con forza il raggiungimento di posizioni di bilancio solide entro il 2003-04.

I paesi che hanno già raggiunto posizioni di bilancio solide dovrebbero lasciare operare gli stabilizzatori automatici simmetricamente durante il ciclo, contribuendo così alla stabilità macroeconomica. L'adozione di misure discrezionali di politica fiscale dettate dalla situazione congiunturale invece non garantisce l'ottenimento di risultati positivi, come mostra l'esperienza passata. Per effetto degli sfasamenti temporali, le misure volte a stabilizzare le fluttuazioni economiche hanno spesso avuto un impatto prociclico ritardato. Inoltre, le Amministrazioni pubbliche hanno mostrato maggiore propensione a stimolare la crescita dell'economia nelle fasi di rallentamento anziché a moderarla nei momenti di espansione. In particolare, esse sono state più diligenti nell'adottare misure di incentivazione della spesa, di norma a carattere temporaneo, che nel rimuoverle quando non più giustificate

Riquadro 5

La politica di bilancio e la crescita economica nel lungo periodo

Una delle principali sfide con cui si confronta l'area dell'euro è il miglioramento delle prospettive di crescita nel lungo periodo. Negli ultimi quaranta anni, la crescita è rallentata nella maggior parte dei paesi dell'area, registrando un tasso medio di appena il 2 per cento negli anni novanta, un punto percentuale al di sotto degli Stati Uniti. Uno dei fattori principali all'origine di questo andamento piuttosto insoddisfacente è stato la mancanza di un contesto dinamico favorevole agli investimenti e alla creazione di posti di lavoro. Per raggiungere un più elevato tasso potenziale di crescita si rende necessaria una riforma fiscale di ampia portata.

Il contributo delle finanze pubbliche alla crescita nel lungo periodo

Le determinanti di base della crescita sono il risparmio, gli investimenti in capitale fisico e umano, il progresso tecnologico e la crescita dell'occupazione. I due canali principali attraverso i quali le politiche di bilancio influenzano su questi fattori sono, da un lato, la stabilità e la sostenibilità dei conti pubblici e, dall'altro, i sistemi di imposizione e di spesa. Il ruolo delle politiche di bilancio nel promuovere la crescita potenziale dell'area dell'euro non è stato univoco.

Finanze pubbliche stabili e sostenibili

Per preservare la stabilità e la sostenibilità dei conti pubblici è necessario mantenere il disavanzo e il debito su livelli bassi. In questo modo si migliorano le aspettative sulla stabilità macroeconomica, la prevedibilità del quadro di riferimento per le politiche di bilancio e le condizioni di finanziamento a lungo termine. A sua volta, ciò crea un contesto favorevole all'investimento, all'innovazione e all'imprenditorialità.

Politiche di spesa

Anche la spesa pubblica può incidere sulla crescita tramite il suo livello e la sua struttura. I piani di spesa vanno generalmente valutati in base ai costi in termini di efficienza degli impegni previsti (in confronto, ad esempio, a quelli del settore privato), ai conseguenti disincentivi per l'occupazione, gli investimenti e il risparmio, nonché in base agli effetti distorsivi della tassazione necessaria a finanziarli. Una spesa sociale generosa, ad esempio, potrebbe creare forti disincentivi al lavoro. I settori pubblici dell'area dell'euro sono relativamente ampi, anche rispetto agli standard internazionali, e nella maggior parte dei paesi membri la spesa pubblica supera il 40 per cento del PIL.

Politiche tributarie

Le politiche tributarie sono un importante fattore di determinazione della crescita nel lungo periodo. In particolare, un livello elevato di tassazione dei redditi personali, dei redditi delle imprese e dei guadagni in conto capitale riduce gli incentivi al lavoro, agli investimenti nell'istruzione e nel capitale fisico e al risparmio. Per quanto riguarda l'efficienza del finanziamento del settore pubblico attraverso il prelievo fiscale la situazione non è ancora soddisfacente, anche in un confronto internazionale. Le aliquote marginali di imposta e il carico fiscale medio sono ancora molto elevati e le entrate del settore pubblico superano il 40 per cento del PIL nella maggior parte dei paesi dell'area. Alcuni progressi sono stati compiuti nella ristrutturazione dei sistemi tributari e nella riduzione dell'onere delle aliquote marginali di imposta. Tuttavia, il margine di manovra per una diminuzione dell'imposizione resta subordinato a un sufficiente contenimento della spesa.

Le politiche di bilancio nella strategia di crescita dell'Europa

Nella riunione di Stoccolma del marzo 2001, il Consiglio europeo ha approvato un documento strategico per il miglioramento della qualità e della sostenibilità delle finanze pubbliche, al fine di potenziare il contributo di queste ultime alla crescita e all'occupazione. La strategia è incentrata su tre assi principali. In primo luogo, le Amministrazioni pubbliche dovrebbero sostenere la stabilità del contesto macroeconomico mediante il risanamento dei conti pubblici e la diminuzione del debito, e promuovere altresì ulteriori interventi di riforma del

mercato del lavoro e del sistema previdenziale. In secondo luogo, esse dovrebbero rendere i sistemi fiscali e di sicurezza sociale più favorevoli all'occupazione, mediante sgravi fiscali e una riforma della spesa sociale. Infine, dovrebbero riorientare la spesa pubblica verso la formazione di capitale fisico e umano. Il documento presenta una strategia globale che, instaurando un circolo virtuoso fra risanamento, sostenibilità e crescita, contribuirebbe all'espansione economica e all'occupazione.

Per il raggiungimento di questi obiettivi è indispensabile poter contare su istituzioni adeguate, capaci di creare gli incentivi a perseguire politiche orientate alla stabilità e alla sostenibilità. Analogamente, sarebbe opportuno considerare una riforma delle regole e delle istituzioni che governano le politiche di imposizione e di spesa nei paesi dell'area dell'euro. In quest'ottica, le norme che regolano l'intervento pubblico nelle attività di finanziamento e di fornitura di beni, servizi e sicurezza sociale, nonché le forme di tale intervento, andrebbero vagliate e, ove opportuno, sottoposte a riforma.

dalla situazione economica. Questo comportamento asimmetrico, se perdurante nel tempo, genera una tendenza crescente della spesa pubblica e del disavanzo netto in rapporto al PIL, che può mettere a repentaglio la sostenibilità delle finanze pubbliche.

I progressi nella riforma strutturale delle finanze pubbliche

La riforma strutturale delle finanze pubbliche dovrebbe costituire un tema prioritario, coerentemente con le conclusioni del Consiglio europeo tenutosi a Lisbona del 2000 sul rafforzamento del potenziale di crescita dell'Europa. L'attuazione di opportuni interventi di riforma fiscale, promuovendo la crescita, non solo migliora il benessere economico, ma contribuisce altresì alla sostenibilità delle finanze pubbliche nel lungo periodo (cfr. riquadro 5). Nel complesso, tuttavia, i progressi compiuti nel migliorare la funzione svolta dalle finanze pubbliche nel sostenere la crescita potenziale sono stati limitati.

Gli sgravi fiscali già attuati o quelli programmati sono benvenuti da un punto di vista strutturale, in quanto possono migliorare la crescita economica di medio lungo periodo. Tuttavia essi dovrebbero essere preceduti, o quanto meno accompagnati, dal contenimento della spesa in modo da non rischiare di compromettere il raggiungimento o il mantenimento di posizioni di bilancio solide. Dato il ruolo di promozione della crescita svolto dagli investimenti pubblici, tale contenimento dovrebbe concentrarsi sulle spese correnti. Nel 2002, al contrario, si prevede che l'incidenza della spesa primaria in rapporto al PIL aumenterà di mezzo punto percentuale. Inoltre dato che in passato gli sconfinamenti della spesa hanno spesso ostacolato gli sforzi di risanamento, l'introduzione di efficaci meccanismi di controllo e di contenimento della spesa a tutti i livelli delle Amministrazioni pubbliche rafforzerebbe la credibilità degli obiettivi di bilancio.

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

Nel 2001 l'economia mondiale si è deteriorata in misura significativa

Dopo l'espansione eccezionale del 2000, nel corso del 2001 l'economia mondiale ha rallentato notevolmente. Si stima che il suo tasso di crescita nel 2001 sia stato pari al 2 per cento, contro il 4,6 dell'anno precedente, il

più elevato dalla metà degli anni ottanta. Il commercio mondiale ha decelerato ancora più nettamente, dal 12,5 a un tasso stimato pari allo 0,7 per cento. Determinanti di rilievo di questo rallentamento sono state il calo della domanda, soprattutto negli Stati Uniti, nel settore delle tecnologie dell'informazione e delle comunicazioni (TIC), il peggioramento

Riquadro 6

Le determinanti della sincronizzazione internazionale del ciclo economico

L'elevato grado di sincronizzazione tra le principali economie costituisce una caratteristica rilevante del rallentamento dell'economia mondiale nel 2001. Il fatto che i cicli economici siano più sincronizzati è un fattore importante da considerare nelle previsioni e nelle decisioni di politica economica. In particolare, se l'aumento osservato nella sincronizzazione dei cicli economici è ascrivibile al rafforzamento dei meccanismi di trasmissione tra cicli nei diversi paesi, associato al processo di globalizzazione, persino economie relativamente chiuse e di grandi dimensioni potrebbero essere più esposte agli effetti legati alla propagazione degli stimoli provenienti dall'estero (effetti di *spillover*). In tal caso, nel valutare lo scenario per un particolare paese, si dovrebbe attribuire un ruolo più rilevante al contesto internazionale. I principali fattori che determinano la sincronizzazione internazionale del ciclo economico sono i legami commerciali, la diversificazione internazionale delle attività finanziarie, gli effetti di *spillover* del clima di fiducia e gli shock comuni.

In generale, l'interdipendenza economica tra paesi è, in misura rilevante, un riflesso dei legami di natura commerciale. Nel lungo termine, questi legami, che si esplicano attraverso il commercio internazionale, hanno registrato una tendenza all'intensificazione, in quanto i volumi scambiati sono cresciuti più rapidamente del prodotto mondiale. Per esempio, nell'ultimo decennio, il grado di apertura dell'area dell'euro è notevolmente aumentato. L'esportazione di beni verso paesi esterni all'area è passata dal 9 per cento del PIL nel 1991 a oltre il 15 per cento nel 2000. Analogamente, le importazioni di beni sono salite dall'11 al 16 per cento del PIL nello stesso periodo. Le catene di produzione a livello internazionale, che costituiscono una delle determinanti della maggiore apertura osservata, sono diventate un fattore rilevante per spiegare gli effetti di *spillover* trasmessi attraverso il canale commerciale. Per esempio, negli Stati Uniti il recente rallentamento è fortemente collegato a un brusco calo della domanda interna di prodotti delle tecnologie dell'informazione e delle comunicazioni (TIC), oggetto di intenso scambio e che coinvolgono catene di produzione internazionali. Di conseguenza, il rallentamento iniziato in quel paese nella seconda metà del 2000 si è rapidamente trasmesso alle piccole economie aperte del Sud-Est asiatico, i principali produttori di prodotti TIC e tra i maggiori importatori di beni da paesi terzi, tra cui l'area dell'euro. Nella recente fase di rallentamento, l'area dell'euro è stata esposta non solo agli effetti diretti, tramite il canale del commercio, del rallentamento dell'economia statunitense, ma anche agli effetti indiretti, via paesi terzi, riconducibili all'impatto del rallentamento statunitense sul Sud-Est asiatico e su altre aree del mondo. Nondimeno questi ultimi sono stati percepiti solo nel corso del 2001.

Queste considerazioni mettono in evidenza come l'entità della trasmissione non possa essere ricondotta interamente al canale del commercio. In tale contesto, l'attenzione si è più di recente rivolta ai legami di natura finanziaria. Negli ultimi anni, soggetti privati, imprese e investitori istituzionali hanno fortemente aumentato la diversificazione internazionale delle proprie attività e passività. Più specificatamente, le imprese hanno considerevolmente ampliato la loro attività di produzione internazionale, in particolare attraverso fusioni e acquisizioni, e il fatturato delle consociate estere generalmente rappresenta una quota crescente di quello totale. Tra il 1980 e il 2000, le attività e passività sull'estero dei residenti di tutte le principali economie avanzate sono più che raddoppiate in percentuale del PIL. Fatta eccezione per il Giappone, negli anni novanta la diversificazione internazionale delle attività ha subito una notevole accelerazione. Alla fine del millennio, la somma delle attività e delle passività sull'estero in molte delle principali economie era prossima al 100 per cento del PIL. Come conseguenza degli investimenti internazionali, sia le imprese sia le famiglie possono essere divenute più direttamente esposte agli sviluppi che avvengono all'estero. Inoltre, probabilmente come riflesso dell'aumento degli investimenti internazionali, i mercati finanziari hanno registrato una maggiore correlazione negli ultimi anni, in particolare per quanto concerne i rendimenti azionari. Le quotazioni azionarie influenzano le condizioni finanziarie delle imprese e la ricchezza delle famiglie. Di conseguenza, la correlazione dei prezzi delle azioni può di per sé potenzialmente costituire un significativo canale di trasmissione. I legami di natura finanziaria, pertanto, potrebbero avere svolto un qualche ruolo nel recente episodio di sincronizzazione.

Anche gli effetti di *spillover* del clima di fiducia possono influenzare la trasmissione del ciclo economico. Se da un lato una elevata correlazione tra paesi degli indicatori del clima di fiducia può essere un mero riflesso

della sottostante elevata correlazione del ciclo economico reale tra paesi, dall'altro ciò potrebbe anche essere il risultato di effetti di *spillover*. Per esempio, se i residenti "imitano" semplicemente il comportamento delle loro controparti estere, potrebbero manifestarsi effetti di *spillover* del clima di fiducia indipendentemente dall'esistenza di legami economici. Una forte correlazione tra indicatori del clima di fiducia delle imprese è stata osservata tra gli Stati Uniti e l'area dell'euro nel periodo 1999-2001, con un coefficiente di correlazione che ha raggiunto lo 0,8 (con un ritardo di tre trimestri rispetto agli Stati Uniti), contro lo 0,4 registrato nel periodo 1990-2001.¹

L'andamento parallelo della crescita nelle principali aree economiche del mondo, recentemente osservato, potrebbe tuttavia riflettere anche gli effetti di shock comuni. Fin dalla prima crisi petrolifera all'inizio degli anni settanta, rallentamenti notevoli dell'economia mondiale sono stati spesso associati al ritardato impatto di bruschi rialzi dei prezzi del petrolio. Questo potrebbe essere vero anche per il rallentamento delle principali economie mondiali nel 2001, perché i prezzi petroliferi espressi in dollari statunitensi sono più che triplicati nel periodo 1999-2000. Nondimeno, una valutazione attendibile dell'importanza relativa delle varie possibili determinanti della sincronizzazione osservata del ciclo economico richiederebbe fondamenti teorici ed empirici più solidi di quelli attualmente a disposizione.

1 FMI, World Economic Outlook, ottobre 2001, riquadro 2.1.

generalizzato delle condizioni economiche mondiali e gli effetti ritardati del forte rincaro del petrolio nel 2000 (cfr. riquadro 6). Gli attentati terroristici dell'11 settembre 2001 hanno acuito l'incertezza e hanno avuto ripercussioni di breve durata, ancorché immediate, sull'attività economica.

Nel 2001 si è interrotta la fase decennale di espansione dell'economia statunitense e nel novembre dello stesso anno il *National Bureau of Economic Research* (NBER) ha dichiarato che il paese era in recessione da marzo. Nel suo comunicato, il NBER ha sottolineato il ruolo degli attentati dell'11 settembre nell'accentuare il già pronunciato rallentamento del PIL in termini reali (all'1,2 per cento nel 2001, dal 4,1 nell'anno precedente). Al contempo, la produttività del lavoro nel settore delle imprese non agricole è aumentata in media dell'1,9 per cento, contro il 3,3 del 2000. A deprimere l'espansione del PIL nel corso del 2001 è stato soprattutto il netto ridimensionamento delle scorte e degli investimenti privati non residenziali (diminuiti dell'1,9 per cento in termini reali dopo essere aumentati del 7,6 per cento nel 2000). In generale, nel 2001 la crescita del prodotto è stata sorretta dall'espansione dei consumi privati, che ha fornito un contributo di 2,1 punti percentuali (contro i 3,3 del 2000), e dalla spesa pubblica. Per contro, il deciso ridimensionamento delle esportazioni in termini

reali, rispetto alle importazioni, ha portato a -0,1 punti percentuali, a fronte di -0,8 del 2000, il contributo dell'interscambio netto con l'estero all'espansione del PIL.

In questo contesto, gli squilibri dell'economia statunitense non si sono interamente corretti. In particolare, l'indebitamento del settore privato è continuato a crescere, mentre il rapporto tra *cash flow* netto e servizio del debito per il settore delle imprese è diminuito. L'espansione del debito delle famiglie è anch'essa proseguita, e l'onere per il servizio del debito gravante sulle famiglie è rimasto su livelli storicamente elevati. Inoltre, il rallentamento dell'economia statunitense ha contribuito solo marginalmente a migliorare il rapporto tra il disavanzo del conto corrente e il PIL, sceso al 4,1 per cento nel 2001, dal 4,5 del 2000.

Per quanto concerne l'inflazione, il calo delle quotazioni petrolifere ha concorso alla significativa riduzione delle spinte inflazionistiche negli Stati Uniti. Nel 2001 il tasso di variazione dei prezzi al consumo e di quelli alla produzione è sceso rispettivamente al 2,8 e al 2,0 per cento, dal 3,3 e 3,6 nel 2000. Nondimeno, malgrado l'indebolimento della domanda interna, il tasso di crescita dell'indice dei prezzi al consumo (IPC) al netto dei prodotti alimentari e di quelli energetici – che offre un quadro più attendibile delle pressioni

di fondo sui prezzi – è leggermente aumentato al 2,6 per cento, dal 2,4 del 2000.

Nel contesto di un rallentamento dell'attività economica più accentuato e protratto del previsto, il Federal Open Market Committee (FOMC) del Federal Reserve System ha abbassato il proprio obiettivo per il tasso sui *federal funds* in varie riprese nel corso dell'anno fino a portarlo, l'11 dicembre 2001, all'1,75 per cento, il livello più basso degli ultimi quaranta anni, dal 6,5 della fine del 2000. Secondo i comunicati ufficiali del FOMC, nel 2001 gli interventi di politica monetaria sono stati guidati dal persistere di prospettive di peggioramento delle condizioni economiche, a seguito della correzione nel settore delle imprese e del concomitante rallentamento dei consumi privati. Nel febbraio 2001, la nuova Amministrazione ha presentato al Congresso una proposta di riduzione permanente delle entrate, soprattutto di quelle provenienti dalle imposte personali sul reddito. In maggio, il Congresso ha approvato una risoluzione che fissava la riduzione complessiva del gettito fiscale per il periodo 2002-11 a 1.350 miliardi di dollari statunitensi, contro i 1.600 inizialmente proposti dall'Amministrazione.

In Giappone, dopo gli incerti segnali di ripresa nel 2000, la situazione economica è peggiorata sensibilmente, in parte per la decelerazione della domanda mondiale nel 2001, in un quadro caratterizzato da problemi strutturali nel settore delle imprese private e da una continua caduta dei prezzi delle attività. In linea con il rapido calo della crescita delle esportazioni, e in un contesto di scorte in aumento, la produzione industriale è diminuita per gran parte dell'anno, soprattutto nel comparto dei macchinari elettrici a elevato contenuto di TIC. La debolezza del settore manifatturiero si è estesa in misura crescente ad altri ambiti dell'economia e ha determinato un netto deterioramento delle condizioni del mercato del lavoro: in dicembre la disoccupazione ha raggiunto il livello record del 5,5 per cento e il numero delle ore di lavoro straordinario ha registrato un rapido calo. Con la riduzione della spesa per consumi privati e la decelerazione degli investimenti

privati non residenziali, nel secondo e nel terzo trimestre del 2001 la crescita complessiva del PIL è stata negativa, destando preoccupazione per l'aumento dei crediti bancari in sofferenza e in generale per le condizioni del settore finanziario.

Sul fronte dei prezzi, le pressioni deflazionistiche sono andate accentuandosi per gran parte dell'anno, determinando un calo medio dell'IPC pari allo 0,7 per cento. In tale contesto, nel 2001 la Banca del Giappone ha adottato varie decisioni intese ad allentare le condizioni monetarie. In particolare, alla metà di marzo ha modificato il proprio obiettivo operativo principale per le operazioni di mercato monetario, passando dal *call rate* sui depositi *overnight* non garantiti da collaterale al saldo sui conti correnti presso la banca centrale. Ha inoltre dichiarato che la nuova strategia operativa resterà in vigore fino a quando il tasso di variazione annua dell'IPC (esclusi i beni deperibili) non tornerà a essere stabilmente positivo. Inizialmente posto pari a 5.000 miliardi di yen, l'obiettivo per il saldo sui conti correnti detenuti presso la banca centrale è stato successivamente aumentato a più riprese, fino ad attestarsi entro una fascia compresa tra i 10.000 e i 15.000 miliardi di yen. Inoltre, l'ammontare degli acquisti in via definitiva di titoli di Stato a lunga scadenza è stato portato da 400 a 1.000 miliardi di yen al mese. In seguito a questa strategia, il *call rate* sui depositi *overnight* non garantiti è stato mantenuto su valori prossimi allo zero. Per quanto concerne le politiche fiscali, in novembre il Parlamento giapponese ha approvato un bilancio supplementare relativo all'esercizio 2001, contenente nuove misure di spesa per 3.000 miliardi di yen, che mirava soprattutto a sostenere le riforme strutturali, compresi i provvedimenti per rafforzare il sistema della sicurezza sociale, e all'inizio del 2002 ha deliberato un secondo pacchetto supplementare per 2.600 miliardi di yen. Di conseguenza, nel 2001 il disavanzo di bilancio complessivo dell'Amministrazione pubblica è salito al 6,4 per cento del PIL, determinando nello stesso anno un aumento del rapporto fra debito e PIL al 132 per cento.

In Asia, numerose economie emergenti hanno registrato un netto peggioramento della congiuntura per il crollo delle esportazioni di TIC. In molte delle economie di piccole dimensioni e aperte, la flessione dell'interscambio con l'estero si è trasmessa all'economia interna, determinando crescenti pressioni su imprese e famiglie e indebolendo di conseguenza la domanda interna. Inoltre, in parte per la crescente incertezza economica e per l'evoluzione delle variabili internazionali, gli afflussi netti di capitali privati hanno rallentato, contribuendo a deprimere ulteriormente l'attività economica. Pertanto, nell'anno le economie aperte più dipendenti dall'evoluzione del settore delle TIC hanno registrato una contrazione del prodotto. Quelle più chiuse, la Cina e l'India, hanno invece risentito in misura assai minore dell'evoluzione delle condizioni esterne, e hanno messo a segno una robusta espansione del PIL, stimata pari rispettivamente al 7,3 e al 5,0 per cento, grazie al vigore degli investimenti interni e della spesa per consumi. In tale contesto, la flessione della crescita del PIL nell'area ha determinato un calo dell'inflazione, rafforzato dalla discesa dei prezzi del petrolio nell'ultima parte dell'anno.

Rispetto agli altri mercati emergenti, i paesi in transizione hanno sostenuto relativamente bene il rallentamento mondiale e le conseguenze degli attentati terroristici dell'11 settembre 2001. In gran parte di questi paesi, l'espansione del prodotto è stata piuttosto robusta nel primo semestre dell'anno e si è ridotta solo gradualmente a partire dalla seconda metà del 2001, in seguito all'indebolirsi della crescita delle esportazioni. Nel complesso, i mercati finanziari hanno risposto in modo relativamente positivo agli episodi di turbolenza internazionale, come sta a indicare la reazione contenuta dei differenziali di rendimento sulle obbligazioni del debito pubblico agli avvenimenti in Argentina e in Turchia. In Russia, la crescita del PIL in termini reali è stata stimata pari al 5 per cento nel 2001, dall'8,3 del 2000. Grazie al precedente rincaro dei corsi petroliferi, la situazione delle finanze pubbliche e il saldo esterno del paese sono migliorati, ridimensionando altresì in

misura cospicua l'esposizione debitoria sull'estero della Russia. Nondimeno, nel corso dell'anno i fattori esterni che avevano sostenuto l'espansione del prodotto si sono indeboliti in un contesto di prezzi del petrolio declinanti, tasso di cambio reale apprezzato e una congiuntura internazionale divenuta meno favorevole.

Anche in gran parte dei paesi dell'Europa centrale e orientale la crescita ha iniziato a flettere, dopo i livelli sostenuti della prima metà dell'anno. In molte economie l'inflazione si è ridotta, in parte riflettendo l'indebolimento dell'attività economica e le politiche monetarie orientate alla stabilità. I timori principali hanno riguardato il sensibile peggioramento dei disavanzi pubblici, solo parzialmente riconducibile alle spese strutturali connesse al processo di transizione. Nella Repubblica Ceca, l'espansione del prodotto ha raggiunto il suo ritmo massimo durante il primo trimestre del 2001, alimentata dalla robusta domanda interna e da consistenti flussi di investimenti diretti esteri, per poi decelerare nella seconda metà dell'anno. Analogamente, in Ungheria essa è stata inizialmente sorretta dalla ripresa dei consumi delle famiglie. Nondimeno, nel corso dell'anno si sono progressivamente avvertiti gli effetti crescenti della minore domanda estera, come attestano l'indebolimento del settore manifatturiero orientato alle esportazioni e la modesta crescita degli investimenti. In Polonia, il contesto interno sfavorevole e, successivamente, la minore domanda dall'estero hanno ridotto il ritmo di aumento del PIL appena al di sopra dell'1 per cento nel 2001, dal 4 del 2000.

In Turchia, la debolezza delle variabili economiche fondamentali e la notevole vulnerabilità del settore bancario hanno determinato la fluttuazione della lira turca verso la fine del febbraio 2001, accentuando le tensioni inflazionistiche. Nella seconda metà dell'anno, anche grazie all'intervento dell'FMI, i timori del mercato circa la sostenibilità del debito interno si sono alquanto moderati, come attesta il significativo miglioramento di una serie di indicatori del mercato finanziario.

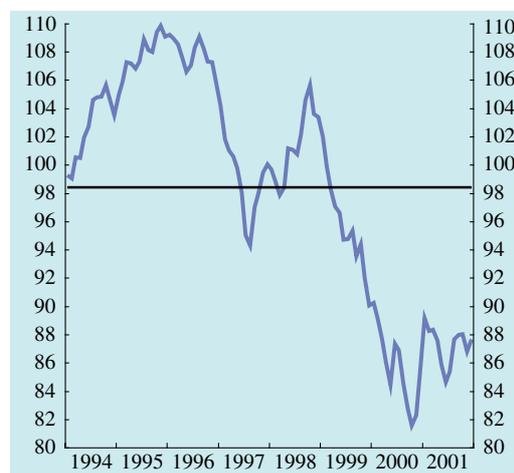
Nel 2001, i paesi dell'America latina sono stati influenzati negativamente dall'indebolimento della congiuntura internazionale e dall'aggravarsi della crisi economica in Argentina. Di conseguenza, dopo i robusti ritmi di espansione dell'anno precedente, la crescita nell'area si è arrestata. In Argentina, il sostegno finanziario delle organizzazioni multilaterali – accompagnato da imponenti programmi di ristrutturazione del debito e da misure di austerità fiscale – non è riuscito a evitare un clima di grave incertezza e il calo dell'attività economica. Tali andamenti negativi hanno condotto all'inadempienza del governo nell'onorare i propri obblighi di pagamento e – agli inizi del 2002 – all'abbandono del sistema di *currency board* in vigore da dieci anni. La turbolenza finanziaria in Argentina ha concorso fino a ottobre al peggioramento della situazione economica del Brasile, il quale – dopo aver iniziato l'anno con una robusta crescita – è stato anch'esso influenzato negativamente dal rallentamento mondiale e da serie insufficienze nella produzione interna di energia. Inoltre, i flussi di investimenti diretti esteri verso il Brasile sono calati nettamente rispetto ai livelli eccezionali dell'anno precedente, evidenziando la vulnerabilità del paese agli shock esterni negativi. Le difficoltà nell'America del Sud sembrano aver scarsamente influito sull'economia del Messico, che, tuttavia, ha registrato una pronunciata decelerazione, oltretutto per la riduzione della spesa pubblica, a seguito degli andamenti negli Stati Uniti e del calo dei prezzi petroliferi, essendo il Messico un esportatore netto di petrolio.

In Africa, l'unica tra le principali regioni, la crescita nel 2001 è stata più elevata di quella dell'anno precedente (circa il 4 per cento, a fronte del 2,8 nel 2000), soprattutto per la fine della siccità nei paesi del Magreb. Tuttavia, con le esportazioni che pesano più di un terzo sul PIL africano, l'attività economica nella regione è stata influenzata anche dal rallentamento globale. Inoltre, per gran parte delle materie prime non petrolifere, le condizioni del mercato, non sempre strettamente dipendenti dal ciclo globale, sono rimaste relativamente deboli nel 2001.

Figura 20

Tasso di cambio effettivo nominale dell'euro¹⁾

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



Fonte: BCE.

1) I dati sono elaborazioni della BCE (cfr. l'articolo I tassi di cambio effettivi nominali e reali dell'euro, nel numero di aprile 2000 del Bollettino mensile). Un aumento dell'indice rappresenta un apprezzamento dell'euro. La linea orizzontale corrisponde alla media nel periodo considerato (gennaio 1994 – dicembre 2001).

Euro sostanzialmente stabile nella seconda metà del 2001

Dopo il forte recupero degli ultimi mesi del 2000 e dell'inizio di gennaio 2001, il valore esterno dell'euro è gradualmente diminuito in termini effettivi nominali fino a raggiungere un livello minimo a giugno 2001. Nella seconda metà dell'anno, tuttavia, la moneta unica si è rafforzata e successivamente si è stabilizzata a livelli lievemente superiori alla media del 2000 (cfr. figura 20). Tale evoluzione si è realizzata in un contesto caratterizzato da un rallentamento dell'attività economica mondiale e da un'accresciuta incertezza riguardo alle prospettive di crescita relativa delle principali aree economiche. Nel complesso, alla fine del 2001 il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro era inferiore di oltre il 2 per cento rispetto ai livelli di inizio anno, ma superiore di oltre l'1,5 per cento rispetto alla media del 2000. Il 5 marzo 2002, data dell'ultimo aggiornamento dei dati utilizzati per questo Rapporto annuale, il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro si era

deprezzato dell'1,1 per cento rispetto alla media del 2001. L'andamento dei tassi di cambio effettivi reali dell'euro, che tengono conto dei differenziali in termini di dinamica dei prezzi e dei costi del lavoro tra l'area dell'euro e i suoi partner commerciali, ha seguito abbastanza da vicino quello dell'indice nominale.

Alla fine del 2000 e agli inizi del 2001, l'euro si è apprezzato rispetto al dollaro statunitense, in presenza di segnali di un imminente rallentamento negli Stati Uniti. Successivamente, la moneta europea ha tuttavia perso terreno sul dollaro per gran parte del primo semestre del 2001, fino a toccare un minimo di 0,8384 dollari il 6 luglio. Tale andamento sarebbe da collegare alla diffusione di numerosi indicatori economici che confermavano un rallentamento nell'area dell'euro, nonché alla percezione prevalente sui mercati finanziari secondo la quale l'economia degli Stati Uniti avrebbe ripreso a crescere più rapidamente di quella dell'area dell'euro. In agosto, al venir meno delle prospettive di un rapido recupero dell'attività economica statunitense, l'euro è tornato ad apprezzarsi sul dollaro; il rafforzamento ha tratto ulteriore impulso dal contesto di accresciuta avversione internazionale al rischio creatosi dopo i tragici eventi dell'11 settembre. Con l'attenuarsi delle incertezze sui mercati, nei mesi successivi la moneta unica si è stabilizzata a un livello lievemente inferiore. Alla fine dell'anno, l'euro era quotato a 0,88 dollari statunitensi, un valore di quasi il 6,5 per cento inferiore a quello dell'inizio dell'anno e di oltre il 4,5 per cento inferiore alla media del 2000. Il 5 marzo 2002 l'euro veniva scambiato a 0,87 dollari statunitensi, con un deprezzamento del 3,1 per cento rispetto alla media del 2001.

Nel 2001 l'euro si è apprezzato rispetto allo yen. Per gran parte della prima metà dell'anno, l'euro è stato scambiato a livelli prossimi a quelli raggiunti dopo il consistente apprezzamento realizzato rispetto alla valuta giapponese nell'ultimo trimestre del 2000. Pressioni temporanee al ribasso hanno ridotto il valore dell'euro a maggio, quando diveniva più solida l'evidenza circa l'entità del rallentamento economico nell'area dell'euro.

Durante l'estate, tuttavia, il peggioramento del quadro economico in Giappone ha contribuito alla ripresa dell'euro, che è tornato vicino ai livelli osservati all'inizio dell'anno. Tra settembre e novembre l'euro veniva scambiato a valori medi di 108,95 yen, ma verso la fine dell'anno si è apprezzato significativamente in presenza di un ulteriore peggioramento del quadro economico in Giappone. Il 28 dicembre, l'euro era quotato a 115,33 yen, con un apprezzamento di circa il 6,5 per cento rispetto all'inizio del 2001 e di quasi il 16 per cento rispetto alla media del 2000. Il 5 marzo 2002 era scambiato a 114,46 yen, con un apprezzamento del 5,3 per cento rispetto alla media del 2001.

Per quanto riguarda infine il franco svizzero, nel corso dell'anno e almeno fino a settembre il suo andamento rispetto all'euro è stato nel complesso stabile. Gli attentati terroristici contro gli Stati Uniti ne hanno determinato un apprezzamento nei confronti dell'euro, probabilmente in relazione al ruolo di valuta "rifugio" della moneta elvetica. A fine 2001, l'euro aveva recuperato solo parte delle perdite e il 5 marzo era quotato a 1,48 franchi svizzeri.¹

Calo del disavanzo del conto corrente nel 2001

Il conto corrente dell'area dell'euro ha registrato un disavanzo pari a 9,3 miliardi di euro nel 2001, a fronte di quello di 70,1 miliardi dell'anno precedente (tutti i dati si riferiscono agli Euro 12). Questa riduzione del disavanzo è riconducibile soprattutto dall'aumento dell'avanzo dei beni (da 11,7 miliardi di euro nel 2000 a 74,1 nel 2001), oltretutto a una inversione di segno del saldo dei servizi, passato nello stesso periodo da un disavanzo di 5,2 miliardi di euro a un avanzo di 1,5 miliardi. Ciò è stato solo in parte controbilanciato dall'aumento di 10,2 miliardi di euro, a 37,7 miliardi, del passivo dei redditi nel 2001 rispetto all'anno precedente. Il disavanzo dei

¹ L'evoluzione dell'euro nei confronti della corona danese, di quella svedese e della sterlina inglese è esaminata nel Capitolo IV.

Riquadro 7

La dinamica del commercio in volume dell'area dell'euro dopo la crisi asiatica

Dopo essere cresciuto vigorosamente nella prima metà del 2000, il volume delle importazioni di beni dall'esterno dell'area dell'euro, corretto per gli effetti della stagionalità, ha cominciato a diminuire nel quarto trimestre del 2000; il calo del volume delle esportazioni verso l'estero è invece iniziato il trimestre successivo, ma la contrazione è stata meno netta rispetto a quella delle esportazioni all'interno dell'area (equivalenti, se si escludono le discrepanze statistiche, alle importazioni all'interno dell'area). Per analizzare l'entità del rallentamento del commercio con l'estero nel 2000-01, è utile fare un raffronto con l'andamento degli scambi durante la crisi asiatica del 1998. La fase congiunturale negativa del 2000-01 appare imputabile a un rallentamento della domanda sia interna sia estera, con un calo delle esportazioni sia verso l'estero sia all'interno dell'area, mentre la crisi asiatica è stata essenzialmente uno shock esterno; tuttavia essa sembra avere prodotto un aumento permanente della penetrazione delle importazioni provenienti da alcuni paesi asiatici, a fronte di un livello delle esportazioni dell'area verso diversi paesi asiatici rimasto inferiore ai livelli del 1997.

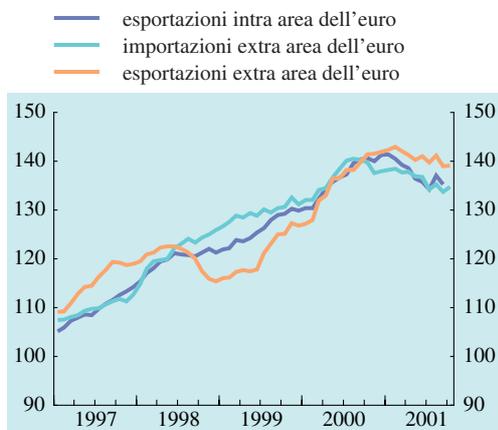
Il raffronto fra l'andamento recente del commercio in volume tra paesi dell'area e con l'esterno dell'area dell'euro e la crisi asiatica

Dall'inizio del 1997 e fino alla metà del 2000, il volume delle importazioni destagionalizzate di beni, provenienti dall'interno e dall'esterno dell'area dell'euro, è cresciuto in modo vigoroso, mentre le esportazioni verso l'esterno sono diminuite nella seconda metà del 1998, prima di avviare una netta ripresa nel 1999. Di conseguenza, le esportazioni verso l'esterno sembrano aver risentito fortemente della crisi asiatica, che invece non avrebbe influito in modo sostanziale sull'interscambio nell'area e sulle importazioni dall'esterno.

Il volume delle importazioni dall'esterno dell'area ha cominciato a diminuire nel quarto trimestre del 2000, mentre le esportazioni verso l'esterno hanno cominciato a calare successivamente, nel primo trimestre del 2001 (cfr. la figura sul commercio, in volume, tra paesi dell'area dell'euro e con il resto del mondo). Singolarmente, il calo delle esportazioni verso l'esterno avvenuto nel 2000-01 appare abbastanza contenuto rispetto a quello osservato durante la crisi asiatica, nonostante il più forte rallentamento della domanda estera nel 2000-01

Esportazioni all'interno dell'area dell'euro ed esportazioni e importazioni con il resto del mondo, in volume

(indice: 1995=100; media mobile a tre mesi)

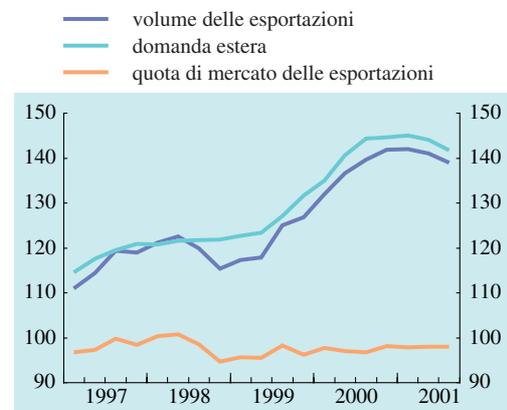


Fonti: Eurostat e BCE.

Nota: tutti i dati sono mensili e destagionalizzati.

Esportazioni dell'area dell'euro verso il resto del mondo in volume, domanda estera e quota di mercato delle esportazioni

(indice: 1995=100)



Fonti: Eurostat e BCE.

Nota: tutti i dati sono trimestrali e destagionalizzati. La quota di mercato delle esportazioni è ricavata dividendo il volume delle esportazioni dell'area dell'euro verso il resto del mondo per la domanda estera.

(cfr. la figura sulle esportazioni in volume verso il resto del mondo, la domanda estera e la quota delle esportazioni). Anche se il calo dei volumi delle esportazioni verso l'estero durante la crisi asiatica appare in parte riconducibile all'apprezzamento delle monete nazionali europee oggi sostituite dall'euro, il calo delle esportazioni verso l'estero nel 2001 si è imposto nonostante il livello relativamente basso del tasso di cambio effettivo dell'euro e sembra essere stato ampiamente sospinto dallo sfavorevole quadro economico globale. Inoltre, la quota di mercato delle esportazioni dell'area dell'euro è cresciuta in modo marginale nel 2001.

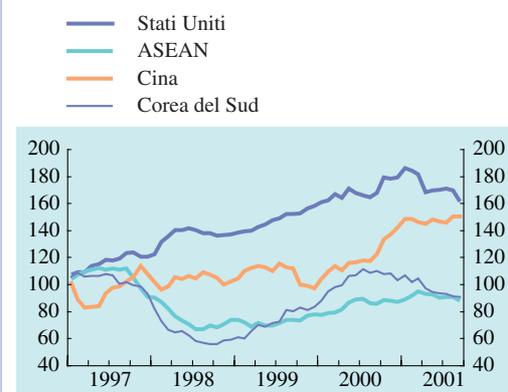
Nel 2000-01 il calo delle esportazioni all'interno dell'area dell'euro è stato lievemente superiore a quello delle esportazioni verso l'esterno. Di fatto, la situazione è ben diversa rispetto alla crisi asiatica, quando le esportazioni verso l'estero sono calate in misura molto sensibile, a fronte del protrarsi della crescita dell'interscambio nell'area. Analogamente, gli effetti della fase negativa nel 2000-01 appaiono relativamente più diffusi in quanto imputabili a un rallentamento che ha interessato tanto l'area dell'euro che la domanda esterna, mentre la crisi asiatica era essenzialmente uno shock esterno.

L'andamento dello scambio con i partner commerciali al di fuori dell'area dopo la crisi asiatica

Nel raffrontare l'evoluzione dei volumi del commercio nel 2000-01 con quella degli anni successivi alla crisi asiatica, è importante scomporre lo scambio con l'esterno nel commercio con gli Stati Uniti e con i principali partner commerciali in Asia (escluso il Giappone). La figura seguente indica che il volume delle esportazioni dell'area verso alcuni paesi asiatici è diminuito in misura significativa nel periodo successivo alla crisi asiatica, anche se non tutti i paesi ne hanno risentito nello stesso modo; mentre le esportazioni verso la Cina sono diminuite, per poi migliorare alquanto rapidamente, le esportazioni verso i paesi ASEAN e la Corea del Sud sono diminuite a un ritmo regolare per un periodo prolungato e non sono più tornate sui livelli precedenti la crisi. Ciò è probabilmente riconducibile sia agli effetti di competitività sia al calo più duraturo della domanda interna nei paesi ASEAN, a fronte di una domanda cinese vigorosa in tutto il periodo. Di fatto, fra il luglio 1997 e il luglio 2001 il volume delle esportazioni dell'area dell'euro verso la Cina è aumentato del 41 per cento, mentre le esportazioni verso i paesi ASEAN sono diminuiti del 13 per cento nello stesso periodo. La figura indica inoltre che le esportazioni verso gli Stati Uniti sono cresciute molto velocemente fino al gennaio 2001 (quasi raddoppiando dal 1997), in parte per effetto della vigorosa crescita del PIL statunitense negli anni recenti. Considerata

Esportazioni dell'area dell'euro verso Stati Uniti, Cina, Corea del Sud e paesi dell'ASEAN in volume

(indice: 1995=100; media mobile centrata di tre mesi)

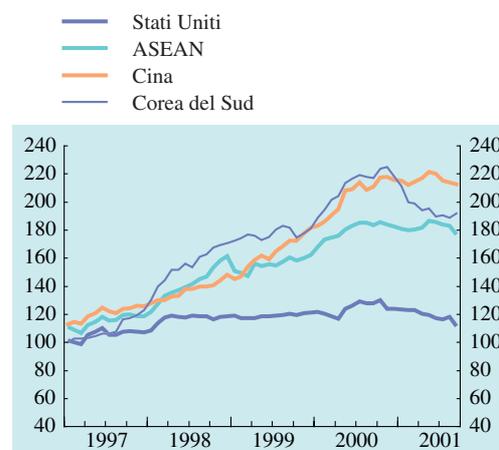


Fonti: Eurostat e BCE.

Nota: tutti i dati sono mensili e destagionalizzati. I membri dell'ASEAN sono: Brunei, Cambogia, Filippine, Indonesia, Laos, Malesia, Myanmar, Singapore, Thailandia e Vietnam.

Importazioni dell'area dell'euro da Stati Uniti, Cina, Corea del Sud e paesi dell'ASEAN in volume

(indice: 1995=100; media mobile centrata di tre mesi)



Fonti: Eurostat e BCE.

Nota: tutti i dati sono mensili e destagionalizzati.

l'importanza del mercato statunitense per le esportazioni dell'area dell'euro, le esportazioni verso gli Stati Uniti hanno probabilmente contribuito in misura eccezionale alla crescita delle esportazioni dell'area dell'euro dal 1997 in poi, influenzando in modo altrettanto significativo sul calo delle esportazioni dell'area verso l'esterno nel 2001, in linea con la fase recessiva attraversata dagli Stati Uniti.

La figura che precede raffronta il recente andamento delle importazioni con quello del periodo successivo alla crisi asiatica. Dopo il 1997 il volume delle importazioni provenienti da molti paesi asiatici è aumentato a un ritmo significativamente più rapido rispetto al resto delle importazioni dall'estero; in particolare si è verificato un incremento del 100 per cento delle importazioni in volume dalla Cina e dalla Corea del Sud. Per quanto riguarda quest'ultima, ciò è probabilmente riconducibile agli effetti di competitività associati al calo dei prezzi delle importazioni (espressi in euro), rimasti al di sotto dei livelli del 1997 nonostante il deprezzamento dell'euro dal 1999 in poi. Nel caso della Cina l'aumento del volume delle importazioni è più probabilmente connesso a un livello elevato di investimenti diretti.

Gli andamenti delle esportazioni e importazioni descritti in questo riquadro hanno implicato una variazione delle quote relative di Asia e Stati Uniti nel commercio dell'area dell'euro. Per esempio, la quota delle esportazioni dell'area dell'euro verso l'Asia è diminuita da circa il 22 per cento nel 1996 a poco meno del 19 nel 2000, contro un aumento di quella delle esportazioni verso gli Stati Uniti da circa il 13 per cento a oltre il 17. Nello stesso periodo, la quota delle importazioni dall'Asia è aumentata dal 24 per cento circa a poco oltre il 27, mentre la quota delle importazioni dagli Stati Uniti è rimasta praticamente invariata. In sintesi, sembra che la crisi asiatica abbia rafforzato il *trend* di una crescente penetrazione delle importazioni di paesi quali la Cina e la Corea del Sud nell'area dell'euro, lasciando i volumi delle esportazioni dell'area verso diversi paesi asiatici al di sotto dei livelli del 1997. Ciò è avvenuto nonostante i guadagni di competitività di prezzo risultanti dal deprezzamento dell'euro dal 1999 in poi.

trasferimenti si è mantenuto praticamente invariato.

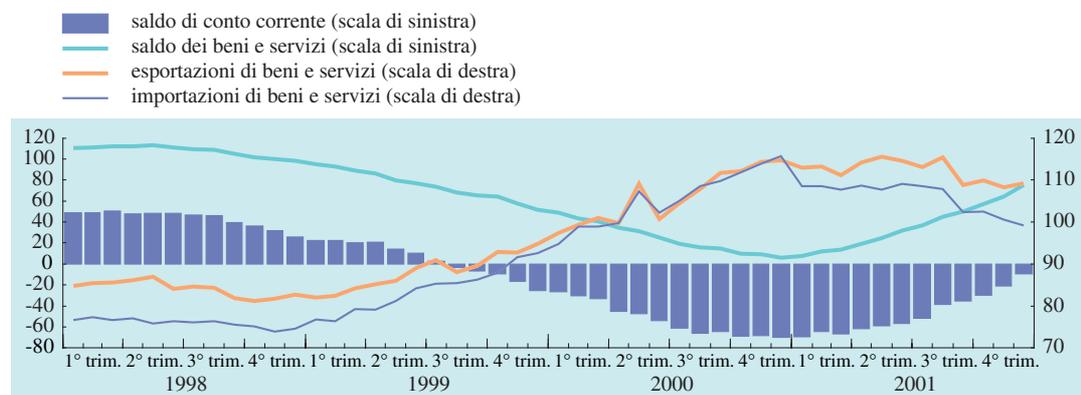
Benché nel corso dell'anno sia le esportazioni sia le importazioni di beni abbiano registrato una flessione in termini di quantità (per una trattazione dettagliata, cfr. riquadro 7) a causa

della minore domanda estera e interna all'area dell'euro, il calo è stato più pronunciato per le importazioni, il che spiega in parte l'aumento dell'attivo dei beni (cfr. figura 21). I prezzi all'importazione sono scesi del 9,9 per cento nei primi dieci mesi del 2001, dopo un aumento del 20,3 nel 2000. Ciò è ascrivibile

Figura 2 I

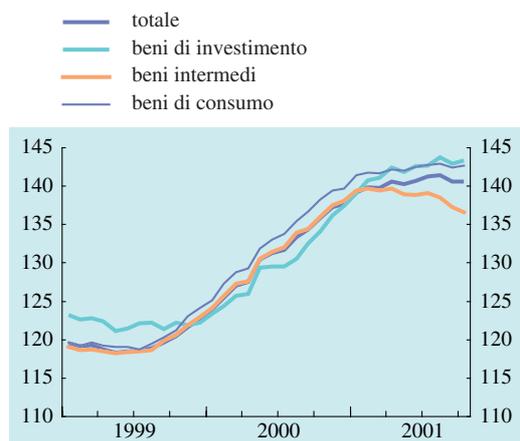
Saldo di conto corrente e commercio in beni e servizi dell'area dell'euro

(miliardi di euro; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

Nota: i dati si riferiscono agli Euro 12. Per i saldi: somma dei valori registrati negli ultimi dodici mesi.

Figura 22**Indici dei beni di consumo, intermedi e di investimento esportati verso il resto del mondo, in volume***(indice: 1995=100; dati non destagionalizzati; medie mobili a dodici mesi)*

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE su dati Eurostat.
 Nota: tutti i dati si riferiscono agli Euro 12; le ultime osservazioni si riferiscono a ottobre 2001.

soprattutto all'andamento del corso del petrolio, passato da 17,1 euro al barile nel 1999 a 31,0 nel 2000, per poi scendere a 27,8 nel 2001.

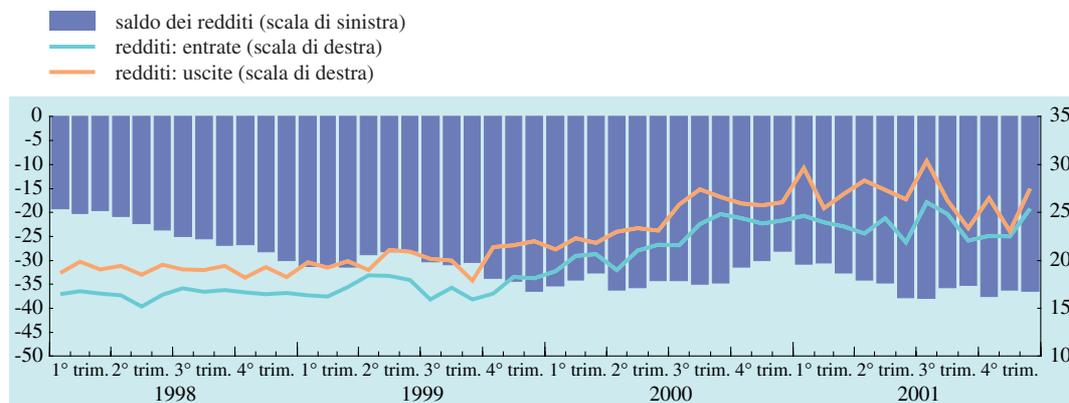
Dalla disaggregazione per categoria merceologica delle esportazioni verso l'esterno dell'area si evince come la contrazione dei

volumi di beni di consumo esportati abbia anticipato lievemente quella relativa ai beni intermedi e di investimento. Per i beni intermedi il calo è stato più accentuato rispetto alle altre due categorie (cfr. figura 22).

Con riferimento al conto dei redditi, la figura 23 evidenzia una diminuzione sia dei crediti sia dei debiti nella seconda parte dell'anno, soprattutto per il rallentamento dell'attività economica internazionale e la connessa flessione della profittabilità. Nondimeno, il calo degli introiti è stato più rapido di quello degli esborsi e ha pertanto determinato l'aumento del disavanzo della voce dei redditi nel 2001.

Diminuzione dei deflussi netti per investimenti diretti e di portafoglio nel 2001

Nel 2001 i deflussi netti per investimenti diretti e di portafoglio (53,0 miliardi di euro) sono stati inferiori al 2000 (87,6 miliardi), come indica la figura 24. Ciò è riconducibile principalmente all'inversione di segno del saldo relativo agli investimenti di portafoglio, da un consistente deflusso netto nel 2000 (102,8 miliardi) a un afflusso netto nel 2001 (40,9 miliardi), che è stata compensata solo in parte da un opposto cambiamento del saldo degli investimenti diretti, passato da un afflusso netto nel 2000 (15,2 miliardi di euro)

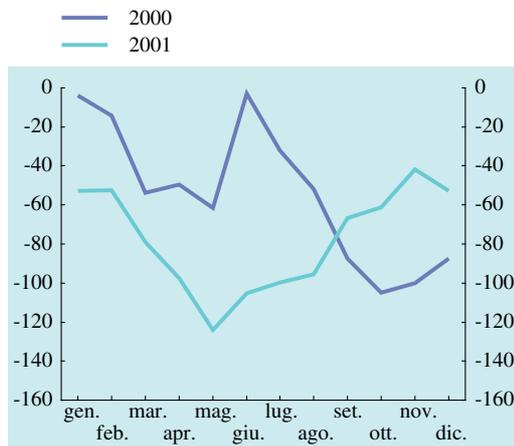
Figura 23**Conto dei redditi dell'area dell'euro***(miliardi di euro; dati destagionalizzati)*

Fonte: BCE.
 Nota: i dati si riferiscono agli Euro 12. Per i saldi: somma dei valori registrati negli ultimi dodici mesi.

Figura 24

Flussi finanziari netti dell'area dell'euro nel 2000 e nel 2001

(miliardi di euro; somma di investimenti diretti e di portafoglio; dati cumulati)



Fonte: BCE.

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

a un deflusso netto nel 2001 (93,9 miliardi). Gli andamenti del 2001 si inscrivono nel contesto del notevole calo rispetto al 2000 dell'attività di fusioni e acquisizioni, spesso regolate con uno scambio azionario, che aveva determinato un afflusso di investimenti diretti esteri e un deflusso di investimenti di portafoglio. Viceversa, i deflussi netti di investimenti esteri nel 2001 sono ascrivibili soprattutto ai prestiti intersocietari, che potrebbero riflet-

tere costi sostenuti *una tantum* da società dell'area dell'euro per la ristrutturazione di consociate precedentemente acquistate all'estero. L'inversione di segno del saldo degli investimenti di portafoglio, passato a un afflusso netto nel 2001, è invece da ricondurre al consistente aumento degli afflussi netti di capitali azionari, probabilmente connesso ad attività di riequilibrio dei portafogli internazionali derivanti dal peggioramento delle prospettive di crescita negli Stati Uniti. Per contro, nello stesso anno sono stati registrati consistenti deflussi netti per investimenti in titoli di debito. Tale andamento sembra sostanzialmente da attribuire alle attese di guadagni in conto capitale a seguito delle aspettative di un deciso calo dei tassi di interesse negli Stati Uniti.

Dal 1999 la bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro registra un disavanzo di conto corrente, associato a cospicui deflussi netti per investimenti diretti e di portafoglio. La fonte principale di finanziamento della bilancia dei pagamenti è stata costituita dalle operazioni a breve termine delle IFM dell'area dell'euro (escluso l'Eurosistema). Nondimeno, nel corso del 2001 la posizione netta sull'estero delle suddette IFM è migliorata, in un contesto in cui le passività nette delle stesse sono scese dai 162,6 miliardi di euro del 2000 ai 3,8 del 2001.



Francia: **pulizia di una lastra da stampa presso la stamperia della Banque de France a Chamalières**

Capitolo II

Le operazioni dell'Eurosistema come banca centrale

I L'attuazione della politica monetaria

I.1 Sintesi

L'assetto operativo per l'attuazione della politica monetaria unica ha funzionato in maniera efficiente nel 2001, confermando l'esperienza complessivamente positiva realizzata sin dall'avvio dell'unione monetaria. Salvo l'ingresso della Grecia nell'area dell'euro, il 1° gennaio 2001, solo pochissimi mutamenti sono intervenuti nel corso dell'anno. Sono, pertanto, rimasti invariati i tre principali elementi dell'assetto operativo – ossia le operazioni di mercato aperto, le operazioni attivabili su iniziativa delle controparti e la riserva obbligatoria – e le modalità di attuazione della politica monetaria che si basano sull'esecuzione e l'amministrazione decentrata delle operazioni da parte delle BCN. Una descrizione dettagliata dell'assetto operativo si trova nel documento *La politica monetaria unica nella Terza fase. Caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema* (dicembre 2000).

Tra le operazioni di mercato aperto le più importanti sono le operazioni di rifinanziamento principali (ORP) che svolgono un ruolo centrale nel controllare le condizioni di liquidità e nel segnalare l'orientamento della politica monetaria. Tali operazioni sono state condotte mediante aste a tasso fisso dal gennaio 1999 al 20 giugno 2000 e, successivamente, mediante aste a tasso variabile con un tasso minimo di offerta. Le ORP forniscono la maggior parte del rifinanziamento necessario al settore bancario. Sono operazioni regolari di gestione della liquidità, di natura temporanea, condotte mediante aste standard con una frequenza settimanale e, in genere, scadenza di due settimane. L'Eurosistema esegue, inoltre, una volta al mese operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) con scadenza di tre mesi. Tali operazioni mirano a fornire opportunità di rifinanziamento a più lungo termine al settore bancario. Oltre alle operazioni regolari di mercato aperto, nel 2001 l'Eurosistema ha eseguito due operazioni temporanee di *fine tuning* e due operazioni strutturali.

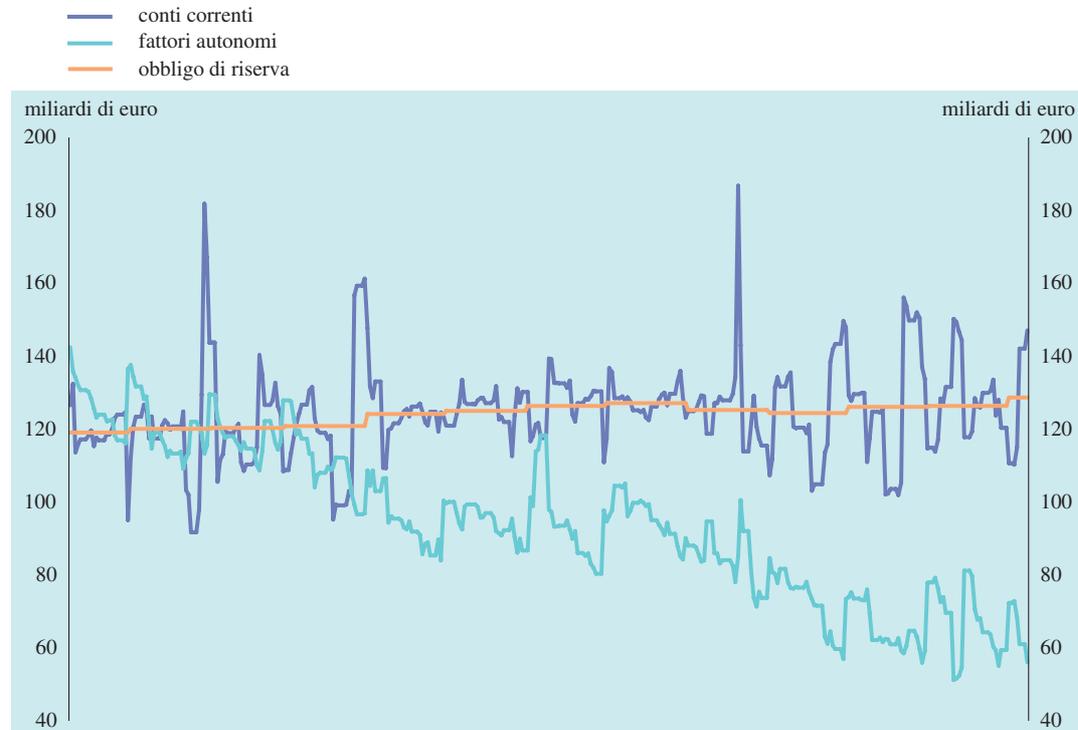
Le due operazioni attivabili su iniziativa delle controparti offerte dall'Eurosistema, ossia le operazioni di rifinanziamento marginale e quelle di deposito, sono finalizzate a immettere e ad assorbire liquidità *overnight*, segnalando l'orientamento della politica monetaria e fissando un limite superiore e uno inferiore ai tassi di interesse di mercato del comparto *overnight*.

Oltre a offrire operazioni su iniziativa delle controparti, l'Eurosistema richiede che le istituzioni creditizie detengano presso lo stesso Eurosistema riserve obbligatorie pari al 2 per cento di alcune passività a breve termine. Lo scopo di tale obbligo è quello di stabilizzare i tassi di interesse del mercato monetario e di ampliare il disavanzo strutturale di liquidità del settore bancario nei confronti dell'Eurosistema. La stabilizzazione dei tassi di interesse del mercato monetario è facilitata dal fatto che l'obbligo di riserva deve essere rispettato soltanto in media durante un periodo di mantenimento della durata di un mese. Ciò ha un notevole effetto stabilizzatore sull'andamento dei tassi di interesse del mercato monetario durante il periodo di mantenimento della riserva. Questo consente inoltre all'Eurosistema, in circostanze normali, di limitare le operazioni di mercato aperto alle ORP e alle ORLT. Poiché la riserva obbligatoria è remunerata al tasso marginale medio delle ORP effettuate dall'Eurosistema durante il periodo di mantenimento, essa non comporta un costo significativo per il settore bancario.

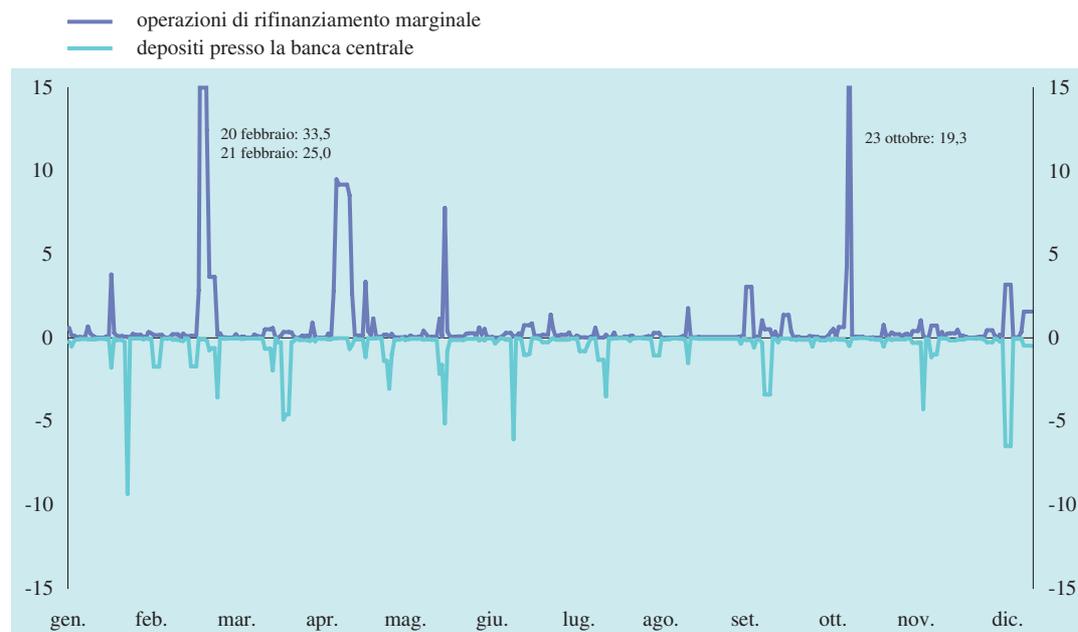
Nel gestire le condizioni di liquidità nell'area dell'euro, l'Eurosistema concentra la propria attenzione sul mercato interbancario delle riserve, ossia i depositi in conto corrente che le istituzioni creditizie dell'area dell'euro detengono presso l'Eurosistema per ottemperare all'obbligo di riserva. L'offerta di tali riserve è determinata dall'effetto netto della liquidità immessa attraverso operazioni di politica monetaria e della liquidità assorbita dai cosiddetti "fattori autonomi", ossia le voci del bilancio della banca centrale che non dipendono dalle operazioni di politica monetaria,

Figura 25

Determinanti della posizione di liquidità e ricorso alle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti nell'area dell'euro nel 2001



Operazioni attivabili su iniziativa delle controparti



ad esempio le banconote in circolazione, i depositi delle Amministrazioni centrali, le partite in corso di regolamento e le attività nette sull'estero.

Nel 2001 il livello dei fattori autonomi ha oscillato tra i 51,1 e i 142,6 miliardi di euro ed è stato in media di 94,1 miliardi (cfr. figura 25), inferiore di 9,0 miliardi di euro a quello del 2000; ciò significa che il disavanzo di liquidità del settore bancario nei confronti dell'Eurosistema si è ridotto, a causa dei fattori autonomi, dello stesso importo. L'andamento decrescente di tali fattori è riconducibile alla riduzione delle banconote in circolazione prima della conversione del contante in euro nel 2002. Il fattore autonomo caratterizzato da maggior volatilità è costituito dai depositi detenuti dalle Amministrazioni centrali presso le BCN. La volatilità di tali depositi (misurata dalla deviazione standard delle variazioni giornaliere) è stata di 4,3 miliardi di euro a fronte di circa 1,1 miliardi per le banconote in circolazione e di 1,5 miliardi per le attività nette sull'estero.

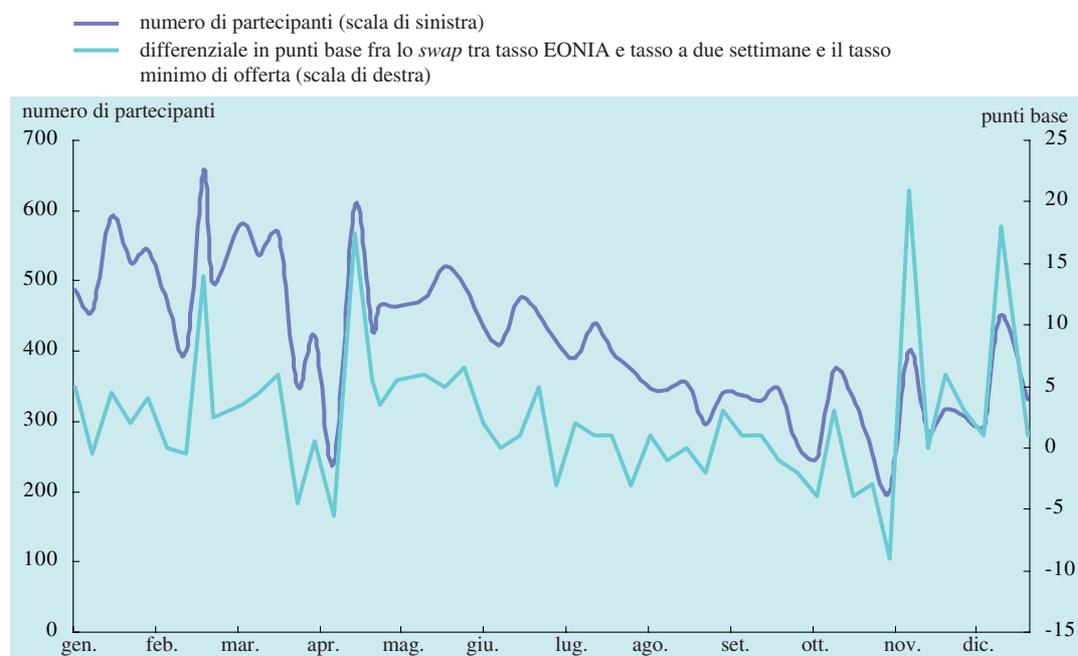
L'assetto operativo della politica monetaria dell'Eurosistema consente a un'ampia gamma di controparti di partecipare alle operazioni di politica monetaria. Tutte le istituzioni creditizie soggette all'obbligo di riserva possono, in linea di principio, accedere alle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti e alle operazioni di mercato aperto mediante aste standard. Tuttavia, oltre che a soddisfare i requisiti generali di partecipazione, le controparti devono anche rispondere a tutti i criteri operativi indicati nelle disposizioni contrattuali o normative applicate dall'Eurosistema al fine di assicurare una efficiente gestione delle operazioni di politica monetaria. Di conseguenza, delle 7.219 istituzioni creditizie dell'area dell'euro tenute all'obbligo di riserva alla fine di dicembre 2001, 3.409 hanno avuto accesso alle operazioni di deposito presso la banca centrale e 3.065 alle operazioni di rifinanziamento marginale. Sono state 2.454 le istituzioni creditizie che hanno potuto partecipare alle operazioni di mercato aperto mediante aste standard; vi è un gruppo selezionato – che attualmente consta di 141 isti-

tuzioni – per la partecipazione alle operazioni di *fine tuning*. Rispetto alla situazione prevalente alla fine del 2000, il numero totale delle istituzioni creditizie soggette all'obbligo di riserva è diminuito di 302 unità, principalmente a causa del processo di concentrazione in atto nel settore bancario.

1.2 Le operazioni di rifinanziamento principali

Nel 2001 l'Eurosistema ha effettuato 52 ORP. Di tutta la liquidità immessa attraverso operazioni regolari di mercato aperto, il 73 per cento è da attribuire alle ORP. Queste sono state condotte mediante aste a tasso variabile, applicando la procedura d'asta a tasso multiplo (di tipo americano), con un tasso minimo di offerta. Secondo questa procedura le richieste al di sopra del tasso di aggiudicazione marginale (la richiesta più bassa accettata) sono soddisfatte per intero e al tasso d'interesse offerto, mentre quelle presentate al tasso marginale sono ripartite in misura proporzionale. Gli importi aggiudicati sono stati in media pari a 79 miliardi di euro, con oscillazioni tra i 5 e i 172 miliardi. Il rapporto di copertura delle richieste, che esprime quante volte l'ammontare totale delle richieste eccede quello delle aggiudicazioni, è stato in media pari a 1,9 con oscillazioni comprese tra 1,0 e 16,7.

Con il passaggio alla procedura d'asta a tasso multiplo, i tassi di aggiudicazione (ossia quello marginale e quello medio ponderato) possono essere superiori al tasso minimo di offerta. In media, nel 2001, il differenziale tra il tasso marginale e il tasso minimo di offerta nelle ORP è stato di 2,3 punti base, mentre quello tra il tasso medio ponderato e il tasso marginale è stato di 1,4 punti base. Il valore modesto di quest'ultimo indica che, in genere, le controparti sono riuscite a prevedere i tassi marginali delle ORP e che la dispersione dei tassi offerti dalle controparti è stata generalmente limitata. Un confronto delle richieste presentate nelle ORP nel 2001 con quelle della seconda metà del 2000 evidenzia l'impatto che le attese dei tassi di interesse hanno

Figura 26**Numero di partecipanti alle aste e differenziale fra lo *swap* tra tasso EONIA e tasso a due settimane e il tasso minimo di offerta***(dati settimanali)*

prodotto sui tassi di aggiudicazione. Nel 2000 sono prevalse aspettative di rialzo dei tassi, con la conseguenza che tendenzialmente i tassi del mercato monetario – e, quindi, i tassi offerti e i tassi di aggiudicazione – sono stati sensibilmente al di sopra del tasso minimo di offerta; nel 2001 sono prevalse, invece, aspettative di ribasso dei tassi per effetto delle quali i tassi di mercato si sono tendenzialmente collocati su valori prossimi o inferiori al tasso minimo di offerta (cfr. figura 26). Di conseguenza i tassi offerti sono stati, in genere, vicini al tasso minimo di offerta, che in questi casi è stato spesso pari al tasso marginale.

Il prevalere delle aspettative al ribasso dei tassi di interesse nel 2001 ha contribuito alla riduzione del numero medio di controparti partecipanti alle ORP nel corso dell'anno (cfr. figura 26), sceso a 410 (-36 per cento rispetto alla prima metà del 2000). Durante il 2001, il numero delle controparti che hanno partecipato alle ORP ha oscillato tra 201 e 658. Altri fattori che spiegano questa tendenza a una minore partecipazione alle ORP, com-

prendono il processo di concentrazione in atto nel settore bancario dell'area dell'euro, il maggiore accentramento delle attività di gestione della tesoreria all'interno di gruppi bancari e la maggiore efficienza del mercato interbancario che tende a ridurre la necessità di rifinanziarsi direttamente presso la banca centrale.

Le forti attese di ribassi dei tassi di interesse, oltre che provocare una riduzione dei tassi di aggiudicazione e del numero dei partecipanti, possono anche determinare un calo delle richieste (*underbidding*), com'è accaduto nelle ORP condotte il 13 febbraio, il 10 aprile, il 9 ottobre e il 6 novembre. In queste ORP, l'importo aggregato richiesto dalle controparti è stato inferiore al fabbisogno effettivo di liquidità del sistema bancario, il che ha esercitato forti pressioni al rialzo sul tasso *overnight*. In tutti e quattro i casi, la BCE ha fornito grandi quantità di liquidità nell'ORP successiva, sebbene non sia sempre stato possibile ripristinare condizioni neutrali di liquidità, in quanto si è dovuto tener conto anche dell'offerta di liquidità nel periodo di mantenimento

seguito. Le condizioni tese di liquidità e gli elevati tassi *overnight* sull'interbancario, dovuti alle scarse richieste presentate, hanno aumentato la consapevolezza fra gli operatori del mercato monetario che la comunità bancaria non può utilizzare l'*underbidding* come strategia per realizzare profitti.

Il passaggio alla procedura d'asta a tasso variabile nel giugno del 2000 è stato accompagnato dalla decisione di iniziare a pubblicare una stima del fabbisogno aggregato di liquidità del sistema bancario al fine di agevolare le controparti nella formulazione delle proprie richieste. Il fabbisogno di liquidità del sistema bancario è connesso a due gruppi di voci: l'obbligo di riserva e i fattori autonomi. Di queste due componenti, l'obbligo di riserva è in generale noto con un grado elevato di precisione, mentre più incerta è la stima dei fattori autonomi. Nel 2001 l'errore medio assoluto di previsione (cioè la differenza assoluta tra la stima dei fattori autonomi pubblicata una volta alla settimana e il relativo risultato) è stato di 1,9 miliardi di euro. La deviazione standard della differenza tra i valori stimati e quelli effettivi è stata pari a 2,7 miliardi.

1.3 Le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine

Oltre alle ORP, l'Eurosistema effettua anche operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT); queste sono operazioni temporanee di immissione di liquidità, effettuate con una frequenza mensile e una scadenza di tre mesi. Nell'arco dell'anno le ORLT hanno provveduto, in media, a circa il 27 per cento del rifinanziamento totale effettuato tramite operazioni di mercato aperto a carattere regolare. Diversamente dalle ORP, le ORLT non sono, di regola, condotte con l'intento di determinare le condizioni di liquidità o di inviare segnali sull'orientamento della politica monetaria. Per garantire che l'Eurosistema non influenzi il tasso di interesse, le ORLT sono state condotte sotto forma di aste a tasso variabile applicando la procedura d'asta a tasso multiplo (di tipo americano) in cui viene preannunciato il volume di finanzia-

mento offerto, in assenza di un tasso minimo di offerta. In tutte le ORLT effettuate nel 2001 è stato preannunciato un volume di finanziamento offerto di 20 miliardi di euro, il che significa che attraverso questa operazione di mercato aperto rimanevano costantemente in essere finanziamenti per 60 miliardi di euro al sistema bancario.¹ Nell'anno hanno partecipato in media alle ORLT 225 controparti, con una oscillazione del numero dei partecipanti tra 195 e 268. Rispetto al 2000 il tasso di partecipazione è sceso del 17 per cento, per lo più per le stesse ragioni segnalate in precedenza per le ORP.

Nelle ORLT la dispersione delle richieste è stata in generale maggiore che non nelle ORP e dovuta principalmente alla mancanza di un tasso minimo di offerta. Nel corso dell'anno, il tasso medio ponderato ha superato il tasso marginale in media di 2,7 punti base, contro i 2,2 nel 2000. Il rapporto richieste/aggiudicazioni è stato in media pari a 2,0 rispetto a 2,8 dell'anno precedente.

1.4 Le altre operazioni di mercato aperto

Nel 2001 l'Eurosistema ha effettuato due operazioni di *fine tuning* e due operazioni strutturali. Entrambe le operazioni di *fine tuning* sono state condotte per agevolare il regolare funzionamento dei mercati e fornire liquidità dopo gli attacchi terroristici dell'11 settembre contro gli Stati Uniti (cfr. riquadro 8).

Il 27 aprile e il 27 novembre, in concomitanza con le rispettive ORP, l'Eurosistema ha effettuato operazioni strutturali temporanee a una settimana. Queste operazioni, definite anche *split tender*, hanno permesso alla BCE di riportare su dimensioni simili le due ORP in essere.² In entrambi i casi, l'importo delle due ORP in essere era stato sensibilmente diverso

¹ Il 28 marzo 2001, a causa di un problema tecnico connesso alla presentazione delle richieste, gli importi aggiudicati hanno dovuto essere ridotti a 19,1 miliardi di euro.

² In futuro, le *split tenders* verranno formalmente classificate come ORP e ciò implica che il loro tasso marginale verrà utilizzato per il calcolo della remunerazione della riserva obbligatoria.

a causa del precedente *underbidding*. Le operazioni aggiuntive sono state indicate come aste standard, sebbene con una scadenza più breve, e sono state condotte come aste a tasso variabile, applicando lo stesso tasso minimo di offerta dell'ORP condotta in parallelo. Il 27 aprile la BCE ha aggiudicato 80 miliardi di euro nella ORP e 73 miliardi nell'operazione strutturale a una settimana, in entrambi i casi allo stesso tasso marginale. Il 27 novembre gli importi aggiudicati sono stati 71 miliardi di euro nella ORP e 53 miliardi nell'operazione strutturale a una settimana; per quest'ultima il tasso marginale è stato superiore di un punto base a quello dell'ORP a carattere regolare.

1.5 Le operazioni attivabili su iniziativa delle controparti

L'ampiezza del corridoio compreso tra i tassi di interesse sulle due categorie di operazioni attivabili su iniziativa delle controparti è rimasta invariata a 200 punti base nel 2001. Il tasso minimo di offerta delle ORP si è mantenuto al centro di questo corridoio.

Nell'anno, il ricorso giornaliero alle operazioni di rifinanziamento marginale e di deposito presso la banca centrale è stato, in media, rispettivamente di 0,7 e 0,4 miliardi di euro. Mentre per le seconde il ricorso medio è diminuito del 21 per cento rispetto al 2000, per le prime è aumentato del 97 per cento, principalmente per effetto degli episodi di *underbidding* (cfr. figura 25). In genere, come si può evincere dalla figura 25, il ricorso alle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti è relativamente modesto per la maggior parte del periodo di mantenimento. Di solito le controparti utilizzano le operazioni di deposito presso la banca centrale soltanto dopo aver ottemperato al proprio obbligo di riserva, il che, per la maggior parte delle istituzioni creditizie, si verifica solo negli ultimi giorni del periodo di mantenimento. Di conseguenza, il ricorso alle operazioni di deposito negli ultimi tre giorni lavorativi dei periodi di mantenimento è stato sette volte maggiore che non negli altri giorni dei periodi di man-

tenimento del 2001. Lo stesso vale, sia pure in misura minore, per le operazioni di rifinanziamento marginale dove il ricorso medio negli ultimi tre giorni lavorativi è stato cinque volte maggiore che non negli altri giorni dei periodi di mantenimento. Il numero totale delle istituzioni creditizie che hanno avuto accesso alle operazioni di deposito è sceso di 190 unità; è invece salito di 6 unità per quelle di rifinanziamento marginale.

1.6 Il sistema di riserva obbligatoria

Nel 2001 il livello medio della riserva obbligatoria delle istituzioni creditizie nell'area dell'euro è stato di 124 miliardi di euro, 12,2 miliardi in più del 2000; nel complesso, quindi, il fabbisogno strutturale di liquidità del settore bancario nei confronti dell'Eurosistema è aumentato di questo ammontare. Il livello dell'obbligo di riserva aggregato ha oscillato tra i 119,1 miliardi di euro (durante il periodo di mantenimento terminato il 23 gennaio) e i 127,2 miliardi (durante il periodo di mantenimento terminato il 23 agosto). La base di riserva media mensile, soggetta a un'aliquota di riserva del 2 per cento, è aumentata del 10 per cento rispetto al 2000.

Delle 7.219 istituzioni creditizie soggette all'obbligo di riserva nel dicembre 2001, 4.649 hanno ottemperato a tale obbligo direttamente, mentre le altre lo hanno fatto indirettamente attraverso un intermediario. Nel corso dell'anno le riserve effettivamente detenute dalle banche sui conti correnti hanno oscillato tra i 91,6 e i 186,9 miliardi di euro, segno che si poteva contare su un ampio margine per far fronte a un assorbimento imprevisto di liquidità (cfr. figura 25). In effetti, nel 2001 l'EONIA (*euro overnight index average*) ha mostrato una volatilità modesta. La deviazione standard delle sue variazioni giornaliere è stata di soli 15 punti base – valore piuttosto contenuto rispetto agli standard internazionali – malgrado la frequenza molto bassa delle operazioni di *fine tuning*. Nel 2000 la deviazione standard dell'EONIA è stata di 14 punti base. Sono state, di conseguenza, assolute ancora una volta con successo le due

principali funzioni del sistema di riserva obbligatoria, vale a dire la stabilizzazione dei tassi di interesse del mercato monetario e l'ampliamento del fabbisogno strutturale di liquidità del settore bancario.

Dato il corretto funzionamento del sistema di riserva obbligatoria, non vi sono state modifiche delle sue principali caratteristiche. Nel 2001 solo due nuovi elementi sono stati introdotti nel sistema. In primo luogo, il 1° marzo 2001 la BCE ha formulato una Raccomandazione per un Regolamento del Consiglio (CE) che prevede la proroga del limite temporale, da 15 giorni a due mesi, concesso al Consiglio direttivo della BCE per decidere sui ricorsi presentati dalle istituzioni creditizie contro le sanzioni comminate per violazioni dei limiti all'obbligo di riserva. Questo emendamento è divenuto vincolante il 26 gennaio 2002 quando è entrato in vigore il Regolamento che ha modificato il Regolamento del Consiglio 2531/98 relativo all'applicazione della riserva obbligatoria. In secondo luogo, il 10 maggio 2001 è stato adottato il Regolamento BCE/2001/4 che ha modificato il Regolamento BCE/1999/4 del 23 settembre 1999 sui poteri della Banca centrale europea di comminare sanzioni. Questo atto giuridicamente vincolante ha stabilito l'obbligo delle BCN e della BCE di tenere in archivio in originale, per almeno cinque anni, i documenti relativi ai casi di infrazione.

L'introduzione dell'euro in Grecia, il 1° gennaio 2001, ha comportato alcuni aggiustamenti per il primo periodo di mantenimento dell'Eurosistema nell'anno in esame, dal momento che in Grecia tale periodo è iniziato il 1° gennaio 2001, mentre negli altri Stati membri che partecipano alla UEM è iniziato, come di consueto, il 24 dicembre 2000. Di conseguenza, l'ingresso della Grecia nell'area dell'euro ha fatto aumentare, a partire dal 1° gennaio 2001, la riserva aggregata dovuta dall'Eurosistema di 2,1 miliardi di euro. Complessivamente, 57 istituzioni creditizie greche sono ora soggette all'obbligo di riserva dell'Eurosistema.

Durante il 2001, sono stati rilevati in media 70 casi di non ottemperanza dell'obbligo di riserva per ciascun periodo di mantenimento, a cui ha corrisposto una differenza media giornaliera di 1,2 milioni di euro tra le riserve dovute e quelle effettive. Un gran numero di queste violazioni ha riguardato solo importi trascurabili, e quindi non è stata applicata alcuna sanzione. Vi sono state, tuttavia, anche violazioni piuttosto elevate, di cui 25 hanno portato a sanzioni pecuniarie superiori a 10.000 euro. La maggior parte delle istituzioni creditizie inadempienti ha riconosciuto gli errori, mentre 14 istituzioni hanno presentato ricorsi che hanno richiesto una decisione da parte del Comitato esecutivo della BCE. Una istituzione creditizia ha presentato istanza di revisione della decisione del Comitato esecutivo ad opera del Consiglio direttivo.

1.7 Garanzie stanziabili

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

essere fatta alcuna discriminazione sulla base della natura pubblica o privata degli emittenti.

Al fine di tener conto delle differenze esistenti nella struttura finanziaria degli Stati membri partecipanti, la gamma degli strumenti compresi nelle attività stanziabili per le operazioni di finanziamento dell'Eurosistema è ampia e differenziata; tali attività sono distinte in due categorie, quelle di "primo livello" e quelle di "secondo livello". Questa distinzione non si riferisce in alcun modo alla loro stanziabilità per i diversi tipi di operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema, salvo per il fatto che le attività di secondo livello non sono normalmente utilizzate dall'Eurosistema nelle operazioni a titolo definitivo. Le attività di primo livello sono strumenti di debito negoziabili che soddisfano criteri uniformi di idoneità stabiliti dalla BCE. Le attività di secondo livello sono rappresentate da attività che rivestono un'importanza particolare per i mercati finanziari e bancari nazionali, per le quali i criteri di idoneità sono stabiliti dalle BCN subordinatamente ai requisiti minimi fissati dalla BCE. Le attività di secondo livello possono essere strumenti di debito negoziabili e non negoziabili oppure titoli di capitale.

Le controparti dell'Eurosistema possono fare un uso transfrontaliero delle attività stanziabili, ossia ottenere fondi dalle BCN dello Stato membro in cui risiedono, trasferendo attività localizzate in un altro Stato membro. Per consentire l'uso transfrontaliero di garanzie stanziabili in tutti i tipi di operazioni dell'Eurosistema volte a immettere liquidità, è possibile utilizzare il Modello di banche centrali corrispondenti (*correspondent central banking model* – CCBM), così come i "collegamenti" tra sistemi di regolamento delle transazioni titoli (SRT) che soddisfano gli standard fissati dall'Eurosistema. Il CCBM può essere utilizzato per tutte le attività stanziabili, dal momento che si prevedono soluzioni specifiche per quegli strumenti non negoziabili o attività di secondo livello che hanno una liquidità limitata e caratteristiche particolari che non consentono il loro trasferimento attraverso un SRT (cfr. Capitolo VII).

Tra gennaio e dicembre 2001, l'ammontare complessivo delle attività negoziabili stanziabili come garanzia per le operazioni di finanziamento dell'Eurosistema, è aumentato del 5 per cento, da circa 6.300 miliardi a 6.600 miliardi di euro. Una quota preponderante (95 per cento) di attività negoziabili era formata da attività di primo livello e il restante 5 per cento da attività di secondo livello. Queste ultime, oltre che dalle attività negoziabili, sono formate anche da strumenti di debito non negoziabili compresi i prestiti bancari, da cambiali commerciali e da cambiali garantite da ipoteca.³ Per quanto le attività di primo livello siano quelle maggiormente utilizzate per le operazioni di politica monetaria, alcune istituzioni creditizie fanno in larga misura affidamento su quelle di secondo livello.

Sebbene le controparti abbiano potenzialmente a disposizione una grande quantità di titoli per le operazioni di finanziamento dell'Eurosistema, l'ammontare effettivo di attività detenute dalle istituzioni creditizie è solo una parte dell'ammontare complessivo di attività negoziabili, giacché le attività sono detenute anche da altri operatori economici. Secondo stime sommarie effettuate dall'Eurosistema all'inizio del 2001, circa un terzo (all'incirca 2.100 miliardi di euro) di tutte le garanzie stanziabili era detenuto da istituzioni creditizie nell'area dell'euro. L'ammontare effettivo di garanzie detenute dalle controparti è funzione della struttura dei loro bilanci che, a sua volta, è collegata alla struttura finanziaria dei singoli paesi dell'area dell'euro. Le differenze nelle garanzie a disposizione delle diverse controparti riflettono anche le differenze del livello di raffinatezza raggiunto dai mercati finanziari nei singoli paesi dell'area dell'euro, ad esempio il grado di evoluzione dei mercati dei titoli del settore privato e dei quadri normativi per la cartolarizzazione. Le differenze iniziali in termini di disponibilità sembrano ridursi, in parte per una più intensa attività di emissione di titoli di debito del settore privato nei mercati dell'area, stimolata dall'introduzione dell'euro e dal sensibile

³ Non si dispone di dati circa l'ammontare delle attività idonee non negoziabili di secondo livello.

Tavola 10**Principali categorie di attività idonee per le operazioni di credito dell'Eurosistema**

Tipo di attività	Lista di primo livello (Spazio economico europeo)	Lista di secondo livello (area dell'euro)
Negoziabili	<ul style="list-style-type: none"> • Certificati di debito della BCE (attualmente non emessi) e Certificati di debito delle BCN (emessi prima della UEM) • Debito emesso da istituzioni estere e sovranazionali • Titoli emessi da Amministrazioni centrali, regionali e locali • Obbligazioni non garantite emesse da banche • Obbligazioni garantite • Obbligazioni societarie 	<ul style="list-style-type: none"> • Titoli emessi da Amministrazioni centrali, regionali e locali • Obbligazioni emesse da banche • Obbligazioni societarie • Certificati di deposito • <i>Medium-term notes</i> • Carta commerciale • Titoli azionari • Strumenti finanziari negoziabili emessi dal settore privato
Non negoziabili	<ul style="list-style-type: none"> • Nessuno 	<ul style="list-style-type: none"> • Prestiti bancari • Pagherò cambiari garantiti da ipoteche • Cambiali commerciali

incremento dell'utilizzo transfrontaliero delle garanzie.

Le garanzie idonee per le operazioni di finanziamento dell'Eurosistema comprendono uno spettro molto ampio di attività di elevata qualità denominate in euro, emesse (o garantite) da soggetti residenti nello Spazio economico europeo per le attività di primo livello, o nell'area dell'euro per le attività di secondo livello (cfr. tavola 10). Una quota considerevole di attività di primo livello (che comprendono solo strumenti di debito) è formata da obbligazioni emesse dalle Amministrazioni pubbliche, ossia attività emesse dalle Amministrazioni centrali, regionali e locali. In genere le emissioni delle Amministrazioni centrali hanno un taglio elevato, le quantità di titoli in circolazione sono ingenti, il *turnover* è ampio e i margini di negoziazione contenuti. In termini quantitativi in quasi tutti i paesi dell'area dell'euro queste attività costituiscono la fonte più abbondante di garanzie stanziabili. I titoli delle Amministrazioni regionali e locali di diversi paesi mostrano gradi diversi di liquidità, ma sono in generale meno liquide delle obbligazioni emesse dalle Amministrazioni centrali. Altri tipi di attività di primo livello comprendono titoli emessi da istituzioni internazionali e sovranazionali.

I titoli di primo livello del settore privato comprendono i titoli garantiti da attività, le obbligazioni non garantite emesse da istitu-

zioni creditizie e quelle emesse da società. Molte obbligazioni garantite da attività sono titoli garantiti da ipoteche su immobili residenziali o da titoli di debito del settore pubblico. Diversamente da altri titoli garantiti da attività, questi sono emessi direttamente da istituzioni creditizie specializzate anziché da società veicolo.⁴ In anni recenti, inoltre, attività analoghe alle *Pfandbriefe*, nate nei mercati tedesco e austriaco, sono state introdotte o hanno registrato una crescente attività di emissione negli altri paesi dell'area dell'euro (ad esempio, le *obligations foncières* in Francia e le *cédulas hipotecarias* in Spagna).

In alcuni paesi dell'area vi sono in circolazione grandi quantità di obbligazioni non garantite emesse da istituzioni creditizie, ma il *turnover* è generalmente basso rispetto ai titoli di stato o ad alcuni strumenti tipo *Pfandbrief* (le cosiddette emissioni "Jumbo"). Per le obbligazioni societarie, l'importo emesso è di solito inferiore a quello di altri tipi di emittenti di molti paesi dell'area e i dati disponibili mostrano che il *turnover* è di gran lunga inferiore a quello dei titoli di Stato. Dopo l'introduzione dell'euro, l'attività di emissione nei mercati delle obbligazioni societarie è cresciuta sensibilmente.

⁴ Una società veicolo (special purpose vehicle – SPV), è un soggetto giuridico creato per acquisire e detenere in bilancio alcune attività e per emettere titoli garantiti da quelle attività destinati a essere venduti a soggetti terzi.

Le attività di secondo livello comprendono le obbligazioni emesse da istituzioni creditizie o società, carta commerciale, titoli a medio termine, titoli di Amministrazioni regionali, prestiti bancari, cambiali commerciali, cambiali garantite da ipoteca e titoli azionari. Eccezione fatta per quest'ultima categoria, le attività di secondo livello sono in genere meno liquide e hanno un mercato di minore spessore rispetto alle attività di primo livello. Molte attività di secondo livello non sono quotate né scambiate su un mercato regolamentato, ma sono negoziate *over the counter*.

La gestione e la pubblicazione dell'elenco completo delle attività stanziabili per le operazioni di finanziamento dell'Eurosistema sono centralizzate presso la BCE dove viene tenuta una base di dati delle attività stanziabili. Le BCN forniscono informazioni sulle attività emesse nei loro rispettivi mercati nazionali alla BCE che raccoglie i dati con frequenza settimanale e li rende accessibili a tutti gli interessati sul proprio sito Internet (www.ecb.int). La soluzione di pubblicare l'elenco delle attività stanziabili sul sito Internet ha dimostrato di essere efficiente. Sono attualmente in corso preparativi per migliorare l'efficienza della procedura di aggiornamento e aumentare la frequenza degli aggiornamenti, attualmente settimanali.

1.8 L'attività nel mercato monetario

L'introduzione dell'euro ha portato alla creazione di un mercato monetario ampio, liquido e integrato in tutta l'area dell'euro. Ciò vale per la maggior parte dei segmenti del mercato monetario, sebbene i segni dell'integrazione siano stati particolarmente evidenti nei comparti dei prestiti non garantiti e degli *swap*. I progressi verso l'integrazione sono anche evidenziati nell'ambito di diversi centri finanziari dal processo di accentramento, attuato dalle banche, per le attività di gestione delle tesorerie nell'area dell'euro. L'attività transfrontaliera all'interno dell'area è sostenuta e queste transazioni sono ormai considerate quasi domestiche. Vi è anche una crescente concentrazione dell'attività di intermediazione da

parte di un numero relativamente esiguo di grandi istituzioni, che hanno scelto un orientamento sempre meno domestico e le cui attività si sono estese a tutta l'area dell'euro.

Sebbene meno integrato, il mercato dei pronti contro termine in euro ha dato segni di miglioramento, come dimostrato da una sensibile crescita delle operazioni transfrontaliere in questo segmento. Nell'ambito degli sforzi tesi a promuovere una maggiore integrazione del mercato dei pronti contro termine, gli operatori si sono impegnati in un progetto patrocinato dalla *European Banking Federation* e dallo *European Repo Council* finalizzato alla creazione di un *benchmark* rappresentativo per il mercato dei pronti contro termine in euro per il comparto *general collateral* (tassi di riferimento Eurepo). Questo *benchmark* è divenuto operativo nel marzo 2002.

Per quanto riguarda il mercato dei titoli a breve termine (buoni del Tesoro, carta commerciale e certificati di deposito), la crescita continua a essere limitata rispetto ad altri segmenti del mercato monetario. Questo mercato è ancora frammentato, con transazioni che rimangono essenzialmente orientate sul versante domestico. Tuttavia, grazie alla tendenza generale a privilegiare attività di finanziamento basate sul mercato, le emissioni di carta commerciale hanno registrato una crescita intensa.

Le attività relative a strumenti derivati del mercato monetario denominati in euro – quali gli *swap* sui tassi di interesse e i *futures* – hanno continuato a registrare incrementi significativi nel 2001. Uno studio della Banca dei regolamenti internazionali, il *Triennial Central Bank Survey* condotto nell'aprile del 2001, ha concluso che il 47 per cento del *turnover* giornaliero complessivo dei derivati sui tassi di interesse scambiati sul mercato fuori borsa si è svolto in euro. La liquidità del mercato degli *swap* sui tassi di interesse è stata, tra l'altro, ampliata grazie all'uso sistematico di questo segmento di mercato per coprirsi dal rischio di tasso e assumere posizioni. L'EONIA continua a svolgere una funzione

sempre più importante come indice del mercato degli *swap* sui tassi di interesse *overnight* (*overnight interest swap* – OIS). Per le scadenze

a brevissimo termine, il mercato degli *swap* si basa ora quasi esclusivamente su questo tasso di riferimento.

2 L'attività sul mercato dei cambi e l'investimento delle riserve valutarie dell'Eurosistema

L'Eurosistema ha la responsabilità di detenere e gestire le riserve ufficiali in valuta estera degli Stati membri partecipanti.

2.1 Le operazioni sul mercato dei cambi

Nel 2001 la BCE non ha effettuato, di sua iniziativa, interventi attivi sul mercato dei cambi. Tuttavia, il 24, 26 e 27 settembre la BCE e un gruppo di BCN hanno effettuato operazioni sul mercato dei cambi per conto della Banca del Giappone, in base al contratto di agenzia stipulato tra questa e la BCE. Inoltre, il 12 settembre, dopo gli attacchi terroristici contro gli Stati Uniti, la Federal Reserve e la BCE hanno concluso un accordo di *swap* che è stato utilizzato il 12, 13 e 14 settembre (cfr. riquadro 8).

Il 15 novembre 2000 il Fondo monetario internazionale (FMI) ha accettato la richiesta della BCE di diventare detentore designato di diritti speciali di prelievo (DSP), consentendole in tal modo di partecipare alle operazioni volontarie con i paesi membri dell'FMI e altri detentori designati di DSP. Nell'aprile 2001 è stato firmato un accordo permanente tra la BCE e l'FMI per facilitare l'inizio delle operazioni sui DSP da parte dell'FMI, per conto della BCE, con altri detentori di DSP (cfr. Capitolo V). Nel 2001 tale accordo è stato attivato in una sola occasione.

2.2 Le riserve in valuta e oro dell'Eurosistema

Alla fine del 2001 le riserve nette in valuta e oro della BCE ammontavano a 46,8 miliardi di euro, a fronte dei 43,5 della fine del 2000. Tale variazione riflette l'impatto prodotto da tre fattori: il trasferimento alla BCE delle riserve

in valuta della Banca di Grecia al momento del suo ingresso nell'area dell'euro all'inizio dell'anno, gli interessi attivi generati dalle riserve in valuta e oro della BCE e, per ultimo, la rivalutazione ai prezzi di mercato di tali riserve. La BCE ha la facoltà di chiedere alle BCN ulteriori conferimenti di attività di riserva, secondo le condizioni stabilite dalla legislazione secondaria della Comunità europea (Regolamento del Consiglio (CE) n. 1010/2000 dell'8 maggio 2000 relativo a ulteriori richieste di attività di riserva da parte della Banca centrale europea).

Il Consiglio direttivo ha definito la composizione per valuta delle riserve della BCE – che consistono in oro, dollari statunitensi e yen giapponesi – in base a studi sull'allocatione ottimale delle valute e alle esigenze operative prevedibili e può modificarla se e quando lo ritiene opportuno. Per evitare qualsiasi interferenza con la politica monetaria, la BCE non gestisce attivamente, a fini di investimento, la composizione per valuta delle proprie riserve. In linea con il *Central Bank Gold Agreement* del 26 settembre 1999 la BCE non ha effettuato una gestione attiva delle proprie riserve auree. Ogni BCN ha sottoscritto questo Accordo, che prevede che i firmatari non aumentino la loro operatività nei mercati del prestito, dei *futures* e delle opzioni sull'oro.

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

Riquadro 8

Le operazioni delle banche centrali dopo gli attacchi terroristici dell'11 settembre 2001

Gli attacchi terroristici dell'11 settembre contro gli Stati Uniti hanno avuto implicazioni di vasta portata per i mercati finanziari, inducendo le principali banche centrali mondiali a intervenire per favorire il loro regolare funzionamento. Il giorno degli attacchi l'Eurosistema ha annunciato la sua disponibilità a effettuare interventi di sostegno ai mercati e, ove necessario, a fornire liquidità.

In linea con tale annuncio, per agevolare il regolare funzionamento del mercato monetario in euro l'Eurosistema ha effettuato due operazioni di *fine tuning* volte a immettere liquidità nel sistema. Queste, condotte sotto forma di operazioni temporanee di finanziamento mediante aste veloci, hanno avuto regolamento nello stesso giorno e scadenza a un giorno. A entrambe le operazioni è stato applicato un tasso fisso del 4,25 per cento che ha coinciso con il tasso minimo di offerta al momento in vigore sulle operazioni di rifinanziamento principali. Nella prima operazione, cui hanno partecipato 63 controparti, sono state presentate richieste per 69,3 miliardi di euro; nella seconda, le controparti partecipanti sono state 45 e le richieste presentate sono ammontate a 40,5 miliardi. In entrambe le operazioni la BCE ha soddisfatto tutte le richieste.

Oltre a immettere liquidità in euro, l'Eurosistema ha aiutato le banche dell'area dell'euro a soddisfare fabbisogni urgenti di liquidità in dollari derivanti da problemi di regolamento con alcune banche corrispondenti statunitensi e dalla riluttanza delle banche degli Stati Uniti a prestare dollari prima di aver soddisfatto le proprie esigenze di liquidità, cosa che avviene solo dopo la fine della giornata delle contrattazioni in Europa. Per assicurare la necessaria liquidità in dollari, il 12 settembre la Federal Reserve e la BCE hanno concluso un accordo di *swap*. In base a tale accordo la BCE poteva attingere fino a 50 miliardi di dollari statunitensi da depositi in dollari istituiti presso la Federal Reserve Bank di New York che a sua volta avrebbe ricevuto un importo equivalente di depositi in euro presso la BCE. La linea di *swap* è scaduta il 13 ottobre.

La BCE ha attinto ai fondi del finanziamento *swap* il 12, 13 e 14 settembre. L'ammontare dell'operazione del 12 settembre, scaduta il 17 settembre, è stato di 5,4 miliardi di dollari. Nei due giorni successivi si è fatto nuovamente ricorso all'accordo di finanziamento effettuando due *swap* con scadenza *overnight*, rispettivamente di 14,1 miliardi di dollari il 13 settembre, e 3,9 miliardi di dollari il 14 settembre. I depositi in dollari sono stati messi a disposizione delle BCN dell'Eurosistema e sono stati da queste utilizzati per soddisfare l'urgente fabbisogno di liquidità in dollari delle banche dell'area dell'euro.

In tale contesto di accresciuta incertezza circa le prospettive dell'economia statunitense e di quella mondiale a seguito degli attacchi terroristici, il 17 settembre il *Federal Open Market Committee* ha ridotto il tasso sui *federal funds*. Nello stesso giorno, agendo di concerto con questa decisione e considerando la probabilità che gli avvenimenti negli Stati Uniti potessero influire sul clima di fiducia nell'area dell'euro, il Consiglio direttivo della BCE ha ridotto di 50 punti base, al 3,75 per cento, il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali. Analogamente, il 17 e 18 settembre altre banche centrali hanno ridotto i propri tassi di interesse di riferimento (per una sintesi di tutte le decisioni di politica monetaria prese nel 2001, cfr. Capitolo I).

Per quanto attiene ai cambi, l'immediato deprezzamento del dollaro a seguito degli attacchi terroristici ha esercitato un'intensa e indesiderabile pressione al rialzo sullo yen giapponese. Nell'ambito del contratto di agenzia tra la BCE e la Banca del Giappone, il 24, 26 e 27 settembre la Banca centrale europea e un gruppo di BCN dell'area dell'euro che agivano per suo conto hanno acquistato dalla Banca del Giappone euro contro yen.

Per quanto riguarda le attività di riserva della BCE e delle BCN, i dati sulle riserve internazionali e la liquidità in valuta estera vengono pubblicati ogni mese, con riferimento al mese precedente, sul sito Internet della BCE (www.ecb.int), in linea con quanto previsto

dagli *Special Data Dissemination Standards* dell'FMI. Tale pubblicazione integra le informazioni fornite dal bilancio settimanale consolidato dell'Eurosistema.

2.3 L'evoluzione dell'approccio dell'Eurosistema alla gestione delle riserve valutarie

L'obiettivo della gestione delle riserve valutarie della BCE è assicurare che, in qualunque momento, la BCE disponga di un ammontare adeguato di riserve liquide per interventi sul mercato dei cambi, se e quando il Consiglio direttivo li ritenga necessari. Liquidità e sicurezza sono quindi i requisiti fondamentali per l'investimento delle riserve valutarie della BCE. Nel rispetto di tali vincoli, la BCE gestisce le proprie riserve con l'obiettivo di massimizzarne il valore.

Le riserve valutarie della BCE sono gestite in maniera decentrata dalle BCN dell'area dell'euro sulla base delle direttive di investimento e del *benchmark* strategico stabiliti dal Consiglio direttivo della BCE, nonché del *benchmark* tattico fissato dal suo Comitato esecutivo. Oltre alla composizione per valuta, la BCE definisce quattro parametri fondamentali per l'investimento delle sue riserve: in primo luogo, un *benchmark* di investimento a due livelli (ossia un *benchmark* "strategico" e uno "tattico") per ciascuna valuta; in secondo luogo, le deviazioni consentite rispetto a tali obiettivi, in termini di rischio di tasso di interesse; in terzo luogo, un elenco di strumenti e operazioni effettuabili; da ultimo, i limiti per le esposizioni al rischio di credito (cfr. Capitolo III). Le BCN utilizzano il margine discrezionale consentito loro dalle fasce di deviazione e dai limiti di rischio al fine di massimizzare il ren-

dimento dei portafogli rispetto al *benchmark*, sotto il continuo monitoraggio della BCE. Nel condurre l'attività di investimento della BCE, le BCN agiscono per conto di quest'ultima sulla base di un esplicito rapporto di agenzia, in modo tale che le controparti della BCE possano distinguere le operazioni effettuate dalle BCN per conto della BCE da quelle che esse effettuano per proprio conto.

Tale assetto ha funzionato in maniera soddisfacente sin dall'inizio, mentre si continua a operare per il miglioramento delle tecniche di gestione dei portafogli e dei rischi. In linea con il graduale ampliamento della gamma di strumenti di investimento e al fine di migliorare l'efficienza con cui vengono assunte le posizioni, nel primo trimestre del 2002 si prevede di utilizzare per la gestione delle riserve valutarie i *futures* su attività del mercato monetario e su obbligazioni. Inoltre, la BCE ha ulteriormente diversificato i suoi investimenti a reddito fisso privilegiando emittenti non sovrani di prim'ordine, al fine di migliorare il profilo di rischio/rendimento dei portafogli.

Infine, la gestione complessiva delle riserve valutarie della BCE è migliorata anche grazie alla continua evoluzione del quadro di riferimento per la gestione dei rischi (cfr. Capitolo III) e alle modifiche apportate sia al sistema informatico (con l'introduzione di una nuova versione del sistema di gestione dei portafogli) sia alla documentazione legale (con l'introduzione, tra l'altro, dello *European Master Agreement*).

3 La gestione dei fondi propri della BCE

Lo scopo principale della dotazione di capitale della BCE è quello di costituire un fondo di riserva che dovrebbe fornire alla BCE un reddito sufficiente garantendole, al contempo, un livello adeguato di sicurezza. La BCE è stata dotata di un capitale iniziale di circa 4.000 milioni di euro. Nel 2001 la BCE ha visto crescere i fondi propri grazie principalmente a due fattori: primo, la Grecia ha conferito la sua quota al capitale della BCE al momento del suo ingresso nell'area dell'euro all'inizio

dell'anno e, secondo, una quota degli utili operativi totali del 2000 è stata trasferita al fondo di riserva generale.

Gli organi decisionali della BCE fissano quattro parametri fondamentali per l'investimento dei fondi propri sui mercati obbligazionari europei: un *benchmark* di investimento strategico, deviazioni consentite rispetto a tale *benchmark* in termini di rischio di tasso di interesse, un elenco di strumenti e operazioni

effettuabili e, da ultimo, i limiti per l'esposizione al rischio di credito. La BCE utilizza i margini di flessibilità consentiti dalle fasce di deviazione e dai limiti al rischio per massimizzare il rendimento del portafoglio di fondi propri.

Alla luce della finalità della dotazione di fondi propri della BCE e dei parametri fondamentali riferiti in precedenza, i fondi propri sono principalmente investiti in titoli di Stato dell'area e in altre obbligazioni garantite che godono di un *rating* elevato. A partire dal 1999 sono stati considerati strumenti idonei anche alcuni derivati su obbligazioni dell'area dell'euro e operazioni dirette di prestito titoli. Nell'ambito del graduale ampliamento della gamma di strumenti di investimento consentiti, nel febbraio 2001 la BCE ha avviato una procedura automatica per i prestiti in titoli per l'investimento dei fondi propri.

Esiste inoltre un elenco delle controparti idonee per l'investimento dei fondi propri della BCE. Tale elenco, pur se redatto in maniera

distinta rispetto a quelli per la gestione delle riserve valutarie della BCE, soddisfa gli stessi criteri di prudenza e di efficienza. La documentazione legale specifica, compreso lo *European Master Agreement* di recente introduzione, coincide con quella utilizzata per la gestione delle riserve in valuta.

Poiché i fondi propri della BCE sono attualmente investiti solo in attività denominate in euro, è di assoluta importanza evitare qualsiasi interferenza con le decisioni di politica monetaria adottate dalla BCE. Pertanto, per evitare l'uso improprio di informazioni privilegiate da parte della BCE nella gestione dei fondi propri e per tutelarne la reputazione, è stata istituita una "muraglia cinese", vale a dire una rigorosa separazione funzionale e fisica tra la struttura che gestisce i fondi propri e le altre strutture della BCE. Inoltre, per evitare di trasmettere segnali che potrebbero essere fraintesi come indicazioni di politica monetaria, la BCE segue una strategia di investimento relativamente passiva, specialmente nel comparto del mercato monetario.



Grecia: **controllo dei fogli di banconote presso la stamperia della Banca di Grecia ad Atene**

Capitolo III

La gestione dei rischi

La funzione di gestione dei rischi della BCE gestisce e controlla i rischi finanziari assunti direttamente dalla BCE o dalle dodici BCN dell'Eurosistema, in nome e per conto della BCE. Tale funzione, presso la BCE, è strutturata in due aree: operazioni di politica monetaria e operazioni di investimento. La prima si concentra sui rischi associati alle operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema, comprendendo le operazioni effettuate tramite sistemi di pagamento (principalmente per l'offerta di liquidità infragiornaliera attraverso il sistema TARGET). La seconda riguarda invece le riserve in valuta estera e la gestione dei fondi propri della BCE.

I Operazioni di politica monetaria

Nella condotta della politica monetaria e delle operazioni di credito attraverso i sistemi di pagamento, l'Eurosistema assume un rischio legato alla possibilità che una controparte, in un rapporto contrattuale, non sia in grado di adempiere ai propri obblighi. Tale rischio è ridotto tramite l'impiego di adeguate garanzie, come richiesto per tutte le operazioni di credito dell'Eurosistema dall'Articolo 18.1 dello Statuto del SEBC.

Al fine di tutelare l'Eurosistema dal rischio di perdite nette, di garantire condizioni concorrenziali uniformi e di accrescere l'efficienza operativa, le attività sottostanti devono soddisfare particolari criteri per poter essere utilizzate nelle operazioni di finanziamento dell'Eurosistema. Questi criteri sono stabiliti nell'ambito del quadro generale sulle attività stanziabili.

A causa delle differenze nella struttura finanziaria dei vari Stati membri e per scopi interni all'Eurosistema, si opera una distinzione tra due categorie di attività idonee come garanzia per le operazioni di credito dell'Eurosistema, indicate rispettivamente come di "primo livello" e di "secondo livello". Le attività di primo livello comprendono strumenti di debito negoziabili, che soddisfano i criteri uniformi di idoneità definiti dalla BCE, validi per tutta l'area dell'euro; quelle di secondo livello includono altre attività, negoziabili e non, considerate di particolare importanza per i mercati finanziari e i sistemi bancari nazionali, i cui criteri di idoneità sono stabiliti dalle rispettive banche centrali nazionali e soggetti all'approvazione della BCE. Nessuna distinzione viene fatta tra i due livelli per quanto concerne la qualità delle attività e la loro idoneità per i vari tipi di operazioni di

credito dell'Eurosistema, salvo che le attività di secondo livello non vengono normalmente utilizzate dall'Eurosistema per le operazioni definitive.

I.1 Misure per il controllo dei rischi

Sia le attività di primo sia quelle di secondo livello sono soggette a misure per il controllo dei rischi. Queste si applicano alle attività utilizzate nelle operazioni di credito dell'Eurosistema al fine di tutelarlo dal rischio di perdite finanziarie nel caso in cui le attività utilizzate debbano essere vendute a seguito dell'inadempienza di una controparte. L'Eurosistema usa quindi le garanzie per recuperare la liquidità fornita ed è in questa situazione che esso si assume rischi di mercato e di liquidità associati alle garanzie. Le misure di controllo dei rischi a disposizione dell'Eurosistema nel 2001 consistevano in margini iniziali, scarti di garanzia, margini di variazione, limiti in relazione agli emittenti/debitori o garanti e garanzie aggiuntive.

Il controllo dei rischi

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

usate per calibrare gli scarti di valutazione includono il *back testing* e lo *stress testing*.

Oltre ai margini iniziali applicati all'ammontare del credito, l'Eurosistema applica scarti di garanzia a seconda del tipo di attività, della scadenza residua e della tipologia della cedola. Gli scarti sono applicati diminuendo il valore di mercato dell'attività di una certa percentuale. Nel 2001 sono stati utilizzati tre gruppi di scarti di garanzia per le attività di primo livello: strumenti a tasso fisso, a tasso variabile e a tasso variabile inverso.

Gli scarti di garanzia per le attività di secondo livello riflettono i rischi specifici associati alle stesse e sono altrettanto rigorosi rispetto a quelli applicati alle attività di primo livello. I margini iniziali e le richieste di margini addizionali sono applicati alle attività di secondo livello in maniera analoga a quelle di primo. Nel 2001 sono stati utilizzati quattro diversi gruppi di scarti di garanzia per le attività di secondo livello, riflettendone differenze di caratteristiche intrinseche e liquidità: titoli azionari, strumenti di debito negoziabili a liquidità limitata, strumenti di debito a liquidità ristretta e caratteristiche speciali, strumenti di debito non negoziabili.

Le attività sono soggette a valutazione su base giornaliera e le BCN calcolano ogni giorno il valore delle garanzie sottostanti richiesto, tenendo conto dei principi di valutazione stabiliti dall'Eurosistema. Vengono effettuate chiamate simmetriche dei margini qualora il valore delle attività utilizzate diverga dal fabbisogno di garanzie. I margini addizionali si possono fornire offrendo attività aggiuntive o tramite pagamenti in contanti.

Criteria di valutazione

Per la determinazione del valore delle attività sottostanti alle operazioni di credito dell'Eurosistema si fa riferimento a un insieme di principi. Per le attività negoziabili di primo o secondo livello, l'Eurosistema specifica un mercato di riferimento unico, da utilizzare come fonte di informazione sulle quotazioni

per l'adozione di un approccio di tipo *mark-to-market*. L'Eurosistema definisce la quotazione più rappresentativa sul mercato di riferimento, che viene successivamente usata per il calcolo dei valori di mercato. Se viene quotato più di un prezzo, si considera il più basso tra essi (normalmente la quotazione "denaro"). Per le attività di secondo livello non negoziabili o per le attività negoziabili non scambiate normalmente, per le quali il metodo *mark-to-market* non è applicabile, l'Eurosistema adotta generalmente una strategia *mark-to-model*, basata sul valore attuale dei flussi di cassa futuri. L'attualizzazione è basata su una curva *zero-coupon* adeguata e si tiene conto esplicitamente, tramite differenziali di credito, delle differenze in termini di rischio di credito tra emittenti. La misura del differenziale di credito applicabile dipende fortemente dalle caratteristiche dei mercati nazionali; pertanto, esso viene proposto dalle BCN, dopo un'analisi dei dati di mercato disponibili. I differenziali di credito sono infine sottoposti ad approvazione da parte della BCE.

1.2 La valutazione del rischio di credito

Le attività sottostanti alle operazioni di credito dell'Eurosistema devono rispettare elevati standard di credito. Nella valutazione dello standard qualitativo dei titoli di debito, la BCE tiene conto, tra l'altro, dei *rating* forniti dalle agenzie specializzate e dei sistemi di valutazione messi a punto dalle BCN, ma anche di alcuni criteri istituzionali che assicurano ai detentori di tali titoli una protezione particolarmente elevata, tra cui le garanzie. L'Eurosistema non accetta strumenti di debito emessi o garantiti dalla controparte o da altre entità con le quali la controparte ha stretti legami.

Lo standard qualitativo delle attività idonee è tenuto costantemente sotto osservazione, per controllare che sia almeno pari al livello minimo di solidità finanziaria specificato dall'Eurosistema. La BCE tiene sotto osservazione le valutazioni fornite dai sistemi di valutazione delle BCN e i *rating* talora forniti dalle agenzie nazionali che effettuano valutazioni delle attività nazionali di secondo livello.

2 L'attività di investimento

Alla fine del 2001, la BCE deteneva un portafoglio di investimenti complessivo di 46,8 miliardi di euro, comprendente riserve in valuta estera, oro e diritti speciali di prelievo (DSP).

Le riserve valutarie sono denominate in dollari statunitensi e in yen giapponesi e sono gestite dalle BCN per conto della BCE. Tali riserve costituiscono innanzi tutto un portafoglio per finanziare gli interventi.

Oltre agli investimenti attivamente gestiti, la BCE detiene anche oro.

I fondi propri della BCE sono denominati in euro e gestiti da un separato team di gestori di portafogli, presso la BCE. Questi investimenti, conosciuti come "fondi propri" della BCE, sono finalizzati alla generazione di un rendimento, per finanziare i costi operativi della BCE.

Lo stato di salute finanziario e la reputazione della BCE dipendono da una gestione appropriata del portafoglio di investimenti. Componente fondamentale di questa è una corretta struttura di gestione dei rischi.

Le misure di gestione dei rischi

Il quadro di riferimento per la gestione dei rischi associati al portafoglio di investimenti della BCE è costituito da tre componenti strettamente collegate:

- la definizione di un quadro analitico di riferimento per determinare l'adeguata allocazione delle attività sia per le riserve valutarie che per i fondi propri. In termini concreti, si specificano la composizione in valuta dei portafogli di riserve e i *benchmark* strategici per ciascuno di essi;
- l'analisi dei risultati degli investimenti;
- la definizione di adeguate misure per la gestione e il controllo dei rischi.

Allocazione delle attività

Questo processo determina la composizione ottimale per valuta delle riserve valutarie e l'allocazione ottimale delle attività per ciascun portafoglio.

Nella determinazione della composizione in valuta, si considerano in particolare due elementi: liquidità e diversificazione. L'effettiva allocazione delle attività per ciascun portafoglio ha come risultato la definizione dei *benchmark* di investimento strategico per ciascun portafoglio.

I *benchmark* strategici sono intesi a indicare e realizzare le preferenze di lungo periodo in termini di rischio e rendimento della BCE. Essi forniscono ai gestori di portafoglio dell'Eurosistema chiare indicazioni dei livelli di rischio di mercato, di credito e di liquidità desiderati dalla BCE. I *benchmark* rivestono una fondamentale importanza per la *performance* della BCE, in quanto principali determinanti dei rendimenti ottenuti.

Lo scopo dell'allocazione delle attività è quello di massimizzare il rendimento tenuto conto dei limiti operativi della BCE. I *benchmark* strategici sono rivisti su base annuale. Per il 2001 sono state sviluppate nuove metodologie per la stima dei rendimenti attesi per ciascuna classe di attività e questi scenari di rendimenti attesi sono stati incorporati nei vari esercizi di ottimizzazione condotti prima della costruzione del *benchmark*. Inoltre, la curva dei rendimenti di ciascuna classe di attività è stata testata in situazioni di stress, per valutare l'impatto di shock esogeni sulle possibili future allocazioni di attività.

Questo approccio all'allocazione delle attività è indicativo dell'atteggiamento attivo della BCE nei confronti della gestione dei rischi.

Analisi dei risultati degli investimenti

Analisi trimestrali, semestrali e annuali sui risultati e i rischi dell'attività di investimento

sono presentate al Consiglio direttivo e al Comitato esecutivo della BCE, oltre che ai gestori dei diversi portafogli e agli alti dirigenti responsabili delle decisioni nell'ambito della BCE e dell'Eurosistema. I risultati e i rischi sono misurati in conformità con le raccomandazioni dell'*Association of Investment Management and Research* (AIMR). Inoltre, si analizzano i risultati degli investimenti per individuare le componenti della *performance*. Nel 2001 è stata posta particolare attenzione all'esame dei limiti di liquidità impliciti nella gestione di un portafoglio finalizzato al finanziamento degli interventi. Tutti i mercati o gli strumenti in cui la BCE investe devono rispettare criteri di liquidità prestabiliti, approvati dal Comitato esecutivo. Questi criteri implicano una definizione di liquidità che dovrebbe essere rispettata anche in situazioni critiche. Chiaramente, i requisiti di liquidità più stringenti sono quelli relativi alle riserve valutarie. È importante che la BCE conosca l'impatto di questi stringenti criteri di liquidità. I suoi investimenti sono pertanto messi a confronto con frontiere efficienti teoriche, al fine di misurare il costo in termini di minor rendimento risultante da tali esigenze di liquidità.

Definizione di misure appropriate di gestione e controllo dei rischi

Le misure relative alla gestione e al controllo dei rischi sono finalizzate alla rilevazione e alla gestione dei rischi di mercato, di credito e di liquidità. La *duration* è la misura primaria utilizzata per la valutazione del rischio di mercato. Nondimeno, vengono tenute sotto osservazione anche misure di rischio relativo

3 Gli sviluppi futuri per il 2002

Nel 2002 continueranno gli sforzi tesi a migliorare il quadro di riferimento della BCE per la gestione dei rischi.

Per quanto concerne le operazioni di credito dell'Eurosistema, nuovi sviluppi includeranno l'incorporazione di un migliore trattamento del rischio di liquidità. Inoltre, sarà analizzato l'impatto della proposta di Basilea sull'Ade-

di mercato come il valore a rischio (VaR) e il *tracking error*. Il *tracking error* è una misura particolarmente utile, in quanto fornisce un dato che riassume il rischio di mercato che i gestori di portafogli assumono indipendentemente dalla sua origine (il rischio di *spread* e i rischi di traslazione e di modifica della forma della curva dei rendimenti sono tutti riassunti in questo valore). Sono state dedicate considerevoli risorse alla scomposizione del rischio di mercato nelle sue fonti. Questo tipo di informazioni aiuta a sviluppare una comprensione più approfondita della composizione dei rendimenti.

L'atteggiamento prudenziale della BCE nei confronti del rischio si riflette nelle sue decisioni di investimento, nelle quali viene attribuita particolare importanza al merito di credito e alla liquidità. Per poter partecipare alle operazioni di gestione delle riserve in valuta, le controparti devono rispettare criteri di *rating* minimi e soddisfare specifici requisiti operativi. I livelli minimi di *rating* sono stabiliti per le controparti in base alla natura della transazione e al relativo rischio di credito. A integrazione dei *rating* forniti dalle agenzie specializzate, viene inoltre effettuata un'analisi del merito di credito delle controparti che utilizza tecniche statistiche multivariate sviluppate dalla Divisione gestione del rischio della BCE. I limiti di credito sono determinati per le controparti e assegnati alle BCN secondo l'ammontare di fondi da esse gestito in nome e per conto della BCE. Tutte le operazioni con le controparti autorizzate sono supportate da adeguata documentazione legale.

guatezza del capitale sul quadro concettuale relativo alle garanzie collaterali. La BCE dovrà affrontare un interessante lavoro sulla possibilità di accrescere le fonti di informazioni sul rischio di credito finalizzate alla stima della solidità finanziaria delle garanzie dell'Eurosistema.

L'attività di investimento si focalizzerà su due aree principali. In primo luogo, l'attribuzione

della *performance* sarà migliorata, in modo da aumentare la precisione con cui questa può essere ricondotta a fattori di mercato. Ciò arricchirà l'attuale analisi *ex post* dei risultati, in modo da fornire ai responsabili delle decisioni migliori informazioni per le decisioni di investimento future. In secondo luogo, sarà approntata una piattaforma IT che collegherà tutte le applicazioni attualmente utilizzate per la gestione dei rischi. Essa faciliterà l'integrazione dei rapporti e delle analisi sul credito e sul mercato. Quest'analisi congiunta fornirà alla funzione di gestione dei rischi maggiori opportunità di aggiungere valore al processo decisionale.

Infine, queste iniziative assicureranno la massimizzazione dei risultati da parte della BCE, nell'ambito dei limiti entro cui essa opera. L'adeguata gestione dei rischi finanziari ne assicura l'indipendenza finanziaria e la solidità. Ciò a sua volta migliora la reputazione e l'indipendenza istituzionale della BCE, che infine le permettono di raggiungere il proprio obiettivo primario di mantenimento della stabilità dei prezzi. In questo contesto, è evidente l'importanza di una efficiente e appropriata gestione dei rischi.



Belgio: (a destra) **Luc Luyckx, della Zecca Reale Belga a Bruxelles, autore del disegno della faccia comune delle monete dell'euro;**
(a sinistra) **una moneta da 2 euro e il relativo modello in gesso**

Capitolo IV

L'evoluzione economica negli altri paesi dell'Unione europea

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

Danimarca

Nel 2001 l'economia danese ha subito un rallentamento, con un aumento del PIL in termini reali relativamente contenuto, pari all'1,2 per cento contro il 3,0 per cento del 2000 (cfr. tavola 11). Questo rallentamento, apparentemente brusco, risente degli effetti di un uragano che ha colpito il paese nel dicembre 1999 e che ha stimolato l'attività economica nel 2000. Il venir meno di questo temporaneo aumento dell'attività potrebbe di per sé spiegare 1,5 punti percentuali del calo della crescita osservato tra il 2000 e il 2001. Il tasso di crescita delle esportazioni è diminuito dall'11,5 per cento del 2000 al 3,4 per cento del 2001. Tuttavia è calato anche il tasso di crescita delle importazioni e, pertanto, il contributo delle esportazioni nette alla crescita del PIL in termini reali nel 2001 è rimasto positivo e significativo. Il persistere della crescita delle esportazioni è ascrivibile all'eccezionale incremento di quelle di turbine a vento e al fatto che la domanda estera di prodotti farmaceutici e di carni suine non ha risentito in misura rilevante della congiuntura internazionale. Le esportazioni di carni suine hanno beneficiato, temporaneamente, dello scoppio dell'epidemia di afta epizootica nel Regno Unito. Nel 2001, il clima di fiducia dei consumatori è leggermente migliorato, mentre i consumi privati sono cresciuti solo in

lieve misura, dell'1,1 per cento, e quelli pubblici sono aumentati dell'1,4 per cento. Queste ultime due componenti, nel loro insieme, non sono state sufficienti a compensare una caduta degli investimenti i quali, nei settori dei materiali e delle costruzioni, sono tornati a livelli analoghi a quelli osservati nel 1999. Nel 2001 il contributo della domanda interna, comprese le scorte, alla crescita del PIL in termini reali è calato allo 0,8 per cento, dal 2,5 del 2000. Le condizioni del mercato del lavoro sono rimaste relativamente tese, con un calo del tasso di disoccupazione al livello minimo del 4,3 per cento.

Nonostante le condizioni tese del mercato del lavoro e gli elevati prezzi dell'energia, la dinamica dei prezzi in Danimarca è rimasta sostanzialmente contenuta nel 2001. Il tasso di crescita dello IAPC si è mantenuto relativamente stabile durante l'anno, con un calo dell'inflazione media su base annua al 2,3 per cento, dal 2,7 per cento del 2000. I salari hanno continuato ad aumentare più rapidamente che nell'area dell'euro; questo è dovuto principalmente a un calo delle ore lavorate legato a un aumento delle ferie retribuite e, in misura minore, a una elevata accelerazione salariale nel settore pubblico. Le retribuzioni per addetto sono cresciute in misura lieve, del 4,2 per cento, mentre i costi unitari del lavoro sono aumentati del 3,5 per cento nel 2001. Entrambi i valori si collocano al di sopra di quelli dell'area dell'euro.

Nel 2001 la situazione dei conti pubblici danesi ha continuato a essere solida. L'avanzo delle Amministrazioni pubbliche si è mantenuto al 2,5 per cento del PIL (escludendo i proventi della cessione delle licenze UMTS), invariato rispetto all'anno precedente. È continuata la riduzione del debito pubblico, sceso dal 46,8 al 44,5 per cento del PIL. L'aggiornamento del programma di convergenza danese si pone l'obiettivo per il bilancio pubblico di conseguire un avanzo pari all'1,9 e al 2,1 per cento del PIL, rispettivamente, nel 2002 e nel 2003. Questi valori sono inferiori a quelli auspicati nel precedente aggiornamento del programma. La differenza è riconducibile principalmente alla proposta di riorganizzazione

Tavola I I

Indicatori macroeconomici per la Danimarca

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2001 1°trim.	2001 2°trim.	2001 3°trim.	2001 4°trim.
PIL in termini reali	2,5	3,0	2,5	2,3	3,0	1,2	2,0	0,9	1,2	0,7
<i>Contributi alla crescita del PIL in termini reali:¹⁾</i>										
Domanda interna incluse le scorte	2,1	4,6	3,9	-0,5	2,5	0,8	-0,2	0,5	1,2	1,4
Esportazioni nette	0,4	-1,7	-1,4	2,8	0,6	0,5	2,3	0,4	-0,0	-0,7
IAPC	2,1	1,9	1,3	2,1	2,7	2,3	2,3	2,5	2,3	2,0
Reddito per addetto	3,3	3,5	3,7	3,1	3,8	4,2	4,3	3,8	4,3	4,4
CLUP per l'intera economia	2,1	1,9	3,0	2,2	1,5	3,5	2,6	3,5	3,7	4,2
Deflatore delle importazioni (beni e servizi)	-0,1	2,2	-2,5	-0,3	9,8	2,8	6,9	5,8	1,4	-2,3
Saldo di conto corrente + nuovo conto capitale (in perc. del PIL)	.	0,1	-0,1	0,2	0,2	0,4	0,7	0,4	0,5	0,1
Occupazione totale	0,6	1,2	1,7	1,5	0,7	0,2	0,3	0,4	0,3	0,0
Tasso di disoccupazione (in perc. delle forze lavoro)	6,3	5,3	4,9	4,8	4,4	4,3	4,4	4,4	4,3	4,2
Posizione di bilancio (in perc. del PIL) ^{2), 3)}	-1,0	0,4	1,1	3,1	2,5	2,5	.	.	.	.
Debito lordo consolidato (in perc. del PIL) ²⁾	65,1	61,2	55,6	52,0	46,8	44,5	.	.	.	.
Tasso di interesse a tre mesi (valori perc. in ragione d'anno) ⁴⁾	3,9	3,7	4,1	3,3	4,9	4,6	5,2	5,0	4,6	3,7
Rendimento dei titoli di Stato a dieci anni (valori perc. in ragione d'anno) ⁴⁾	7,2	6,3	4,9	4,9	5,6	5,1	5,0	5,3	5,2	4,8
Tasso di cambio nei confronti dell'ECU o dell'euro ^{4), 5)}	7,36	7,48	7,50	7,44	7,45	7,45	7,46	7,46	7,44	7,44

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

Nota: i dati di contabilità nazionale sono basati sul SEC 95. I dati relativi allo IAPC per i periodi precedenti al 1995 sono stime basate su definizioni nazionali e non sono del tutto confrontabili con quelli relativi allo IAPC del 1995.

1) Puntualità percentuali.

2) Secondo la definizione del Trattato di Maastricht.

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

4) Media del periodo considerato.

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

dello Schema Speciale di Previdenza, che non è più incluso nel settore pubblico. Il rapporto tra debito lordo e PIL è influenzato solo in lieve misura da tale riforma e se ne prevede un calo al 42,9 per cento nel 2002 e al 40,1 per cento nel 2003.

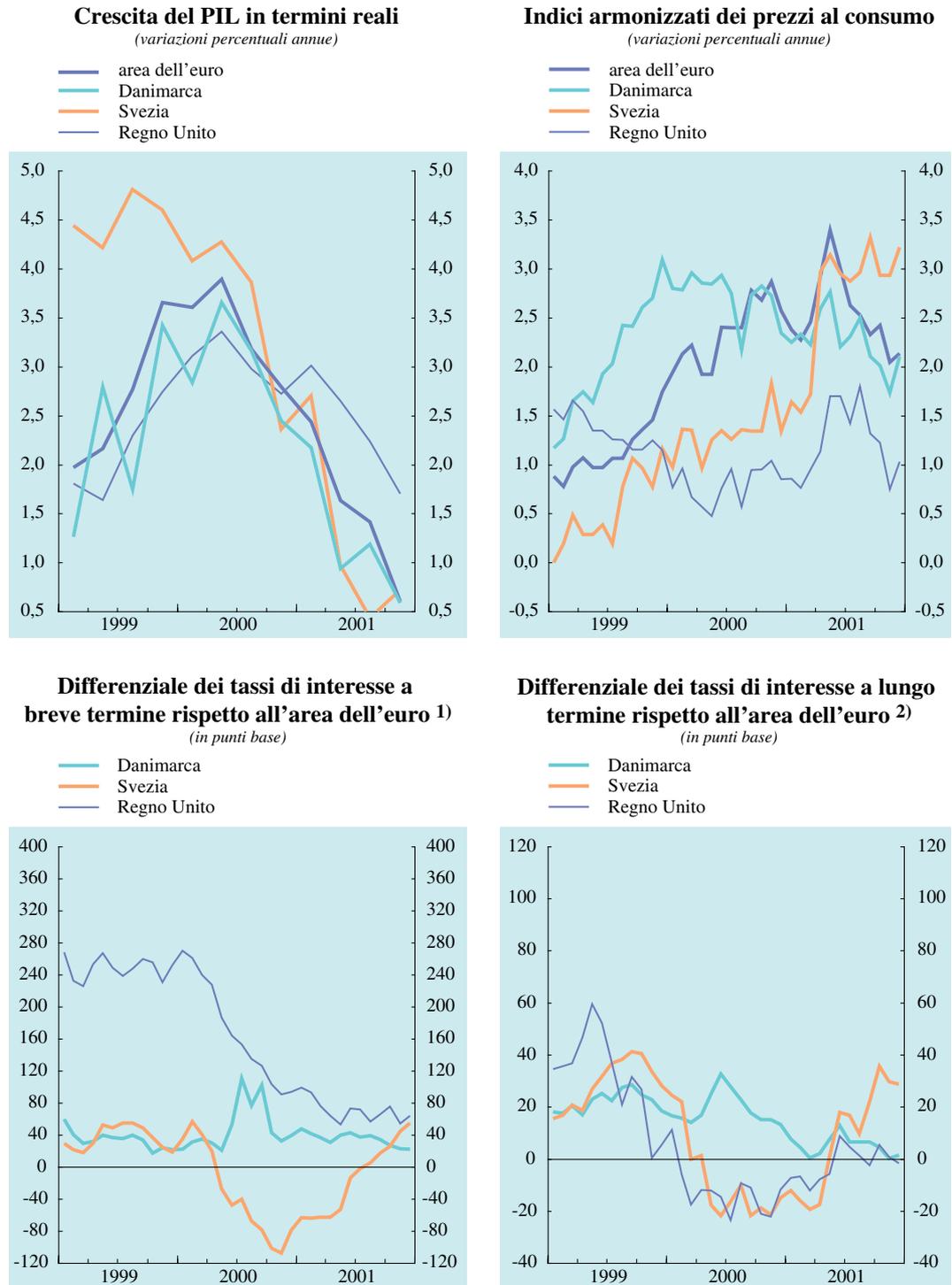
A seguito del referendum sull'adozione dell'euro, tenutosi il 28 settembre 2000, la Danimarca ha continuato a perseguire una politica di cambio fisso rispetto all'euro, nell'ambito di una banda di oscillazione stretta, pari a $\pm 2,25$ per cento, intorno alla parità centrale rispetto all'euro prevista dallo SME II. Nel contesto di questa strategia, l'andamento dei principali tassi di interesse ufficiali e di mercato a breve termine deve essere considerato soprattutto in relazione alle decisioni della BCE sui tassi di interesse e all'evoluzione del tasso di cambio della corona danese

rispetto all'euro. La corona danese è rimasta stabile nel 2001 (cfr. figura 28), mantenendosi per la maggior parte dell'anno a un livello lievemente apprezzato rispetto alla parità centrale di 7,46038 corone. La Danmarks Nationalbank è intervenuta sui mercati dei cambi alla fine di settembre, acquistando valuta estera, per contrastare un apprezzamento della corona. Quest'ultima si era rafforzata in conseguenza di una riallocazione dei portafogli da parte di alcuni fondi pensione, che hanno sostituito titoli azionari esteri con obbligazioni interne per proteggere le proprie riserve da un ulteriore calo delle quotazioni azionarie internazionali.

Tra luglio e novembre del 2001, a seguito di cinque riduzioni del tasso di interesse sulle anticipazioni della Danmarks Nationalbank, il differenziale rispetto al tasso di interesse

Figura 27

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



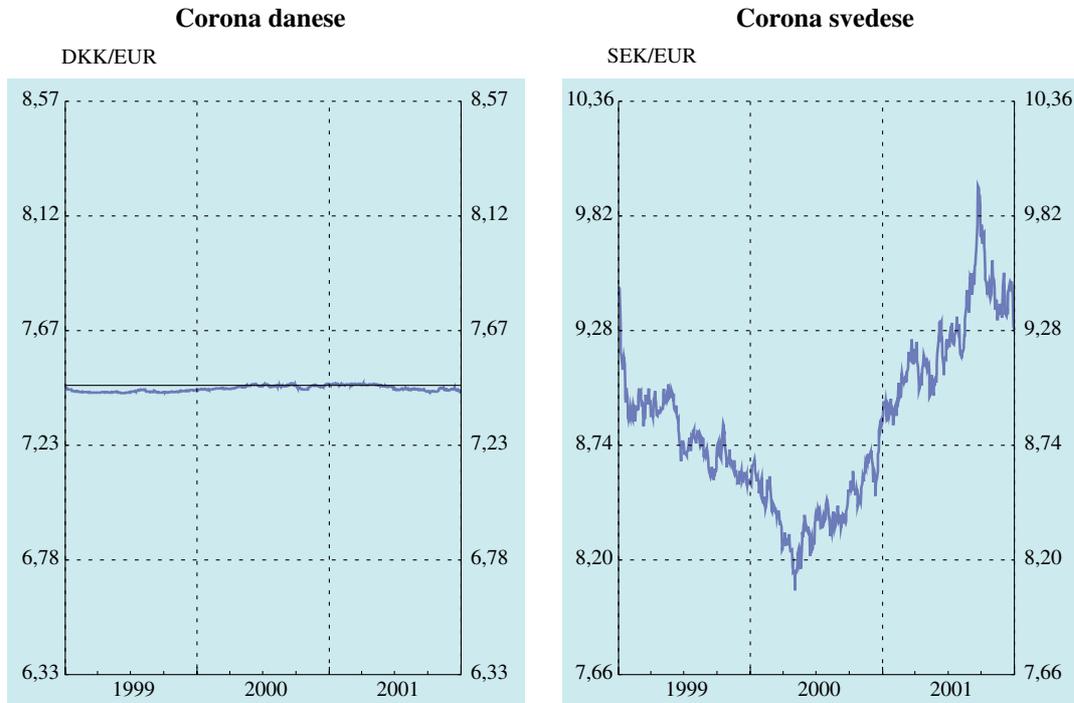
Fonti: BCE e Eurostat.

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

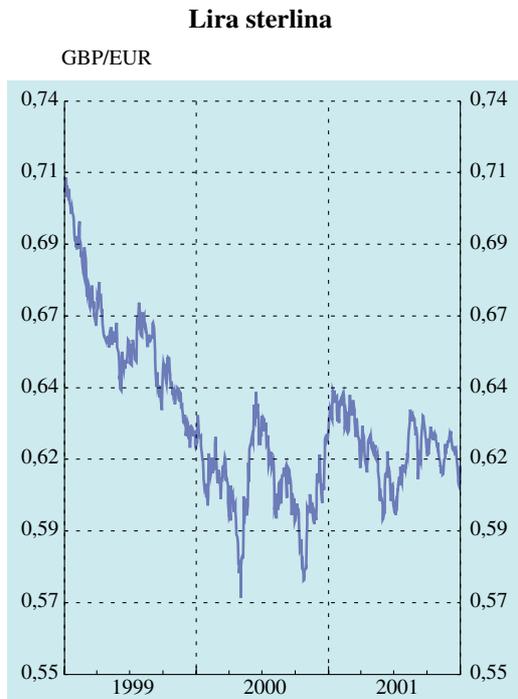
2) Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine con riferimento ai titoli a 10 anni o alle scadenze più vicine tra quelle disponibili.

Figura 28

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



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



Fonte: statistiche nazionali.

Nota: le figure relative a Danimarca, Svezia e Regno Unito hanno un intervallo di fluttuazione del 30 per cento.

marginale sulle operazioni di rifinanziamento principale della BCE si è ridotto a 35 punti base (cfr. figura 27). Tale valore non si discosta significativamente da quello prevalente prima del referendum del settembre 2000. Oltre a due riduzioni di minore entità di 0,05 punti percentuali ciascuna, la Danmarks Nationalbank ha diminuito il tasso di interesse sulle anticipazioni di 0,3 punti percentuali il 30 agosto e di 0,5 punti percentuali il 18 settembre, in linea con le decisioni della BCE di abbassare i tassi di interesse di riferimento. L'8 novembre, il tasso sulle anticipazioni veniva nuovamente ridotto di 0,5 punti percentuali, al 3,6 per cento, in seguito alla riduzione della stessa entità del tasso di riferimento effettuata dalla BCE. All'inizio di febbraio 2002 il tasso sulle anticipazioni è stato ulteriormente abbassato al 3,55 per cento. L'andamento dei tassi di interesse a lungo termine nel 2001 ha sostanzialmente rispecchiato quello dei tassi nell'area dell'euro. Il differenziale tra i rendimenti delle obbligazioni a lungo termine danesi e quelli dell'area dell'euro si è quasi annullato all'inizio del 2001, mantenendosi poi lievemente positivo per il resto dell'anno.

Svezia

Nel 2001, l'attività economica in Svezia ha rallentato significativamente (cfr. figura 27). Il PIL in termini reali è cresciuto dell'1,2 per cento, contro il 3,6 del 2000 (cfr. tavola 12). La decelerazione della crescita mondiale ha influenzato le esportazioni svedesi in misura considerevole, riflettendo l'esposizione relativamente elevata di tale economia all'andamento di quella statunitense e al settore delle telecomunicazioni. La crescita delle esportazioni ha registrato un rallentamento, dal 10,3 per cento del 2000 all'1,4 del 2001. Anche la crescita degli investimenti è diminuita notevolmente, per il calo della domanda e del grado di utilizzo delle risorse. I consumi privati sono stati particolarmente colpiti, crescendo dello 0,2 per cento, contro il 4,6 del 2000, anche a causa dei forti ribassi registrati sui mercati azionari che hanno penalizzato sia la ricchezza delle famiglie, sia il clima di fiducia

dei consumatori. Il reddito disponibile in termini reali ha continuato a registrare un buon andamento, soprattutto grazie alla riduzione delle imposte. Quest'ultima, tuttavia, ha avuto principalmente l'effetto di fare aumentare il tasso di risparmio, piuttosto che la spesa per consumi. Anche l'incremento delle importazioni ha subito un rallentamento; il contributo delle esportazioni nette alla crescita del PIL in termini reali è salito a 1,0 punti percentuali. Il contributo della domanda interna è stato di 0,7 punti percentuali. La rapida decelerazione dell'attività economica non ha finora avuto ripercussioni di rilievo sul mercato del lavoro e il tasso di disoccupazione si è mantenuto stabile, attorno al 5 per cento, con una continua crescita dell'occupazione nel settore dei servizi privati.

Nella primavera 2001 il tasso annuo di inflazione al consumo, misurato in termini dello IAPC, dell'IPC e dell'UNDIX¹, è salito rapidamente fino a circa il 3 per cento, analogamente a quanto avvenuto nell'area dell'euro (cfr. figura 27). Nel resto dell'anno, i tassi di inflazione si sono mantenuti attorno al 3 per cento. L'inflazione media annua al consumo misurata con lo IAPC è cresciuta fino al 2,7 per cento, dall'1,3 del 2000, mentre l'incremento dell'IPC si è portato al 2,6 per cento, dall'1,3 del 2000. L'aumento dell'inflazione è attribuibile principalmente all'andamento di componenti come carne, frutta e verdura prodotte nel paese, tariffe elettriche e telefoniche. Queste componenti dell'indice dei prezzi sono state colpite da diversi shock temporanei dal lato dell'offerta, come gli effetti dell'epidemia di afta epizootica e di BSE nel settore alimentare, nonché le avverse condizioni meteorologiche. Per le restanti componenti interne, l'aumento è stato più graduale e generalizzato e largamente riconducibile agli effetti indiretti dei rialzi dei prezzi petroliferi verificatisi in precedenza, all'incremento del grado di utilizzo delle risorse negli ultimi anni,

¹ L'UNDIX viene definito come l'IPC al netto della spesa per interessi e degli effetti diretti della variazione delle imposte indirette e dei sussidi. In Svezia, l'IPC complessivo è la variabile in termini della quale è definito l'obiettivo. Tuttavia, poiché si tiene conto dei fattori transitori, le decisioni di politica monetaria si sono di fatto basate sull'UNDIX.

Tavola 12

Indicatori macroeconomici per la Svezia

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2001 1°trim.	2001 2°trim.	2001 3°trim.	2001 4°trim.
PIL in termini reali	1,1	2,1	3,6	4,5	3,6	1,2	2,7	1,0	0,4	0,7
<i>Contributi alla crescita del PIL in termini reali: 1)</i>										
Domanda interna incluse le scorte	0,7	0,7	3,9	3,2	3,2	0,2	2,3	-0,2	2,0	0,7
Esportazioni nette	0,4	1,4	-0,3	1,3	0,4	1,0	0,4	1,2	2,4	0,1
IAPC	0,8	1,8	1,0	0,6	1,3	2,7	1,6	3,0	3,1	3,0
Reddito per addetto	6,8	3,8	3,3	1,3	7,3	3,8	1,8	3,7	3,3	4,2
CLUP per l'intera economia	5,1	0,7	0,9	-0,9	5,7	4,5	2,4	4,4	4,9	4,5
Deflatore delle importazioni (beni e servizi)	-4,2	0,7	-0,5	1,0	4,6	4,3	4,4	6,5	4,8	1,5
Saldo di conto corrente + nuovo conto capitale (in perc. del PIL)	.	.	0,7	0,5	0,7	0,6	0,7	0,5	0,8	0,5
Occupazione totale	-0,6	-1,1	1,5	2,2	2,2	2,0	3,2	2,0	2,1	0,7
Tasso di disoccupazione (in perc. delle forze lavoro)	9,6	9,9	8,3	7,2	5,9	5,1	5,3	5,0	4,9	5,1
Posizione di bilancio (in perc. del PIL) 2), 3)	-3,4	-1,5	1,9	1,8	3,7	4,7	.	.	.	.
Debito lordo consolidato (in perc. del PIL) 2)	76,0	73,1	70,5	65,0	55,3	56,0	.	.	.	.
Tasso di interesse a tre mesi (valori perc. in ragione d'anno) 4)	6,0	4,4	4,4	3,3	4,1	4,1	4,1	4,2	4,3	3,9
Rendimento dei titoli di Stato a dieci anni (valori perc. in ragione d'anno) 4)	8,0	6,6	5,0	5,0	5,4	5,1	4,8	5,2	5,3	5,1
Tasso di cambio nei confronti dell'ECU o dell'euro 4), 5)	8,51	8,65	8,91	8,81	8,45	9,25	9,00	9,12	9,41	9,48

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

Nota: i dati di contabilità nazionale sono basati sul SEC 95.

1) Puntualità percentuali.

2) Secondo la definizione del Trattato di Maastricht.

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

4) Media del periodo considerato.

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

che si è riflesso in una crescita dei costi unitari del lavoro e, in quei mercati dove il grado di concorrenza è debole, dei profitti. I costi unitari del lavoro sono saliti del 4,5 per cento (rispetto al 5,7 del 2000) soprattutto a causa del rallentamento ciclico della produttività del lavoro; ciò mette a rischio le prospettive dell'occupazione e dell'inflazione. L'inflazione importata si è attenuata nel 2001, nonostante l'indebolimento della corona, grazie alla diminuzione dei prezzi del petrolio.

L'avanzo di bilancio delle Amministrazioni pubbliche svedesi è aumentato al 4,7 per cento del PIL nel 2001, dal 3,7 nel 2000. Le riduzioni delle imposte, pari a circa l'1 per cento del PIL, sono state compensate, oltre che da altre voci, da entrate *una tantum*. Nonostante queste riduzioni, la pressione fiscale svedese rimane elevata rispetto a quella di altri paesi industrializzati. Il rapporto

tra debito pubblico e PIL è salito lievemente, dal 55,3 per cento del 2000 al 56 nel 2001. L'aggiornamento del programma di convergenza svedese si pone come obiettivo per il 2002 e 2003 avanzi di bilancio rispettivamente pari al 2,1 e al 2,2 per cento del PIL. La riduzione dell'avanzo di bilancio è ascrivibile principalmente alla graduale entrata in vigore della riforma della tassazione sui redditi iniziata nel 2000. Si prevede che il rapporto tra debito pubblico e PIL scenderà al 49,7 per cento nel 2002 e al 47,3 nel 2003.

Dal 1993 la Sveriges Riksbank opera in un regime di tassi di cambio flessibili e conduce la politica monetaria con un esplicito obiettivo in termini di tasso di inflazione. Dal 1995, l'obiettivo è definito come un tasso di inflazione al consumo (riferito all'IPC) pari al 2 per cento, con un margine di tolleranza di ± 1 punto percentuale. Nel giugno 2001 la

banca centrale è intervenuta sul mercato dei cambi in un contesto di mercato indebolimento della corona. Quest'ultimo, in presenza di un grado di utilizzo delle risorse relativamente elevato e di inaspettati e rapidi aumenti dei prezzi, che avrebbero potuto influenzare le aspettative di inflazione, hanno indotto la Sveriges Riksbank a ritenere che ci fosse un rischio di superamento dell'obiettivo di tasso di inflazione. Per questo motivo, essa ha aumentato il tasso sui pronti contro termine, il 5 luglio, di 0,25 punti percentuali, al 4,25 per cento. Dopo gli attacchi terroristici negli Stati Uniti e il più accentuato rallentamento dell'economia mondiale all'inizio dell'autunno, il 17 settembre la Sveriges Riksbank ha abbassato il tasso sui pronti contro termine di 0,5 punti percentuali, ritenendo elevato il rischio di una discesa dell'inflazione al di sotto dell'obiettivo.

Riflettendo queste modifiche del tasso di interesse di riferimento, i tassi a breve termine in Svezia si sono portati al di sopra di quelli dell'area dell'euro, a metà 2001, con un differenziale che alla fine dell'anno si collocava attorno a 50 punti base (cfr. figura 27). I tassi di interesse a lungo termine hanno seguito quelli internazionali, senza una direzione chiara per la maggior parte dell'anno; alla fine del 2001 il differenziale rispetto ai corrispondenti tassi dell'area dell'euro è passato da -10 a circa 40 punti base. Questo andamento è probabilmente ascrivibile a un aumento del premio per il rischio di cambio seguito all'indebolimento della corona e all'accresciuta incertezza a livello internazionale. Alla fine di settembre la corona risultava deprezzata di quasi l'11 per cento rispetto all'euro; alla fine dello scorso anno e all'inizio del 2002 ha recuperato lievemente (cfr. figura 28).

Regno Unito

La crescita media del PIL in termini reali nel Regno Unito è rallentata al 2,4 per cento, dal 3,0 per cento del 2000; la debolezza della domanda esterna è stata solo parzialmente compensata dalla vigorosa domanda interna (cfr. tavola 13). Il graduale rallentamento è

riconciliabile principalmente a una contrazione dei settori ad alta tecnologia, specialmente nel campo delle attrezzature ottiche ed elettroniche, all'indebolimento della domanda estera e al persistente vigore della sterlina. Ciò si è anche riflesso in una maggiore divergenza tra diversi settori dell'economia, in un maggiore disavanzo delle partite correnti e in un minore tasso di risparmio. In particolare, il prodotto del settore manifatturiero ha registrato un calo del 2,3 per cento, dopo un aumento dell'1,9 per cento nel 2000, mentre la crescita del valore aggiunto nel settore dei servizi si è mantenuta robusta, al 4,0 per cento, contro il 3,8 per cento del 2000.

La spesa per consumi delle famiglie è cresciuta del 4,2 per cento in termini reali nel 2001, misura solo di poco superiore al 4,1 per cento dell'anno precedente. L'aumento dei salari reali, l'incremento della ricchezza delle famiglie e la robusta espansione del credito ne sono stati i principali fattori trainanti. Il vigore del mercato delle abitazioni è scaturito dai bassi tassi di interesse in termini reali e dall'aumento della concorrenza sul mercato dei mutui ipotecari resa possibile da una precedente liberalizzazione finanziaria. Alla crescita del prodotto ha contribuito un'accelerazione dei consumi pubblici dall'1,9 per cento del 2000 al 2,4 per cento del 2001, che ha riflesso progressi nel raggiungimento degli obiettivi di spesa pubblica. La formazione di capitale fisso lordo è cresciuta dell'1,1 per cento, rispetto al 4,9 per cento del 2000. Gli investimenti privati sono stati frenati dal peggioramento della posizione finanziaria delle imprese e dalla crescente incertezza sulle prospettive della domanda. Quest'ultimo fattore ha anche indotto le imprese ad abbassare il livello delle scorte, riducendo la crescita del PIL in termini reali di 0,1 punti percentuali. La debolezza degli investimenti privati è stata parzialmente compensata da un'accelerazione degli investimenti pubblici, che ha riflesso lo sforzo delle autorità di migliorare la qualità delle infrastrutture pubbliche. Il contributo della domanda interna alla crescita del PIL in termini reali è stato di 3,3 punti percentuali, leggermente inferiore rispetto al 2000. Per il sesto anno consecutivo, gli scambi con l'estero

Tavola 13

Indicatori macroeconomici per il Regno Unito

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2001 1°trim.	2001 2°trim.	2001 3°trim.	2001 4°trim.
PIL in termini reali	2,6	3,4	3,0	2,1	3,0	2,4	3,0	2,7	2,2	1,7
<i>Contributi alla crescita del PIL in termini reali:¹⁾</i>										
Domanda interna incluse le scorte	3,1	4,0	5,2	3,5	3,8	3,3	4,3	3,4	2,7	2,5
Esportazioni nette	-0,4	-0,5	-2,2	-1,4	-0,7	-0,8	-1,3	-0,8	-0,5	-0,7
IAPC	2,5	1,8	1,6	1,3	0,8	1,2	0,9	1,5	1,5	1,0
Reddito per addetto	3,3	4,3	5,1	4,7	4,1	.	5,7	5,1	5,2	.
CLUP per l'intera economia	1,8	2,8	3,2	3,8	2,1	.	3,6	3,3	3,5	.
Deflatore delle importazioni (beni e servizi)	0,2	-7,1	-6,2	-2,5	0,5	-0,1	0,5	2,1	-0,2	-2,8
Saldo di conto corrente + nuovo conto capitale (in perc. del PIL)	-2,4	-0,3	-1,6	-6,9	-6,2	.	-3,9	-4,1	-4,3	.
Occupazione totale	1,1	2,0	1,1	1,3	1,0	.	1,0	0,9	0,6	0,7
Tasso di disoccupazione (in perc. delle forze lavoro)	8,0	6,9	6,2	5,9	5,4	.	5,0	4,9	5,0	.
Posizione di bilancio (in perc. del PIL) ^{2), 3)}	-4,4	-2,0	0,4	1,3	1,8	0,9	.	.	.	.
Debito lordo consolidato (in perc. del PIL) ²⁾	52,3	50,8	47,6	45,2	42,4	39,0	.	.	.	.
Tasso di interesse a tre mesi (valori perc. in ragione d'anno) ⁴⁾	6,0	6,8	7,3	5,4	6,1	5,0	5,6	5,2	4,9	4,1
Rendimento dei titoli di Stato a dieci anni (valori perc. in ragione d'anno) ⁵⁾	7,9	7,1	5,6	5,0	5,3	5,0	4,9	5,2	5,1	4,8
Tasso di cambio nei confronti dell'ECU o dell'euro ⁶⁾	0,81	0,69	0,68	0,66	0,61	0,62	0,63	0,61	0,62	0,62

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

Nota: i dati di contabilità nazionale sono basati sul SEC 95. I dati relativi ai periodi precedenti al 1995 sono stime basate su definizioni nazionali e non sono del tutto confrontabili con quelli relativi allo IAPC dal 1995.

1) Puntii percentuali.

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

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

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

5) Media del periodo considerato. Tassi di interesse di mercato, rendimenti del mercato dei capitali, rendimento delle obbligazioni con scadenza decennale più recenti. Fonte: Bank of England.

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

hanno fornito un contributo negativo, con una caduta della crescita delle esportazioni dal 10,3 per cento del 2000 allo 0,8 per cento del 2001. Anche la crescita delle importazioni è diminuita, benché in misura minore di quella delle esportazioni, a causa del continuo vigore della domanda interna e della forza della sterlina rispetto all'euro. L'occupazione totale è aumentata a un tasso dello 0,8 per cento in ragione d'anno, lievemente inferiore rispetto a quello del 2000, riducendo il tasso di disoccupazione dal 5,4 a circa il 5 per cento. Nella seconda metà dell'anno, tuttavia, il mercato del lavoro ha mostrato qualche segnale di indebolimento: il tasso di disoccupazione è leggermente aumentato e la carenza di manodopera qualificata si è attenuata. In generale,

tuttavia, la disoccupazione si è mantenuta stabile e minore del previsto.

Il tasso di crescita dei prezzi misurato dall'RPPIX si è mantenuto al di sotto dell'obiettivo del 2,5 per cento per quasi tutto l'anno.² L'inflazione misurata in termini dello IAPC è salita all'1,2 per cento nel 2001, dallo 0,8 per cento del 2000. I prezzi delle importazioni sono diminuiti leggermente rispetto all'anno precedente. Nella prima metà dell'anno, le cattive condizioni meteorologiche e l'epidemia di afta epizootica hanno esercitato una temporanea pressione al rialzo sui prezzi.

2 L'RPPIX viene definito come indice dei prezzi al consumo al netto degli interessi sui mutui ipotecari.

L'inflazione è stata contenuta dalla dinamica moderata dei prezzi delle materie prime e dei prezzi alla produzione. La crescita delle retribuzioni annue nell'economia è aumentata lievemente rispetto al 2000; dietro tale andamento si cela una crescita robusta della componente continuativa delle retribuzioni, compensata da componenti *una tantum* più basse. Anche la crescita su base annua del costo del lavoro per unità di prodotto per l'intera economia è aumentata, in media, rispetto all'anno precedente. Nel complesso, le pressioni sui costi sembrano essersi mantenute piuttosto limitate mentre l'aumento dell'inflazione indicherebbe un aumento dei margini nel settore delle vendite al dettaglio, ascrivibile probabilmente al perdurante vigore dei consumi privati.

Dopo il notevole miglioramento del saldo del bilancio delle Amministrazioni pubbliche degli anni precedenti, che nel 2000 aveva portato a conseguire un avanzo dell'1,8 per cento rispetto al PIL (escludendo le licenze UMTS), nel 2001 quest'ultimo si è ridotto allo 0,9. Tale diminuzione è ascrivibile a un aumento significativo della spesa pubblica, che si è tradotto in un indirizzo espansivo della politica di bilancio. Il rapporto tra debito pubblico e PIL è sceso dal 42,4 per cento del 2000 al 39 per cento del 2001. L'aggiornamento del programma di convergenza del Regno Unito prevede un ulteriore allentamento della politica fiscale, che condurrà a disavanzi dello 0,2 e dell'1,1 per cento del PIL, rispettivamente per

gli esercizi 2001-02 e 2002-03. Si prevede che il rapporto tra debito e PIL scenderà leggermente in tali anni, al 38,1 e al 37,2 per cento.

La Banca d'Inghilterra conduce la propria politica monetaria nel quadro di un regime di cambio flessibile con un obiettivo di tasso di inflazione esplicito e simmetrico, fissato dal governo in misura di un incremento annuo dell'RPIX del 2,5 per cento. Nel 2001 il tasso di interesse ufficiale sulle operazioni pronti contro termine è stato ridotto in sette occasioni, per un totale di 2 punti percentuali, al 4,0 per cento. Queste riduzioni sono avvenute in un contesto caratterizzato da un indebolimento del quadro congiunturale internazionale, da una fase recessiva nel settore manifatturiero e da favorevoli prospettive di inflazione. Come conseguenza delle riduzioni dei tassi di interesse, il differenziale rispetto ai tassi di interesse a breve termine dell'area dell'euro ha continuato a calare, benché a un ritmo inferiore rispetto al 2000. I tassi di interesse a lungo termine sono cresciuti nella prima metà dell'anno, per poi ritornare a fine anno a un livello inferiore a quello dell'inizio del 2001. Per la maggior parte dell'anno essi si sono mantenuti al di sotto dei tassi medi dell'area dell'euro (cfr. figura 27). Il tasso di cambio della sterlina rispetto all'euro ha oscillato attorno a un valore medio di 0,62 sterline. Il suo rafforzamento durante la prima metà dell'anno, fino a 0,59 sterline, è stato grosso modo compensato da un indebolimento nei mesi di luglio e agosto.

Italia: **impacchettamento delle monete in euro presso
la Zecca italiana a Roma**



Capitolo V

La cooperazione europea, multilaterale e bilaterale

I Le tematiche europee

Nel 2001 la BCE ha mantenuto e sviluppato le relazioni con le istituzioni e i rilevanti organismi comunitari.¹ Come previsto nell'Articolo 113 del Trattato, i rappresentanti della BCE hanno partecipato alle riunioni del Consiglio Ecofin dedicate a materie attinenti agli obiettivi e ai compiti del SEBC, in particolare ai mercati finanziari e alla preparazione degli Indirizzi di massima per le politiche economiche (IMPE). Nel contempo, il Presidente del Consiglio Ecofin si è avvalso in diverse occasioni dell'opportunità di partecipare agli incontri del Consiglio direttivo della BCE. A tale riguardo va rilevato che durante la prima metà del 2001, quando la Presidenza del Consiglio UE era detenuta da uno Stato membro con deroga, la Svezia, il Presidente dell'Eurogruppo ha presenziato agli incontri del Consiglio direttivo per conto del Presidente del Consiglio Ecofin. Anche un membro della Commissione europea ha preso parte alle riunioni del Consiglio direttivo.

Oltre ai contatti previsti dall'Articolo 113 del Trattato, il Presidente della BCE e i governatori delle banche centrali nazionali sono stati invitati a tre riunioni informali del Consiglio Ecofin tenutesi a Malmö (Svezia) in aprile e a Liegi e Laeken (Belgio), rispettivamente, in settembre e dicembre 2001. L'incontro di Malmö ha altresì consentito ai ministri del Consiglio Ecofin, ai governatori delle banche centrali nazionali degli Stati membri e al Presidente della BCE di avere uno scambio di opinioni con le rispettive controparti dei tredici paesi candidati. La riunione di Liegi ha permesso di discutere e valutare in modo approfondito le conseguenze economiche degli attacchi terroristici dell'11 settembre negli Stati Uniti. Inoltre, il Presidente della BCE è stato invitato a uno scambio di vedute con i Capi di Stato o di Governo della UE durante l'incontro informale del Consiglio europeo tenutosi a Ghent in ottobre; in tale occasione si è discusso della situazione economica generale e dei preparativi per l'introduzione delle banconote e monete in euro.

In linea con quanto fatto in passato, la BCE ha continuato a partecipare regolarmente alle riunioni dell'Eurogruppo. La partecipazione a tali incontri offre alla BCE l'opportunità di instaurare un dialogo aperto e informale sulla politica economica con i ministri delle finanze degli Stati membri dell'area dell'euro e con il Commissario per le questioni economiche e monetarie. Le discussioni in seno all'Eurogruppo hanno continuato a incentrarsi sulle prospettive economiche generali dell'area, sull'evoluzione dei bilanci pubblici nei singoli Stati membri e, con crescente intensità, sui progressi delle necessarie riforme strutturali. Nel 2001 l'Eurogruppo si è inoltre concentrato sul monitoraggio dei preparativi per la transizione alle banconote e monete in euro.

Oltre a mantenere i suddetti rapporti a livello politico, la BCE ha partecipato al lavoro del Comitato economico e finanziario (CEF) e del Comitato di politica economica (CPE). In quanto membro di entrambi i comitati, che forniscono analisi e consulenza al Consiglio Ecofin e all'Eurogruppo, la BCE ha contribuito con le proprie competenze specialistiche alle varie procedure di politica economica e ai diversi esercizi di sorveglianza multilaterale. In tale contesto la BCE è stata coinvolta, tra l'altro, nella preparazione degli Indirizzi di massima per le politiche economiche e nella valutazione dei programmi di stabilità e di convergenza degli Stati membri. La BCE ha inoltre contribuito alle altre molteplici attività di entrambi i comitati, in particolare all'affinamento di strumenti e metodi analitici e agli esercizi di esame generale dei paesi del CPE. Poiché tali esercizi si incentrano sulle riforme strutturali e sfociano nel rapporto annuale del CPE su tali riforme strutturali, il contributo a questo lavoro offre alla BCE non solo un'utile conoscenza del processo di riforma strutturale, ma anche l'opportunità di condividere le proprie opinioni con gli Stati membri.

¹ I rapporti della BCE con il Parlamento europeo sono trattati separatamente nel Capitolo XI del presente Rapporto annuale.

La BCE ha inoltre continuato a partecipare agli incontri semestrali del “Dialogo macroeconomico”, a livello sia tecnico sia politico. In linea con il mandato del Consiglio europeo di Colonia, i rappresentanti degli Stati membri, la Commissione europea, la BCE, le banche centrali che non fanno parte dell'Eurosistema e i rappresentanti delle organizzazioni dei datori di lavoro e dei sindacati europei hanno discusso delle prospettive economiche e delle connesse sfide per le politiche. Il Dialogo macroeconomico ha permesso uno scambio di opinioni confidenziale, rafforzando il clima di fiducia tra i partecipanti.

Infine, la BCE ha mantenuto strette relazioni operative con la Commissione europea. Oltre a contatti di lavoro regolari su un'ampia gamma di argomenti, vi sono state visite bilaterali tra il Presidente della Commissione europea, il Commissario per le questioni economiche e monetarie e membri del Consiglio esecutivo.

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

1.1 Evoluzione del quadro di riferimento per le politiche economiche

Nel terzo anno dall'inizio della Terza fase della UEM, il quadro di riferimento per le politiche economiche nella UEM, con la sua specifica distribuzione di responsabilità a livello di politiche, di procedure multilaterali e di strumenti di politica comune, ha continuato a essere ulteriormente sviluppato e affinato.² Attenzione particolare è stata rivolta al miglioramento degli Indirizzi di massima per le politiche economiche, quale strumento di guida per le decisioni di politica economica degli Stati membri, nonché al rafforzamento del Patto di stabilità e crescita sotto il profilo procedurale e metodologico. Inoltre, si è esteso l'uso del “metodo aperto di coordinamento” stabilito dal Consiglio europeo di Lisbona, in partico-

lare mediante un maggiore utilizzo di indicatori e di precise scadenze temporali per il conseguimento e la valutazione dei progressi in un crescente numero di aree della politica economica.

Gli Indirizzi di massima per le politiche economiche dell'anno 2001

Per l'adozione degli Indirizzi di massima per le politiche economiche (IMPE), la Comunità ha applicato per la prima volta la procedura avviata dal Consiglio europeo di Lisbona. Di conseguenza, nella formulazione degli Indirizzi si è beneficiato di contributi provenienti da una più ampia gamma di istituzioni, tra cui, oltre al Consiglio Ecofin, il Consiglio per l'occupazione e la politica sociale e il Consiglio per il mercato interno. Inoltre, in linea con l'idea che il Consiglio europeo debba assumere un ruolo preminente di guida e di coordinamento in materia di coerenza degli Indirizzi e di monitoraggio dei progressi relativi alla loro attuazione, il Consiglio europeo tenutosi a Stoccolma in marzo ha fornito linee guida in merito alle tematiche più importanti da trattare negli Indirizzi del 2001.

La Commissione europea ha presentato un esauriente rapporto sull'attuazione degli Indirizzi dell'anno precedente. I rapporti attuativi della Commissione, redatti in conformità con l'Articolo 99 (3) del Trattato, servono a fornire un quadro accurato e dettagliato dell'effettiva applicazione degli Indirizzi. In tal modo è possibile evidenziare i risultati conseguiti e quindi formulare le nuove linee guida per l'anno successivo. L'attento monitoraggio del rispetto delle raccomandazioni degli Indirizzi è essenziale in quanto, in virtù dell'Articolo 99 (4) del Trattato, il Consiglio Ecofin può decidere di emettere specifiche raccomandazioni nei confronti di un singolo Stato membro in caso di inosservanza degli Indirizzi, o quando le politiche economiche di uno Stato membro rischiano di mettere a repentaglio il

² Un articolo intitolato Il quadro di riferimento per le politiche economiche nell'UEM è stato pubblicato nell'edizione di novembre 2001 del Bollettino mensile della BCE.

corretto funzionamento dell'Unione economica e monetaria. Nel 2001 il Consiglio Eco-fin ha adottato la prima raccomandazione nel quadro di questa specifica disposizione volta a garantire il rispetto degli Indirizzi.

Affinamenti nell'applicazione del Patto di stabilità e crescita

In conformità con l'Articolo 104 del Trattato, nella UEM gli Stati membri sono impegnati a evitare disavanzi eccessivi e a strutturare le proprie politiche di bilancio in base alle regole del Patto di stabilità e crescita. Ai sensi del Patto, gli Stati membri dell'area dell'euro presentano ogni anno al Consiglio UE e alla Commissione europea programmi di stabilità che forniscono le informazioni necessarie alla sorveglianza multilaterale delle loro politiche di bilancio. I programmi di stabilità di ogni Stato membro dovrebbero indicare l'obiettivo di medio periodo della politica di bilancio, ossia un saldo vicino al pareggio o in avanzo, nonché il percorso di aggiustamento verso tale obiettivo. Essi dovrebbero inoltre descrivere le misure di politica economica adottate, o che intendono adottare, per raggiungere tale obiettivo, e specificare le principali ipotesi circa gli andamenti economici attesi e il modo in cui tali ipotesi influenzano i risultati di bilancio. Analogamente, gli Stati membri non appartenenti all'area dell'euro presentano programmi di convergenza contenenti informazioni comparabili a quelle contenute nei programmi di stabilità, nonché informazioni sugli obiettivi di politica monetaria a breve termine. I programmi di stabilità e di convergenza vengono esaminati dal Consiglio UE, che valuta l'appropriatezza degli obiettivi, delle ipotesi e delle misure in essi contenute, in particolare nell'ottica di evitare disavanzi eccessivi. Inoltre, il Consiglio UE valuta la loro coerenza con gli Indirizzi di massima per le politiche economiche.

Dato il ruolo centrale dei programmi di stabilità e di convergenza nel processo di sorveglianza multilaterale, è importante che essi contengano informazioni appropriate, tali da consentire il confronto tra i diversi Stati

membri. Sulla base di queste considerazioni, il Comitato monetario (il predecessore del Comitato economico e finanziario) aveva adottato un Parere e un Codice di condotta, approvati dal Consiglio Eco-fin il 12 ottobre 1998, sul contenuto e sul formato dei programmi di stabilità e di convergenza. Il Codice di condotta fornisce precise linee guida riguardo alle informazioni da presentare nei programmi di stabilità e di convergenza, in termini, tra l'altro, di obiettivi di bilancio, di ipotesi sottostanti, di misure di politica economica e di analisi della sensitività.

Nel 2001 il Comitato economico e finanziario ha esaminato le esperienze acquisite nella valutazione dei programmi di stabilità e di convergenza successivamente all'adozione del Codice di condotta. Nel complesso, si è riconosciuto come il Codice di condotta del 1998 abbia contribuito al buon funzionamento delle procedure; si è tuttavia evidenziata la possibilità di ulteriori miglioramenti. A tal fine, il Comitato ha adottato un nuovo Parere e un nuovo Codice di condotta, successivamente approvati dal Consiglio Eco-fin nella riunione del 10 luglio 2001. Le novità introdotte con il nuovo Parere e il nuovo Codice di condotta riguardano i seguenti aspetti:

- In primo luogo, si forniscono ulteriori chiarimenti in merito al ruolo degli Indirizzi di massima per le politiche economiche rispetto al Patto di stabilità e crescita. In particolare, si sottolinea come i programmi di stabilità e di convergenza debbano essere coerenti con gli Indirizzi, che sono lo strumento fondamentale del coordinamento delle politiche economiche.
- In secondo luogo, si gettano le basi per una maggiore parità di trattamento degli Stati membri. A tal fine, il contenuto e il formato dei programmi di stabilità e di convergenza dovrebbero essere maggiormente standardizzati. In particolare, gli Stati membri dovrebbero rispettare una serie di requisiti informativi minimi concordati dal Comitato economico e finanziario e allegati al Codice di condotta; per quanto possibile, si dovrebbero utilizzare

ipotesi comuni riguardo al contesto economico esterno. Infine, i programmi di stabilità e di convergenza dovrebbero essere presentati con maggiore anticipo e in un lasso di tempo più breve di quanto avvenuto finora, così da consentire al Consiglio Ecofin l'esame di tutti i programmi di stabilità e di convergenza entro un massimo di due sessioni consecutive.

- In terzo luogo, si recepiscono le conclusioni dei Consigli europei di Lisbona e di Stoccolma per quanto concerne la qualità delle finanze pubbliche e le implicazioni dell'invecchiamento della popolazione per i bilanci pubblici. In futuro, i programmi di stabilità e di convergenza dovrebbero indicare le misure adottate per migliorare la qualità delle finanze pubbliche e descrivere le implicazioni di lungo termine dell'invecchiamento demografico per i bilanci pubblici, delineando anche le strategie per fronteggiare il problema.

1.2 La riforma dei mercati finanziari

Dall'introduzione dell'euro si è dedicata attenzione crescente alla rimozione dei rimanenti ostacoli a un mercato dei servizi finanziari realmente unico, che consenta di trarre appieno i benefici della moneta unica. Nel marzo del 2000 i Capi di Stato o di Governo riuniti a Lisbona hanno fissato l'ambizioso obiettivo di fare della UE l'economia "basata sulla conoscenza" più competitiva e dinamica del mondo. Il raggiungimento di questo obiettivo richiede, tra l'altro, una accelerazione del completamento del mercato interno dei servizi finanziari. Nel 2001 sono stati intrapresi ulteriori importanti passi in questa direzione. In particolare, il Consiglio europeo di Stoccolma ha richiesto una più rapida applicazione del Piano d'azione per i servizi finanziari (PASF) e ha approvato il "Rapporto Lamfalussy" sulle misure volte ad accelerare l'attuazione dei regolamenti necessari alla creazione di un efficiente mercato mobiliare europeo.

Il Piano d'azione per i servizi finanziari

Al fine di superare le rimanenti imperfezioni nel mercato europeo dei servizi finanziari, il Consiglio europeo di Stoccolma ha richiesto che il PASF venga attuato pienamente entro il 2005. Si è di conseguenza accresciuta l'importanza politica di questo progetto, lanciato nel 1999.

Il PASF fornisce un orientamento per le misure da adottare nel campo dei mercati finanziari, individuando le aree che necessitano progressi e offrendo indicazioni per la loro attuazione. I risultati conseguiti vengono esaminati regolarmente dalla Commissione europea con l'assistenza del Gruppo per la politica dei servizi finanziari in cui è rappresentata anche la BCE. Nel suo *Quinto rapporto sulla realizzazione del Piano d'azione per i servizi finanziari*, pubblicato nel dicembre 2001, la Commissione ha giudicato significativi i progressi ottenuti. Delle 42 misure indicate nel PASF, 25 risultavano già adottate nel 1999 o erano in via di approvazione al momento della stesura del rapporto. Nel 2001 il Consiglio UE e il Parlamento europeo hanno adottato leggi sullo statuto societario europeo, sul riciclaggio di denaro e sugli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM). Per quanto riguarda le rimanenti 17 misure indicate nel PASF, la Commissione doveva ancora presentare soltanto sei proposte di legge. Queste includevano la revisione dell'accordo sui requisiti patrimoniali per le banche e le società di investimento e la Direttiva sui servizi di investimento. La responsabilità della rapida attuazione del PASF è stata attribuita principalmente al Consiglio UE e al Parlamento europeo, che devono adottare la necessaria legislazione sulla base delle proposte della Commissione. In tale contesto, nel dicembre 2001 è stato raggiunto un accordo in seno al Consiglio UE su quattro proposte relative alla vendita a distanza di servizi finanziari, alle attività finanziarie di garanzia, agli abusi di mercato e agli standard contabili internazionali (*International Accounting Standards – IAS*). Come sottolineato anche nel menzionato rapporto della Commissione sulla realizzazione del PASF, permangono

tuttavia importanti preoccupazioni relativamente soprattutto all'assenza di progressi tangibili nella Direttiva sui fondi pensione e alla proposta di direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto, respinta dal Parlamento europeo dopo dodici anni di negoziati. Di conseguenza, nonostante i progressi finora ottenuti, sono necessarie azioni più incisive per rispettare le scadenze concordate per il PASF. A tal fine, la Commissione ha avviato un piano di revisione intermedio nel febbraio 2002.

Il Rapporto Lamfalussy

Con l'approvazione delle misure suggerite nel *Rapporto del Comitato dei Saggi sulla regolamentazione dei mercati mobiliari europei*, il Consiglio europeo di Stoccolma ha altresì segnalato l'importanza del rapido completamento (entro il 2003) di un mercato mobiliare realmente integrato. Il Comitato dei Saggi, presieduto da Alexandre Lamfalussy, fu creato nel luglio del 2000 con il compito di esaminare le modalità di attuazione più efficaci della regolamentazione per creare un efficiente mercato mobiliare nella UE. Il "Rapporto Lamfalussy", pubblicato nel febbraio del 2001 dopo consultazioni di ampio respiro a cui ha contribuito anche la BCE, ha proposto un approccio articolato su quattro livelli per l'adozione di regolamenti dei mercati mobiliari e per il monitoraggio della loro corretta attuazione. Inoltre, il rapporto ha suggerito l'istituzione di due nuovi comitati, segnatamente il Comitato europeo dei valori mobiliari (*European Securities Committee* – ESC), avente funzioni sia normative che consultive, e il *Committee of European Securities Regulators* (CESR), di natura consultiva. In tale contesto, l'approccio per l'adozione e il monitoraggio dell'attuazione dei regolamenti dei mercati mobiliari è strutturato nel modo seguente. Al primo livello si devono definire i principi di base della rispettiva legislazione, attraverso direttive e regolamenti; a questo livello l'ESC è incaricato di assistere la Commissione nella redazione delle sue proposte. Al secondo livello la Commissione deve adottare la legislazione attuativa, con l'assistenza dell'ESC e seguendo specifiche procedure. In tale conte-

sto, il CESR deve fornire alla Commissione la consulenza tecnica per la preparazione delle sue proposte. Al terzo livello il CESR deve garantire che la legislazione comunitaria venga interpretata in modo coerente ed efficiente. Al quarto livello, infine, la Commissione deve verificare il rispetto della legislazione comunitaria da parte degli Stati membri.

I due comitati sono stati istituiti in seguito all'approvazione del "Rapporto Lamfalussy" da parte del Consiglio europeo di Stoccolma. L'ESC è formato da rappresentanti dei ministri delle finanze degli Stati membri ed è presieduto dalla Commissione europea. Il CESR, che opera come organo indipendente dalla Commissione, riunisce i capi delle autorità nazionali competenti in materia di regolamentazione e vigilanza. Nel settembre 2001 il CESR ha rilevato le attività e il segretariato del *Forum of European Securities Commissions* (FESCO) informale. La BCE parteciperà alle riunioni dell'ESC in qualità di osservatore; come previsto dallo statuto del CESR, la BCE potrà essere invitata alle riunioni di quel comitato "laddove sia rilevante".

La Commissione ha proposto due nuove direttive sui prospetti informativi e sugli abusi di mercato,³ che dovrebbero essere adottate e attuate in conformità con le nuove regole. In virtù dell'Articolo 105 (4) del Trattato, la BCE ha presentato i propri Pareri sulle due proposte, rispettivamente, il 18 e il 22 novembre 2001. La BCE ha accolto con favore la proposta di direttiva sui prospetti informativi in quanto mezzo efficace per accrescere l'integrazione dei mercati finanziari europei. La direttiva proposta migliorerà l'accesso ai mercati per la raccolta di capitale nella UE ed eliminerà gli ostacoli esistenti alle offerte transnazionali di titoli. Tuttavia, la BCE ha rilevato la necessità di bilanciare l'elevato livello di informativa al pubblico con l'efficienza del processo di emissione dei titoli, con costi commisurati alle dimensioni della società

³ *Proposte della Commissione per direttive del Parlamento europeo e del Consiglio: (i) sui prospetti informativi da pubblicare in occasione di offerte pubbliche o di ammissione per la contrattazione di valori mobiliari; (ii) sull'insider trading e la manipolazione di mercato (abuso di mercato).*

emittente e al tipo di titoli emessi. La BCE ha accolto con favore la proposta di direttiva sugli abusi di mercato poiché contribuisce alla creazione di standard adeguati e coerenti che promuovono ulteriormente l'integrità dei mercati finanziari europei, incrementano la fiducia degli investitori e garantiscono il regolare funzionamento dei mercati.

Il 5 febbraio 2002, la Commissione e il Parlamento europeo hanno raggiunto un accordo

2 Le tematiche multilaterali

Nel 2001 l'Eurosistema ha continuato a partecipare alle attività di organizzazioni e consessi internazionali relativi a tematiche monetarie, finanziarie ed economiche. Gli accordi operativi per la rappresentanza e la cooperazione internazionale della BCE, già descritti nel Rapporto annuale della BCE sul 1999, sono rimasti sostanzialmente invariati. Si sono intensificate le relazioni con diverse organizzazioni e consessi internazionali. In particolare, l'FMI ha completato un Rapporto sull'osservanza degli standard e dei codici (*Report on the Observance of Standards and Codes – ROSC*) per l'area dell'euro; l'OCSE ha d'altro lato redatto il suo primo rapporto economico sull'area dell'euro (*Economic Survey of the Euro Area*) (cfr. sezione 2.2). Il 18 aprile 2001 le relazioni finanziarie con l'FMI sono state rafforzate dalla conclusione di un accordo di vendita e acquisto di diritti speciali di prelievo (DSP) tra l'FMI e la BCE, quale detentore designato. Tale accordo permette all'FMI di avviare transazioni in DSP tra la BCE e altri detentori di tale valuta, contribuendo così all'ordinata gestione del dipartimento per i DSP dell'FMI.

2.1 La sorveglianza multilaterale e bilaterale delle politiche macroeconomiche

L'Eurosistema partecipa all'esame regolare degli andamenti monetari, economici e finanziari e delle relative politiche in ciascun paese da parte dei rappresentanti degli altri paesi

che ha risolto alcune delle rimanenti questioni istituzionali connesse con la procedura Lamfalussy, in particolare quelle relative al ruolo del Parlamento europeo nell'adozione delle leggi necessarie. L'accordo ha rimosso l'ultimo ostacolo all'applicazione della procedura Lamfalussy per l'imminente legislazione sui mercati finanziari, iniziando dalle predette direttive sui prospetti informativi e gli abusi di mercato.

(sorveglianza multilaterale) e alle consultazioni su tali argomenti con istituzioni internazionali (sorveglianza bilaterale); tali esami accrescono la capacità dell'Eurosistema di analizzare l'impatto di andamenti esterni sulle variabili dell'area dell'euro. Tali procedure non implicano un coordinamento *ex ante* a livello internazionale della politica monetaria unica con le politiche condotte nei paesi esterni all'area dell'euro. Un coordinamento *ex ante* andrebbe al di là del mero scambio periodico di informazioni e di opinioni tra autorità di politica economica; esso sarebbe incompatibile con il mandato dell'Eurosistema (il mantenimento della stabilità dei prezzi nell'area dell'euro) e con la sua indipendenza.

La sorveglianza multilaterale

La BCE ha partecipato allo scambio di informazioni e di opinioni con altre autorità di politica economica nell'ambito di organizzazioni e consessi internazionali. Gli incontri periodici sugli andamenti monetari, finanziari ed economici e sulle relative politiche nelle principali aree economiche hanno contribuito, tra l'altro, a chiarire i rispettivi punti di vista circa le politiche in atto nell'area e l'impatto degli andamenti esterni sull'economia dell'area dell'euro. Alcuni di questi incontri sono stati preparati a livello di UE, tra l'altro dal CEF.

Nel 2001 il Presidente della BCE, unitamente alla Presidenza dell'Eurogruppo, ha rappresentato l'area dell'euro nelle sessioni degli

incontri dei ministri delle finanze e dei governatori delle banche centrali del G7 dedicate a questioni relative alla sorveglianza multilaterale e ai tassi di cambio. Il Presidente della BCE ha inoltre preso parte ai dibattiti sullo stato dell'economia mondiale in diversi altri consessi informali, quali le riunioni dei ministri e dei governatori del G10 e del G20.

Un osservatore della BCE ha partecipato all'esame regolare degli andamenti economici e dei mercati mondiali da parte del Consiglio di amministrazione dell'FMI e ai dibattiti di quest'ultimo sul *World Economic Outlook* (maggio, ottobre e dicembre 2001).

La BCE ha preso parte al Comitato per la politica economica dell'OCSE, che ha discusso le prospettive mondiali a breve termine e i requisiti per le politiche economiche nel breve periodo, contribuendo così alla preparazione dell'*Economic Outlook* dell'OCSE (giugno e novembre 2001). Inoltre, il CPE ha esaminato le politiche economiche volte a promuovere la crescita e ha discusso le implicazioni delle tendenze dei risparmi e degli investimenti per le politiche economiche. La BCE ha altresì partecipato a riunioni dei sottocomitati e dei gruppi di lavoro del CPE.

La sorveglianza bilaterale

L'Eurosistema ha contribuito, congiuntamente all'FMI e all'OCSE, agli esami bilaterali delle politiche monetarie, finanziarie ed economiche. Nel 2001 lo staff dell'FMI ha preparato due rapporti ex Articolo IV sulla politica monetaria e del cambio dell'area dell'euro, che si sono aggiunti alle consultazioni con i singoli paesi sulle altre politiche economiche, in particolare nelle aree fiscali e strutturale. Il primo rapporto è stato distribuito per informazione al Consiglio di amministrazione dell'FMI e pubblicato nell'aprile del 2001. Il secondo rapporto è stato discusso dal Consiglio di amministrazione dell'FMI e pubblicato nel novembre del 2001, congiuntamente a una nota di informazione al pubblico con la sintesi della valutazione del Consiglio di amministrazione dell'FMI.⁴ I Direttori esecutivi dell'FMI

hanno rilevato come, a fronte di un rallentamento mondiale sincronizzato, l'attività economica dell'area dell'euro abbia reagito meno bene del previsto, ma che i fondamentali macroeconomici siano rimasti solidi in assenza di squilibri significativi. Per quanto riguarda la politica monetaria, si è evidenziato come i rischi per la stabilità dei prezzi stessero diminuendo e come la BCE avesse adeguatamente invertito in misura significativa la restrizione monetaria operata nel 2000. I Direttori esecutivi hanno "lodato la rapida azione della BCE, concertata con la Federal Reserve statunitense e altre banche centrali, volta a risollevarla la fiducia e a fornire sufficiente liquidità al sistema bancario in seguito agli eventi dell'11 settembre". Si è inoltre apprezzato l'orientamento di medio termine del Patto di stabilità e crescita, quale contributo alla fiducia in una politica fiscale appropriata. Per aumentare il potenziale di crescita dell'area dell'euro, sono state raccomandate ulteriori riforme strutturali, specialmente nel mercato del lavoro. Nel novembre del 2001 l'FMI ha inoltre pubblicato dei documenti di riferimento, preparati dallo staff dell'FMI, su tematiche rilevanti per l'area dell'euro, quali il primo pilastro della strategia di politica monetaria della BCE, l'effetto di shock esterni sull'inflazione dell'area, il tasso di cambio dell'euro e la stima del prodotto potenziale.

Nel contesto della consultazione ex Articolo IV, l'FMI ha altresì preparato un ROSC per l'area dell'euro (cfr. riquadro 9).

Nell'aprile 2001 l'OCSE ha pubblicato il suo primo rapporto economico sull'area dell'euro, basato sul lavoro, tra l'altro, di una missione del suo staff presso la BCE. L'*Economic and Development Review Committee* dell'OCSE, in cui la Comunità europea è rappresentata dalla Presidenza dell'Eurogruppo, dalla Commissione europea e dalla BCE, ha assunto la responsabilità del completamento del rapporto. Il rapporto ha rilevato come gli andamenti esterni avessero generato timori per le prospettive macroeconomiche nell'area

⁴ Si veda il sito Internet dell'FMI, <http://www.imf.org>.

Riquadro 9

Rapporto sull'osservanza degli standard e dei codici di buona condotta (ROSC) per l'area dell'euro

Su richiesta della BCE, l'FMI ha preparato un Rapporto sull'osservanza degli standard e dei codici di buona condotta (ROSC) relativamente a determinati codici e principi fondamentali per l'area dell'euro (novembre 2001). La partecipazione ai ROSC ha rispecchiato l'impegno della BCE e dell'Eurosistema a rispettare gli standard e i codici internazionali, nonché il loro sostegno agli sforzi delle istituzioni internazionali volti a diffondere l'osservanza delle pratiche migliori. Essa dovrebbe inoltre essere considerata un complemento ai moduli del ROSC o del Programma di valutazione del settore finanziario (*Financial Sector Assessment Programme* – FSAP) preparati dai singoli Stati membri dell'area.

Il ROSC ha valutato la trasparenza della politica monetaria e della sorveglianza sui sistemi di pagamento, sulla base del *Codice di buona condotta in tema di trasparenza delle politiche monetarie e finanziarie* dell'FMI, nonché la conformità dei due principali sistemi di pagamento dell'area, TARGET ed Euro 1, ai *Principi fondamentali per i sistemi di pagamento di importanza sistemica* del Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento. Lo staff dell'FMI ha evidenziato come l'Eurosistema abbia raggiunto un elevato livello di conformità con i principi di trasparenza della politica monetaria e della sorveglianza sui sistemi di pagamento. Si è inoltre evidenziata la bontà del programma di pubblicazioni e relazioni pubbliche della BCE. In particolare, lo staff dell'FMI ha valutato come il Bollettino mensile e gli altri resoconti pubblici regolari che accompagnano le decisioni di politica monetaria abbiano comunicato gli indirizzi di politica monetaria in modo aperto e tempestivo. Lo staff dell'FMI ha tuttavia evidenziato alcuni miglioramenti da apportare in talune aree. In particolare, per soddisfare i requisiti previsti nello *Special Data Dissemination Standard* dell'FMI relativamente ai calendari anticipati di rilascio delle statistiche monetarie, lo staff dell'FMI ha raccomandato di estendere di un mese la pubblicazione anticipata delle date di rilascio delle informazioni. La BCE si è attenuta a tale raccomandazione dal settembre 2001. Lo staff dell'FMI ha inoltre sottolineato l'utilità di un ulteriore chiarimento circa la divisione delle responsabilità per la politica del cambio. Infine, l'FMI ha raccomandato alcuni miglioramenti in materia di pratiche di informativa al pubblico per alcune funzioni svolte dalle BCN.

Per quanto riguarda i sistemi di pagamento, il ROSC ha concluso come Euro 1 sia pienamente in accordo con tutti i Principi fondamentali. TARGET è stato giudicato quasi completamente in linea con i Principi fondamentali; si è inoltre riconosciuta la sua efficacia nel trasferimento di fondi all'interno della UE, e quindi per una ordinata attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro. Ciò nonostante, lo staff dell'FMI ha individuato alcuni possibili miglioramenti negli ambiti dell'affidabilità operativa, della valutazione dei rischi, delle procedure di consultazione, dell'efficienza e del sistema di governo (cfr. sezione 2 del Capitolo VII).

dell'euro, sebbene quest'ultima fosse, rispetto al passato, in una posizione migliore per resistere a shock esterni avversi. Il rapporto ha inoltre esaminato le condizioni monetarie, giudicate ancora relativamente accomodanti, e ha analizzato diversi aspetti del quadro di politica monetaria, tra cui la pubblicazione delle proiezioni macroeconomiche formulate dall'Eurosistema.

2.2 Il monitoraggio degli andamenti nei mercati finanziari mondiali

La stabilità dei mercati finanziari mondiali

In base al Trattato, l'Eurosistema deve contribuire all'ordinata conduzione delle politiche perseguite dalle autorità competenti in materia di vigilanza prudenziale sulle istituzioni creditizie e di stabilità del sistema finanziario. La BCE ha quindi continuato a dedicare un'attenzione particolare al lavoro delle istituzioni finanziarie e dei consessi internazionali sugli andamenti dei mercati finanziari mondiali. La BCE ha partecipato al regolare monitoraggio

dei mercati da parte del Foro per la stabilità finanziaria (*Financial Stability Forum – FSF*), il cui scopo è di raccogliere opinioni sui fattori di vulnerabilità dei sistemi finanziari nazionali e internazionali, e del Comitato sul sistema finanziario globale (CSFG), rivolto a individuare le potenziali fonti di vulnerabilità e a valutare i cambiamenti nelle infrastrutture operative dei mercati finanziari. In sede OCSE la BCE ha continuato a partecipare all'esame degli sviluppi strutturali dei mercati finanziari globali effettuato dal Comitato sui mercati finanziari. L'FMI ha esaminato gli andamenti dei mercati finanziari nel suo Rapporto sui mercati internazionali dei capitali (*International Capital Markets Report*, agosto 2001). Durante la preparazione del Rapporto, una delegazione dell'FMI ha visitato la BCE per discutere gli andamenti recenti dei mercati finanziari europei, con particolare riguardo all'integrazione finanziaria e alle politiche volte a garantire la stabilità finanziaria.

Iniziativa specifica per accrescere la stabilità finanziaria

Diversi consessi e organizzazioni internazionali, ai quali la BCE partecipa, hanno approfondito specifici argomenti connessi con il funzionamento dei mercati finanziari internazionali. Un'attenzione particolare è stata dedicata alle iniziative per la lotta contro il riciclaggio di denaro e alle misure per combattere il finanziamento di attività terroristiche, specialmente dopo gli eventi dell'11 settembre 2001.

La BCE ha partecipato a diversi comitati che operano sotto gli auspici dei governatori delle banche centrali dei paesi del G10. Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria ha continuato a lavorare a una revisione approfondita dell'accordo sui requisiti patrimoniali (una presentazione più dettagliata delle revisioni apportate all'accordo sui requisiti patrimoniali è contenuta nel Capitolo VIII). Il CSFG ha analizzato il finanziamento della "nuova economia", ha esaminato le condizioni di liquidità del mercato e ha studiato i recenti cambiamenti nei principali mercati dei titoli a reddito

fisso. I Sostituti del G10 stanno preparando due studi: uno sugli strumenti legali per migliorare la capacità dei mercati di resistere a turbative finanziarie; l'altro sulle determinanti microeconomiche degli andamenti dei prezzi delle attività finanziarie. La BCE ha partecipato anche ai lavori del Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento, presieduto da uno dei membri del Comitato esecutivo della BCE, e del Comitato sull'oro e i cambi.

L'FSF ha esaminato i progressi nell'attuazione delle raccomandazioni da esso formulate nel 2000 per far fronte ai potenziali timori circa le istituzioni a elevata leva finanziaria. Sono stati registrati progressi sia nel rafforzamento della gestione del rischio di controparte e della vigilanza prudenziale, sia nella divulgazione di informazioni ai creditori da parte delle istituzioni a elevata leva finanziaria. L'FSF ha inoltre esaminato le azioni intraprese sulla scia dei timori sollevati dai centri finanziari *offshore* e ha incoraggiato tali centri a migliorare le loro procedure di vigilanza e di cooperazione anche attraverso la partecipazione al programma di valutazione lanciato dall'FMI. Infine, l'FSF ha completato le proprie linee guida internazionali sugli schemi di assicurazione dei depositi.

2.3 L'architettura del sistema monetario e finanziario internazionale

L'Eurosistema ha contribuito all'avanzamento delle misure volte a migliorare la stabilità complessiva del sistema monetario e finanziario mondiale. Tali contributi sono stati apportati sia tramite la partecipazione diretta nelle istituzioni e nei consessi internazionali rilevanti, sia tramite il lavoro a livello europeo, in particolare in seno al CEF. In tale contesto, l'Eurosistema ha tenuto sotto stretta osservazione l'esperienza di specifici paesi e regioni.

L'adeguatezza delle politiche economiche nazionali

Attenzione particolare è stata dedicata alla stabilità dei sistemi finanziari nazionali e all'attuazione degli standard e dei codici di comportamento. L'FMI e la Banca mondiale hanno continuato ad attuare il loro programma congiunto di valutazione del settore finanziario (*Financial Sector Assessment Program – FSAP*), tramite il quale si valutano i settori finanziari dei singoli paesi membri dell'FMI e se ne individuano le potenziali vulnerabilità. Inoltre l'FMI ha monitorato il rispetto degli standard e dei codici internazionali redigendo Rapporti sull'osservanza degli standard e dei codici (ROSC) per diversi paesi membri. Nel contesto degli accordi conclusi con l'FMI, nel 2001 la BCE ha fornito personale esperto per le missioni FSAP e ROSC.

L'adeguatezza delle politiche economiche si estende al di là del tradizionale ambito macroeconomico e comprende, tra l'altro, una prudente gestione delle riserve in valuta, una attenta liberalizzazione dei movimenti di capitale e un'appropriata politica del cambio. Nel settembre 2001 l'FMI ha definito le linee guida per la gestione delle riserve in valuta estera; esse non rappresentano principi vincolanti, ma sono piuttosto volte ad assistere i responsabili della gestione delle riserve ufficiali nel rafforzare le proprie strutture di intervento nei mercati e aumentare la capacità di resistenza dei rispettivi paesi a shock finanziari. Grazie alla propria esperienza nella gestione delle riserve ufficiali, l'Eurosistema ha attivamente contribuito alla redazione delle linee guida.

Le organizzazioni e i consessi internazionali hanno dedicato inoltre un'attenzione specifica alla liberalizzazione ordinata dei movimenti di capitale. L'Eurosistema ritiene che tale liberalizzazione sia di per sé positiva, purché attentamente progettata e scadenzata in parallelo con un adeguato sviluppo dei settori finanziari nazionali. In particolare, la liberalizzazione dovrebbe partire dalle componenti più stabili dei movimenti di capitale, ossia quelli a lungo termine come gli investimenti

diretti esteri. Occorre inoltre che i sistemi finanziari nazionali abbiano raggiunto un grado di sviluppo adeguato prima di sopprimere completamente le restrizioni sui flussi di capitali. L'Eurosistema ha infine sottolineato come l'integrazione economica a livello regionale possa fornire, per alcuni paesi, una spinta a liberalizzare i movimenti di capitale.

Per quanto riguarda la scelta di regimi di cambio appropriati, l'Eurosistema ha sottolineato come lo scopo di ogni regime di cambio sia quello di promuovere i risultati economici e finanziari attraverso la stabilità dei prezzi e l'ordinato svolgimento delle transazioni mercantili e finanziarie internazionali. Date le diversità fra le varie economie, è difficile che un particolare regime di cambio risulti appropriato per tutti i paesi o lo risulti per un particolare paese in periodi diversi. Poiché esiste una relazione interattiva tra la politica del cambio e le altre componenti della politica economica di un paese, le autorità competenti dovrebbero garantire che la politica del cambio e le condizioni sottostanti, specialmente quelle relative al grado di liberalizzazione dei movimenti di capitale, rimangano coerenti fra loro nel tempo. Questa relazione interattiva implica tra l'altro che i regimi di cambio possano mutare a seconda dell'evoluzione delle condizioni interne ed esterne. Per quanto riguarda quest'ultimo aspetto è necessario rivolgere un'attenzione particolare agli stretti legami commerciali e finanziari tra paesi a livello regionale, che possono influenzare, se non si soddisfano certe condizioni, la scelta del regime di cambio, la sua sostenibilità o la necessità di un mutamento di regime, nonché la gradualità di tale mutamento.

La cooperazione regionale

La sorveglianza internazionale sta prestando sempre più attenzione alle dinamiche e alle tematiche regionali, quali la scelta dei regimi di cambio in un contesto regionale e l'individuazione di possibili forme di cooperazione di politica monetaria a livello regionale. In tale contesto, la BCE ha seguito da vicino i processi di integrazione regionale al di fuori dell'area

dell'euro, con particolare riferimento a tematiche quali i regimi di cambio, la liberalizzazione dei movimenti di capitale e la cooperazione finanziaria (ad esempio, l'“Iniziativa Chiang Mai” in seno al gruppo ASEAN+3). La BCE è inoltre coinvolta attivamente in diverse iniziative di cooperazione con l'Asia e l'America latina. In particolare, il Vicepresidente della BCE ha partecipato alla terza riunione dei ministri delle finanze di Asia-Europa tenutasi nel gennaio 2001 a Kobe, in Giappone. In quella occasione si è concordato, tra l'altro, di promuovere attività cooperative di ricerca tra l'Asia e l'Europa lanciando un progetto di ricerca comune, il cosiddetto “Progetto di ricerca Kobe”. La BCE sta contribuendo attivamente al progetto con la preparazione di un seminario intitolato *Cooperazione regionale economica, finanziaria e monetaria: l'esperienza europea e quella asiatica*, che sarà ospitato dalla BCE nel 2002. La BCE ha inoltre rafforzato le sue relazioni con i paesi latino-americani, in particolare preparando, in collaborazione col Banco de España, un seminario dell'Eurosistema sull'integrazione regionale in America latina, che si terrà anch'esso nel 2002.

La gestione delle crisi finanziarie

La BCE ha contribuito, anche tramite il CEF, al lavoro della comunità internazionale sulla gestione delle crisi. Tali contributi si sono per lo più basati sul monitoraggio e sulla valutazione sia dei pacchetti di finanziamento internazionale e di aggiustamento, sia del coinvolgimento del settore privato nelle economie emergenti di importanza sistemica quali l'Argentina e la Turchia.

Di particolare rilievo è stato il proseguimento del lavoro sulle misure per coinvolgere il settore privato nella prevenzione e risoluzione delle crisi finanziarie, portato avanti dall'FMI, dal G7 e da altre organizzazioni internazionali. Nei suoi contributi a tale lavoro l'Eurosistema ha sottolineato la necessità di definire regole chiare che stabiliscano le rispettive responsabilità del settore privato e di quello pubblico nella risoluzione delle crisi. Ulteriori pro-

gressi sono necessari per meglio definire i rispettivi ruoli della finanza ufficiale e di quella privata e per sviluppare procedure volte alla loro efficace attuazione. A tale riguardo, l'Eurosistema ha partecipato allo sviluppo di principi concordati per governare il coinvolgimento del settore privato e rimane disponibile a valutare l'attuazione di tali principi.

L'Eurosistema si è altresì interessato della revisione generale della condizionalità associata ai pacchetti di finanziamento dell'FMI. Gli obiettivi di base della revisione erano di rendere la condizionalità più efficiente, efficace e focalizzata. L'FMI ha stabilito che le condizioni debbano incentrarsi su quelle riforme di politica economica che sono cruciali per assistere i paesi nel fronteggiare problemi di bilancia dei pagamenti. Per contro, si dovrebbe assegnare una minor priorità a misure strutturali che, pur essendo rilevanti, non hanno una importanza critica al riguardo. Una maggiore focalizzazione della condizionalità richiederebbe inoltre il rafforzamento della collaborazione tra l'FMI e la Banca mondiale.

2.4 Il ruolo internazionale dell'euro

L'euro è la seconda moneta più ampiamente utilizzata nel mondo; il suo ruolo internazionale è stato e continuerà a essere determinato principalmente da fattori di mercato. La crescente liberalizzazione e globalizzazione dei mercati finanziari limiterà notevolmente qualsiasi influsso diretto delle autorità di politica economica sull'utilizzo dell'euro come valuta internazionale. Pertanto l'Eurosistema non sta perseguendo l'internazionalizzazione dell'euro quale obiettivo indipendente di politica monetaria. Tuttavia, le politiche ufficiali europee possono influenzare gli andamenti futuri in modo indiretto, poiché gli operatori di mercato terranno conto di tali politiche nel denominare le proprie passività, nell'allocare i propri portafogli tra diverse valute e nella fatturazione del commercio con l'estero. Ad esempio, è probabile che politiche orientate alla stabilità, unitamente agli sforzi per promuovere un mercato finanziario efficiente

e pienamente integrato per attività e passività denominate in euro, se efficaci, renderanno l'euro più attraente sia per i mutuatari che per gli investitori internazionali, aumentando così il ruolo di riserva di valore.

Per quanto riguarda l'utilizzo internazionale dell'euro, l'evidenza disponibile è la seguente: quale valuta di finanziamento, la quota delle emissioni lorde internazionali di strumenti del mercato monetario denominati in euro è aumentata in modo sostanziale tra il primo trimestre del 1999 e il secondo trimestre del 2001, principalmente per effetto della maggiore liquidità derivante dalla creazione di un mercato monetario integrato dell'euro. In media, nel periodo compreso tra il 1994 e il 1998, la proporzione di emissioni sul mercato monetario da parte di non residenti denominate nelle monete nazionali confluite nell'euro è stata pari all'8,5 per cento (la quota relativa al dollaro statunitense era pari al 77 per cento; quella dello yen giapponese al 4,5 per cento); tra l'inizio del 1999 e la fine di giugno 2001 la quota dell'euro è stata in media del 24 per cento (dollaro 60 per cento, yen 3 per cento). Un incremento analogo si è avuto nelle emissioni di obbligazioni internazionali denominate in euro. La quota media delle monete nazionali confluite nell'euro nelle emissioni obbligazionarie effettuate da non residenti nell'area dell'euro era del 18 per cento nel periodo compreso tra il 1994 e il 1998 (dollaro 42 per cento, yen 25 per cento). Tra l'inizio del 1999 e la fine di giugno 2001, la quota dell'euro nelle emissioni internazionali di obbligazioni è fortemente aumentata, al 31 per cento (dollaro 36 per cento, yen 18 per cento).

Quale valuta di investimento, la quota dei titoli di debito denominati in euro nei portafogli dei principali gestori globali di attività

finanziarie era stimata al 28 per cento alla fine di settembre 2001 (dollaro 49 per cento, yen 16 per cento). Nel contempo, le posizioni in titoli azionari dell'area dell'euro corrispondevano al 25 per cento del totale (Stati Uniti 50 per cento, Giappone 10 per cento).

Per quanto riguarda l'utilizzo dell'euro quale valuta veicolo nel mercato dei cambi, l'ultima Indagine triennale BRI mostra che nell'aprile del 2001 l'euro ha rappresentato il 38 per cento delle transazioni in valuta su base netta⁵ (dollaro 90 per cento, yen 23 per cento). Sebbene l'euro non abbia un ruolo comparabile a quello del dollaro statunitense a livello mondiale, a livello regionale l'euro ha ereditato il ruolo delle precedenti monete nazionali (principalmente il marco tedesco), soprattutto nell'Europa orientale.

Infine, per quanto riguarda gli utilizzi ufficiali dell'euro, più di 50 paesi esterni all'area dell'euro hanno attualmente un regime di cambio che implica un ancoraggio esterno in cui l'euro svolge un ruolo. Quale valuta di riserva, alla fine del 2000 l'euro rappresentava il 12,7 per cento delle attività mondiali di riserva in valuta, contro il 68,2 per cento del dollaro e il 5,3 per cento dello yen. Tale livello è paragonabile a quello raggiunto in precedenza dal complesso delle monete nazionali confluite nell'euro (principalmente il marco tedesco, il franco francese e il fiorino olandese), il che implica che non vi è stata una redistribuzione delle riserve ufficiali a sfavore del dollaro. L'utilizzo ufficiale del dollaro e dell'euro tende a differire in maniera significativa a seconda dell'area geografica.

⁵ Dato che in ogni transazione sono coinvolte due valute, la somma delle quote percentuali delle singole valute totalizza il 200 per cento invece che il 100 per cento. I dati si riferiscono al volume delle contrattazioni "netto-su-netto", ossia aggiustato per il duplice conteggio a livello sia locale sia transnazionale.

3 Le tematiche bilaterali

Nel 2001 l'Eurosistema ha continuato ad approfondire le relazioni di lavoro con le banche centrali al di fuori della UE. Si è in particolare rafforzato il dialogo con le banche centrali dei paesi candidati all'adesione alla UE, a livello sia tecnico sia di politica economica, incluso il monitoraggio degli sviluppi economici e istituzionali.⁶ Parallelamente, l'Eurosistema ha contribuito al "Dialogo economico" istituito nel 2001 tra l'Unione europea e i governi dei paesi candidati; è stato inoltre coinvolto in un significativo numero di iniziative di cooperazione con le banche centrali dei paesi candidati all'adesione, su una ampia gamma di questioni attinenti al ruolo e alle attività delle banche centrali. Infine, la BCE ha ulteriormente sviluppato le relazioni con le banche centrali di altri paesi europei confinanti e di importanti paesi emergenti dell'Asia e dell'America latina.

3.1 Il processo di adesione alla UE: alcune importanti tematiche di politica economica individuate dall'Eurosistema

Nel corso del 2001 il processo di adesione ha accelerato notevolmente. L'Eurosistema ha analizzato le principali questioni di politica macroeconomica di rilievo per tale processo. Cinque tematiche hanno meritato un'attenzione particolare: l'andamento dei prezzi, le strategie di politica monetaria e dei cambi, la convergenza reale, la struttura e il funzionamento del settore bancario e finanziario, la liberalizzazione dei movimenti di capitale. Inoltre, l'Eurosistema ha concordato una serie di posizioni di politica economica relativamente al processo di adesione alla UE (cfr. riquadro 10).

L'andamento dei prezzi

Nel corso degli ultimi anni la maggior parte dei paesi candidati ha registrato notevoli progressi nel ridurre l'inflazione, scesa in media a circa il 6 per cento alla fine del 2001 (esclusa la Romania, il cui tasso di inflazione è al di

sopra del 30 per cento). L'"effetto Balassa-Samuelson"⁷ è stato spesso citato quale uno dei principali motivi degli attuali differenziali di inflazione con l'area dell'euro. Tuttavia, un esame più attento evidenzia che questo effetto non spiega, da solo, la persistenza di tali differenziali. L'ulteriore disinflazione è resa difficile, tra l'altro, dall'impatto inflazionistico della transizione in atto e dai fattori connessi con la convergenza, tra cui la liberalizzazione dei prezzi e il processo di privatizzazione. A parte i fattori di transizione e convergenza, sul differenziale di inflazione con l'area dell'euro hanno anche influito politiche fiscali e salariali più espansive in taluni paesi.

Le strategie di politica monetaria e del cambio

Negli ultimi anni si è assistito a una significativa diversità nelle strategie di politica monetaria e del cambio dei paesi candidati. Mentre gli Stati baltici e la Bulgaria hanno mantenuto regimi di cambio fisso o *currency board* (la Romania continuando a mantenere un regime di fluttuazione controllata), i paesi dell'Europa centrale e orientale si sono gradualmente spostati verso accordi di cambio più flessibili, che hanno consentito di prestare maggiore attenzione alla lotta contro l'inflazione interna, in parte attraverso un apprezzamento nominale. Nonostante tale varietà, l'importanza dell'euro quale principale valuta di riferimento nei regimi di cambio fisso o di fluttuazione controllata è costantemente aumentata negli ultimi anni. Nel 2001, la Lituania ha annunciato un cambio di ancoraggio della sua

6 I dodici paesi che hanno attualmente in corso negoziati di adesione alla UE sono Bulgaria, Cipro, Repubblica Ceca, Estonia, Ungheria, Lettonia, Lituania, Malta, Polonia, Romania, Repubblica Slovacca e Slovenia.

7 L'effetto Balassa-Samuelson si verifica quando la produttività nel settore che produce beni commerciabili (tradables) cresce più velocemente di quella nel settore degli altri beni (non-tradables). La crescita della produttività nel primo settore tende a far aumentare non solo i salari dei lavoratori colà impiegati, ma anche, in presenza di mobilità del lavoro, quelli dei lavoratori impiegati negli altri settori. Poiché questi ultimi aumenti salariali non sono compensati da un pari aumento di produttività, ciò accresce i costi unitari e quindi i prezzi del settore dei beni non-tradables.

moneta, il litas, dal dollaro statunitense all'euro a partire dal 2 febbraio 2002. Inoltre, sia l'Ungheria che Cipro hanno scelto di imitare lo SME II con una banda di oscillazione del ± 15 per cento, allo scopo di ancorare le aspettative di cambio già nella fase di preadesione, nell'ottica dell'ingresso vero e proprio nello SME II, uno dei requisiti del Trattato per la definitiva adozione dell'euro.

La convergenza reale

Secondo stime dell'FMI, la crescita del PIL in termini reali nei paesi candidati all'adesione sarebbe stata in media pari a circa il 2,9 per cento nel 2001; pertanto, i differenziali di crescita con l'area dell'euro sarebbero risultati di entità modesta. Nel contempo, il divario tra il PIL medio pro capite – la misura della convergenza reale più facilmente quantificabile – dei paesi candidati e quello dell'area dell'euro è rimasto elevato. Nel 2000 i livelli di reddito nei paesi candidati erano attorno al 44 per cento della media UE in termini di parità del potere di acquisto, e pari soltanto a circa il 22 per cento a tassi di cambio correnti. Esistono ampie differenze tra i paesi candidati, che hanno registrato per il 2000 valori del PIL pro capite compresi tra il 24 e l'82 per cento della media UE in termini di parità del potere di acquisto (tra il 7 e il 63 per cento a tassi di cambio correnti). L'ampiezza del divario nei redditi, unitamente ai ristretti differenziali di crescita, indica che il processo di convergenza reale sarà molto graduale e si protrarrà ben oltre le date indicative per l'adesione alla UE.

Il settore bancario e finanziario

Nell'ultimo decennio, i paesi candidati hanno registrato forti progressi nella creazione di settori bancari solidi e ben capitalizzati, anche se permangono diversi problemi transitori che richiedono un attento monitoraggio. I settori bancari sono stati considerevolmente rafforzati attraverso la privatizzazione su ampia scala di banche di proprietà dello Stato e l'estesa apertura agli investitori esteri, che attualmente possiedono in media oltre il

60 per cento delle attività bancarie in tali paesi. Ciò ha fornito al settore bancario un apporto di conoscenze e capitali, e ha consentito significativi guadagni in termini di efficienza e di stabilità finanziaria. Il settore finanziario dei paesi candidati è ampiamente dominato dal settore bancario. Benché in alcuni paesi candidati il finanziamento del settore pubblico tramite il mercato dei titoli di debito abbia acquisito notevole importanza grazie alla crescente e sostanziale quota di investitori non bancari nazionali ed esteri, i mercati azionari e obbligazionari svolgono ancora in media un ruolo soltanto limitato. Inoltre, il grado di intermediazione finanziaria resta relativamente basso, con il rapporto attività bancarie/PIL e quello credito/PIL ben al di sotto di quelli dell'area dell'euro (rispettivamente un quarto e un terzo in media). In aggiunta, nei meccanismi di trasmissione della politica monetaria i canali dei tassi di interesse e del credito rimangono relativamente deboli rispetto al canale del tasso di cambio.

La liberalizzazione dei movimenti di capitale

In virtù dell'*acquis communautaire*, tutti i paesi candidati devono completare la piena liberalizzazione dei movimenti di capitale entro la data di ingresso nella UE, a meno che siano stati stipulati periodi di transizione durante i negoziati. Finora, soltanto alcuni paesi hanno richiesto regimi transitori, e questi riguardano per lo più aree che hanno una rilevanza limitata per la politica monetaria (ad esempio, acquisti di proprietà immobiliari). Nel corso del 2001 la liberalizzazione dei movimenti di capitale è progredita in diversi paesi. Molti paesi candidati hanno già raggiunto un alto grado di liberalizzazione dei movimenti di capitale. Tuttavia, in alcuni paesi i movimenti di capitale sono ancora soggetti a diverse restrizioni, relative per lo più ai capitali a breve termine. Inoltre, gli ampi disavanzi di parte corrente e il probabile calo degli afflussi di investimenti diretti esteri collegato alle minori entrate derivanti da privatizzazioni rendono i paesi candidati vulnerabili a shock esterni.

Riquadro 10

Le principali posizioni di politica economica dell'Eurosistema in materia di adesione

- **Andamento dell'inflazione.** Il criterio di convergenza dell'inflazione non dovrebbe essere riveduto per tener conto dell'effetto Balassa-Samuelson o di altri fattori che influiscono sugli andamenti dei prezzi nei paesi candidati, al fine di garantire, tra l'altro, la parità di trattamento con gli attuali Stati membri dell'area dell'euro. Se, da un lato, il contenimento della crescita dei prezzi è necessario per gettare le basi della stabilità macroeconomica e di una crescita durevole, il rispetto del criterio di inflazione di Maastricht potrebbe, allo stadio attuale, essere in conflitto con i cambiamenti strutturali associati con la convergenza reale.
- **Convergenza reale e nominale.** La convergenza nominale e quella reale dovrebbero essere considerate complementari e portate avanti in parallelo. La convergenza reale può sostenere il processo di convergenza nominale, in quanto è probabile che le riforme strutturali aumentino il potenziale di crescita e la flessibilità di mercato. Analogamente, la convergenza nominale, ancorando le aspettative di inflazione, sostiene la convergenza reale.
- **Strategie di politica monetaria e dei cambi.** Nella fase di pre-adesione non è prescritta nessuna particolare strategia per il tasso di cambio, sebbene un maggiore grado di orientamento verso l'euro sia in linea con la futura integrazione economica e finanziaria con l'area dell'euro. Tuttavia, l'adozione unilaterale dell'euro come moneta legale ("eurizzazione") è incompatibile con la ragione d'essere e il quadro multilaterale della UEM. Dopo l'adesione alla UE, lo SME II non dovrebbe essere considerato come una mera "sala d'attesa" per l'adozione dell'euro, ma come un adeguato quadro di riferimento per le politiche all'interno del quale preparare le economie candidate per l'Unione monetaria e raggiungere la convergenza reale e nominale. I regimi di *currency board* basati sull'euro possono essere giudicati compatibili con lo SME II, ferma restando una valutazione caso per caso.
- **Liberalizzazione dei movimenti di capitale.** Significativi flussi di capitali e ristrutturazioni incomplete dei settori finanziari implicano che il ritmo e la successione temporale della liberalizzazione dei movimenti di capitale devono essere sostenuti da coerenti politiche macroeconomiche e strutturali. Con il progredire dei paesi candidati verso la completa liberalizzazione, la principale sfida per le politiche economiche consiste nel ridurre la propria vulnerabilità a flussi di capitali sempre più volatili, facendo avanzare le riforme strutturali nei settori finanziario e societario e rafforzando la vigilanza.
- **Struttura e funzionamento del settore finanziario.** I paesi candidati devono adottare una legislazione bancaria e finanziaria consona all'*acquis communautaire*, anche con riferimento al riciclaggio di denaro. Essi hanno anche bisogno di avere a disposizione le funzioni necessarie affinché i mercati finanziari e i sistemi di pagamento operino in conformità con gli standard dell'area dell'euro. Inoltre, i paesi candidati dovrebbero istituire meccanismi per il controllo dei rischi e la gestione delle crisi nelle istituzioni bancarie e finanziarie. Nei paesi in cui la vigilanza bancaria non è integrata all'interno della banca centrale, essa dovrebbe almeno avere stretti legami con la banca centrale.
- **Politica di bilancio.** All'approssimarsi dell'adesione alla UE, le autorità dovrebbero essere preparate a far fronte a livelli di spesa pubblica maggiori e a un gettito fiscale reso presumibilmente minore dai processi di transizione e di adesione, senza compromettere i progressi conseguiti nell'ambito del risanamento dei conti pubblici. Un arretramento rispetto ai successi già ottenuti in questo risanamento sarebbe in conflitto con altri obiettivi, in particolare col perseguimento della disinflazione.
- **Acquis communautaire e indipendenza della banca centrale.** L'efficace attuazione dell'*acquis communautaire* non è soltanto un prerequisito legale per l'adesione alla UE, ma implica altresì una trasformazione dei paesi candidati in economie di mercato pienamente operative, che dovrebbe facilitare la loro integrazione nella UE e, successivamente, nell'area dell'euro. In tale contesto, si dovrebbe garantire che non ci siano discrepanze tra lo status formale delle banche centrali nella legislazione e nell'attuazione di tale legislazione.

- **Disponibilità di informazioni statistiche.** I paesi candidati dovrebbero proseguire i loro sforzi volti a portare i sistemi statistici ai livelli degli standard della UE, in quanto la disponibilità di dati statistici affidabili e tempestivi è cruciale per sostenere le decisioni di politica economica (e, in ultimo, per la valutazione dei criteri di Maastricht).

3.2 Cooperazione tra l'Eurosistema e le banche centrali dei paesi candidati all'adesione

Nel 2001 l'Eurosistema ha intensificato la cooperazione con le banche centrali dei paesi candidati all'adesione. Nel complesso sono state portate a termine 341 attività (296 nel 2000), che hanno coinvolto banche centrali di tutti i paesi candidati. Tali attività di cooperazione hanno assunto varie forme, prevalentemente corsi di formazione, seminari, assistenza tecnica, visite bilaterali a livello di esperti e consultazioni di alto livello (cfr. figura 29). Le attività hanno riguardato tematiche quali i sistemi di pagamento, le politiche e le analisi economiche, i requisiti legali, la vigilanza prudenziale, le banconote, le informazioni statistiche, il quadro di politica monetaria e quello della politica del cambio, la tecnologia dell'informazione. Ulteriori informazioni circa la cooperazione su tematiche specifiche rilevanti per le banche centrali dei paesi candidati all'adesione possono essere trovate in altri capitoli di questo Rapporto.

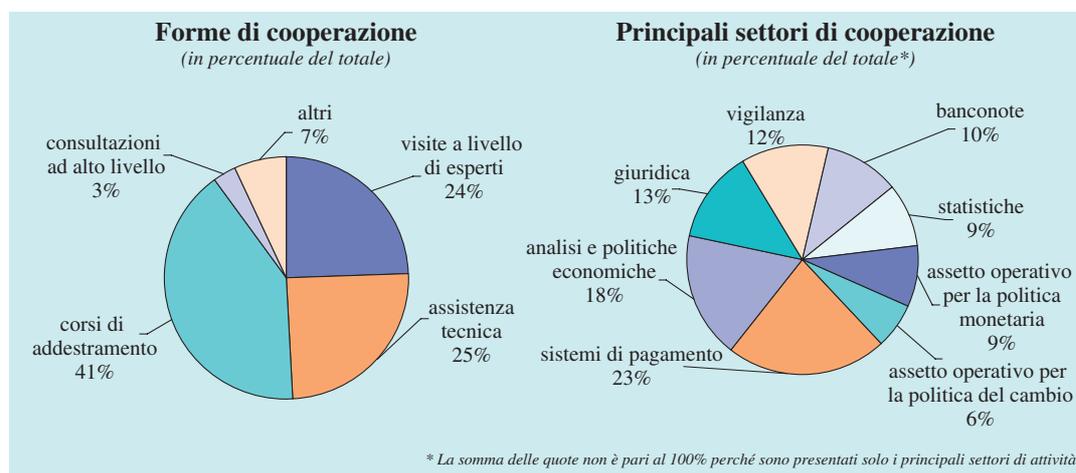
Il seminario annuale dell'Eurosistema sul processo di adesione – che riunisce l'Eurosistema e i governatori dei dodici paesi candidati – rappresenta il più alto livello di cooperazione con le banche centrali dei paesi candidati. Dopo Helsinki nel 1999 e Vienna nel 2000, quest'anno il seminario si è svolto a Berlino in dicembre ed è stato organizzato congiuntamente dalla BCE e dalla Deutsche Bundesbank. Il seminario si è incentrato sulla struttura e sul funzionamento del settore finanziario nei paesi candidati, sull'impatto della liberalizzazione dei movimenti di capitale, sulle strategie di politica del cambio di tali paesi e sugli ingredienti per un efficace processo di convergenza reale.

3.3 Il coinvolgimento dell'Eurosistema nel Dialogo economico tra la UE e i paesi candidati all'adesione

L'Eurosistema è stato coinvolto nel Dialogo economico tra la UE e i paesi candidati all'adesione istituito agli inizi del 2001 dalla UE. Tale dialogo non fa direttamente parte dei

Figura 29

Attività di cooperazione tra l'Eurosistema e le banche centrali dei paesi candidati nel 2001



negoziati per l'ingresso nella UE, ma è volto ad assistere il processo di adesione tramite uno scambio approfondito tra le istituzioni della UE e i paesi candidati su questioni di politica macroeconomica e di stabilità finanziaria nella fase di pre-adesione. Esso ha inoltre lo scopo di familiarizzare i paesi candidati con le procedure della UE di mutua sorveglianza e di coordinamento delle politiche economiche cui essi saranno soggetti una volta entrati nella UE.

Nell'ambito del Dialogo economico, la UE, comprese la BCE e le BCN, si è incontrata con i paesi candidati in quattro occasioni nel 2001. Due incontri si sono svolti a livello di Comitato economico e finanziario (il 27 giugno a Stoccolma e il 27 novembre a Bruxelles); i rimanenti incontri si sono svolti a livello ministeriale (a Malmö il 21 aprile e a Bruxelles il 4 dicembre). Nel 2001 il Dialogo economico ha mirato a discutere, tra l'altro, i programmi economici dei paesi candidati all'adesione.

3.4 Il rafforzamento delle relazioni di lavoro con altri paesi

La BCE ha anche continuato a sviluppare i rapporti con le banche centrali dei paesi europei che non stanno attualmente negoziando l'adesione alla UE, nonché con banche centrali di importanti paesi emergenti dell'Asia e dell'America latina. Il Presidente e gli altri

membri del Consiglio esecutivo hanno visitato alcuni di questi paesi e hanno ricevuto delegazioni delle rispettive banche centrali. Inoltre, sono stati stabiliti rapporti di lavoro a livello di direzione/esperti con varie banche centrali in tali regioni. Le tematiche più frequentemente discusse negli incontri sono state la situazione economica, le politiche del cambio e il ruolo dell'euro nel paese in questione.

Per quanto riguarda i paesi confinanti, sono stati particolarmente importanti i contatti con le banche centrali dei paesi dei Balcani, della Russia e della Turchia (un paese candidato che non sta ancora negoziando l'ingresso nella UE). Nelle intense discussioni bilaterali si è principalmente dibattuto dell'introduzione delle banconote e delle monete in euro, in considerazione dell'ampia circolazione di banconote nazionali emesse dalle BCN dell'area dell'euro in tali paesi. Nei Balcani, la BCE ha partecipato alle attività organizzate dal Tavolo di lavoro sulla ricostruzione, lo sviluppo e la cooperazione economica nell'ambito del Patto di stabilità per l'Europa sud-orientale. La BCE ha seguito da vicino gli andamenti economici e finanziari della Turchia, stabilendo un dialogo più regolare su materie di politica economica con la banca centrale di questo paese in occasione di una visita del Governatore turco presso la BCE. La BCE ha altresì rafforzato i rapporti con banche centrali del bacino del Mediterraneo.

Germania: **distruzione delle monete nazionali nei pressi di Francoforte**



Capitolo VI

La sostituzione del contante e la produzione ed emissione delle banconote in euro

I L'introduzione delle banconote e delle monete in euro nel 2002

Per garantire l'ordinata sostituzione delle banconote e delle monete nazionali con quelle in euro, nel marzo del 2001 è stato istituito un apposito Comitato denominato *Cash Changeover co-ordination committee* (CASHCO) costituito da rappresentanti della BCE e da un rappresentante per ciascuna delle banche centrali nazionali (BCN) dei dodici Stati membri partecipanti. La Commissione europea e l'Europol hanno partecipato alle riunioni del Comitato in qualità di osservatori. Nell'ambito della sfera di competenza dell'Eurosistema, il Comitato è stato responsabile del coordinamento dell'introduzione delle banconote e monete in euro e del ritiro di quelle nazionali fino alla fine di febbraio 2002. Ha monitorato le attività di preparazione relative all'emissione delle banconote e monete in euro e alle operazioni di sostituzione costituendo nell'ambito dell'Eurosistema un punto di riferimento per lo scambio di informazioni nel periodo precedente e successivo al 1° gennaio 2002.

I.1 Le operazioni di sostituzione nell'area dell'euro

Il Consiglio direttivo della BCE ha concordato talune disposizioni relative all'Eurosistema riguardanti la sostituzione del contante nel 2002 in un Indirizzo della BCE del 10 gennaio 2001. Secondo tali disposizioni, le operazioni di prealimentazione da parte delle BCN alle istituzioni creditizie e la prealimentazione di seconda istanza di banconote e monete in euro a categorie predeterminate di operatori poteva aver inizio dal 1° settembre 2001. Questo arco temporale di quattro mesi era necessario per garantire che una quantità sufficiente di banconote e monete in euro fosse disponibile per la circolazione dal 1° gennaio 2002. Il rifornimento anticipato ha consentito di fronteggiare in maniera efficiente il trasporto e gli aspetti logistici. Di fatto, la portata e i tempi della prealimentazione di prima e di seconda istanza sono stati considerevolmente diversi da un paese all'altro, secondo lo schema dei piani nazionali per il passaggio alla

moneta unica, delle infrastrutture nazionali (ad esempio, la struttura della rete delle filiali della banca centrale e il suo ruolo nella distribuzione del contante, la capacità di stivaggio disponibile nelle filiali delle banche, ecc.), nonché della dimensione e delle caratteristiche geografiche del paese.

In undici paesi le autorità nazionali hanno distribuito le monete in euro alle istituzioni creditizie fin dal settembre 2001, in quanto rispetto alle banconote il loro volume ne rendeva più difficoltoso il trasporto e il loro minore valore si traduceva in un rischio più limitato per le banche; in un paese la consegna anticipata di monete è cominciata a dicembre 2001. Cinque paesi hanno iniziato a consegnare in prealimentazione le banconote nel settembre 2001; i restanti sette paesi ne hanno posticipato la distribuzione a ottobre, novembre o dicembre 2001.

Tutti e dodici i paesi hanno distribuito le banconote e le monete in euro alle istituzioni creditizie e ai dettaglianti prima del 1° gennaio 2002. Inoltre tutti i paesi hanno distribuito anticipatamente monete in euro alle imprese che gestiscono distributori automatici in modo da dotare le macchine di monete prima dell'*euro-day*. Le istituzioni creditizie hanno ricevuto complessivamente in via anticipata banconote in euro per un valore di 133 miliardi di euro, pari a circa il 50 per cento delle banconote nazionali in circolazione alla fine del 2001. Per quanto riguarda le monete, entro la fine del 2001 ne erano state consegnate in via anticipata 37,5 miliardi, per un valore di 12,4 miliardi di euro. In volume, circa l'80 per cento delle banconote e oltre il 97 per cento delle monete sono stati distribuiti alle banche prima del 1° gennaio 2002, creando le premesse per una sostituzione ordinata. In via generale, anche la consegna anticipata di seconda istanza alle varie categorie di operatori si è svolta secondo le previsioni iniziali e ha raggiunto complessivamente una quota fra il 10 e il 20 per cento del totale distribuito in prealimentazione.

In conformità con la dichiarazione del Consiglio Ecofin del novembre 1999, le monete in euro potevano essere fornite al pubblico a partire da metà dicembre 2001, per assicurare che il pubblico stesso acquisisse familiarità con le nuove monete e per ridurre le scorte necessarie ai dettaglianti per dare il resto agli inizi del 2002. Tutti i paesi dell'area hanno distribuito al pubblico confezioni di monete, la cui domanda è stata elevata. In diversi paesi la domanda è stata di entità tale che le banche sono state autorizzate ad approntare internamente le proprie confezioni e persino a vendere parte delle proprie scorte. Il controvalore di tali confezioni ha oscillato tra 3,88 e 15,25 euro ed è stato equivalente nella maggior parte dei casi al valore di una banconota nazionale per facilitare il cambio. In un paese è stata fornita gratuitamente una piccola confezione di monete a ogni cittadino. La distribuzione attraverso un ampio numero di punti vendita è cominciata in tre paesi il 14 dicembre negli altri il 15 o il 17 dicembre 2001. Nel complesso, il pubblico ha acquistato più di 150 milioni di confezioni, comprendenti oltre 4,2 miliardi di monete per un valore di 1,6 miliardi di euro. All'inizio del 2002, in media, ciascun individuo nell'Eurosistema possedeva quattordici monete.

Inoltre, i commercianti al dettaglio hanno ricevuto apposite confezioni per un controvalore compreso tra 30,41 e 315 euro.

Considerato che, in termini di transazioni, la maggior parte delle banconote è messa in circolazione attraverso gli sportelli automatici (bancomat), il rapido adattamento di tali apparecchiature è stato un elemento essenziale del processo di sostituzione. In totale, sono stati convertiti oltre 200.000 sportelli automatici ubicati presso filiali di banche o altrove (ad esempio in centri commerciali). La velocità con cui i bancomat sono stati convertiti è variata leggermente da paese a paese, secondo diversi fattori quali la capacità di conversione, l'ubicazione, il numero e il tipo di sportello. Inoltre, con riferimento ai bancomat non ancora convertiti al momento dell'entrata in circolazione dell'euro, l'indirizzo seguito nei vari paesi dell'area è stato

lievemente diverso. In sei paesi ne è stato interrotto il servizio, mentre in quattro paesi hanno continuato a erogare banconote nazionali. Quattro giorni dopo l'introduzione delle banconote e delle monete in euro, praticamente tutti gli sportelli automatici distribuivano soltanto euro. Alla fine della prima settimana il 75 per cento delle transazioni in contanti era effettuata, in media, in euro; tale percentuale è salita al di sopra del 90 per cento alla fine della seconda settimana. Le percentuali sono risultate diverse da paese a paese e da settore a settore. Ad ogni modo, le banconote e monete in euro sono state introdotte molto più rapidamente di quanto originariamente previsto.

Per una sostituzione ordinata del contante era anche essenziale immettere in circolazione agli inizi del 2002 in maniera ampia le banconote in euro di piccolo taglio (cioè quelle da 5, 10 e 20 euro). Ciò ha ridotto considerevolmente la necessità da parte dei dettaglianti di detenere elevati quantitativi di contante durante i primi giorni del 2002. In tutti i paesi dell'area, due o tre banconote in euro di piccolo taglio sono state erogate all'inizio del 2002 tramite gli sportelli automatici. Nei paesi in cui il pagamento delle prestazioni previdenziali avviene in larga parte in contanti, tali transazioni sono state regolate con i tagli più bassi. Anche le banche hanno spesso effettuato i pagamenti agli sportelli con banconote in euro di piccolo taglio. Di conseguenza, queste ultime sono risultate pari all'82,4 per cento del totale delle banconote messe in circolazione agli inizi del 2002 e al 43 per cento in valore. Ciò ha superato sensibilmente la proporzione delle banconote nazionali di controvalore simile in circolazione prima dell'operazione di sostituzione.

Per quanto riguarda il ritiro delle monete nazionali, la maggior parte delle autorità nazionali hanno incoraggiato il pubblico a depositare presso le banche le monete accantonate prima della fine dell'anno al fine di ridurre il carico operativo delle banche, dei dettaglianti e delle società di trasporto valori durante il periodo di doppia circolazione; inoltre, le monete sono state raccolte

attraverso una serie di iniziative di beneficenza introdotte in alcuni paesi. Parallelamente, si è determinato un considerevole afflusso presso le banche di banconote nazionali tesaurizzate, soprattutto di taglio elevato. Globalmente, le banconote nazionali in circolazione sono diminuite nel corso dell'anno di 110 miliardi di euro, a 270 miliardi di euro alla fine del 2001.

In breve, la sostituzione è stata una impresa senza precedenti, che ha influenzato direttamente la vita di oltre 300 milioni di persone nei dodici paesi dell'area dell'euro. Le istituzioni finanziarie, le società di trasporto valori e le forze dell'ordine, i dettaglianti e le imprese che gestiscono i distributori automatici sono stati attivamente e tempestivamente coinvolti nei preparativi, in quanto una sostituzione ordinata poteva essere realizzata in un breve lasso di tempo solo attraverso una interazione sistematica e coordinata tra tutti i principali operatori. Tuttavia, il successo della sostituzione del contante in euro è dipeso non solo dalla cooperazione delle parti più direttamente coinvolte, ma anche dall'atteggiamento positivo e dalla rapida accettazione da parte del pubblico. In retrospettiva, si può sostenere, in considerazione dell'entità del compito, che l'introduzione delle banconote e monete in euro si è svolta in modo ordinato ed efficace.

1.2 La sostituzione al di fuori dell'area dell'euro

Quantità significative di banconote emesse dalle BCN dei paesi dell'area dell'euro circolavano al di fuori dell'area, soprattutto nei paesi candidati all'adesione alla UE e in altri paesi confinanti. Ad esempio, in uno studio relativo alla metà degli anni 90 si era stimato che circa il 30-40 per cento delle banconote in marchi tedeschi in circolazione fosse detenuto al di fuori della Germania, probabilmente soprattutto nell'Europa orientale e sud-orientale (tra cui la Turchia). Pertanto, sono stati compiuti tutti gli sforzi necessari per garantire una ordinata sostituzione del contante anche al di fuori dell'area dell'euro. Il relativo

schema di sostituzione era basato su tre misure:

- Secondo l'Indirizzo della BCE del 10 gennaio 2001 recante talune disposizioni riguardanti la sostituzione del contante nel 2002, le banche erano autorizzate, nel rispetto di rigide condizioni, a distribuire le banconote in euro ricevute in prealimentazione alle proprie filiali e sedi centrali situate al di fuori dell'area dal 1° dicembre 2001. Inoltre, l'Indirizzo autorizzava le stesse banche a effettuare la prealimentazione di seconda istanza, a partire dalla stessa data, alle proprie controllate esterne all'area dell'euro, nonché ad altre banche con sede legale e/o principale e a reti di filiali al di fuori dell'area. Tuttavia, la consegna anticipata di seconda istanza al di fuori dell'area dell'euro non era consentita ai dettaglianti.
- Il Consiglio direttivo ha deciso in un Indirizzo della BCE del 13 settembre 2001 recante talune disposizioni sulla consegna anticipata al di fuori dell'area dell'euro, che le banche centrali e le autorità monetarie degli Stati membri non partecipanti e di altri paesi potevano essere prealimentate, dietro richiesta, a partire dal 1° dicembre 2001, con l'osservanza di specifici termini e condizioni. Gli accordi operativi per tale consegna sono stati conclusi bilateralmente tra la BCN dell'area dell'euro coinvolta e la banca centrale esterna. Le banche centrali esterne all'area erano autorizzate a effettuare la prealimentazione di seconda istanza a istituzioni creditizie aventi la propria sede legale e/o principale nella loro rispettiva giurisdizione a partire dal 1° dicembre 2001, con l'osservanza di determinate prescrizioni.
- Il Consiglio direttivo ha deciso che le istituzioni creditizie esterne all'area dell'euro operanti nel mercato mondiale delle banconote all'ingrosso potevano ricevere in prealimentazione dalle BCN banconote in euro che erano autorizzate a consegnare in prealimentazione di seconda istanza a banche loro clienti situate al di fuori

dell'area a partire dal 1° dicembre 2001. I termini e le condizioni, che erano in linea di principio gli stessi imposti alle banche centrali estere, erano altresì specificati nell'Indirizzo della BCE del 13 settembre 2001.

L'introduzione delle banconote in euro si è svolta regolarmente anche al di fuori dell'area. Sono state prealimentate ventisei banche centrali situate al di fuori dell'area dell'euro, principalmente nell'Europa centrale e orientale, nel bacino del Mediterraneo e in Africa. L'importo complessivo di banconote in euro distribuito a banche centrali e a istituzioni creditizie al di fuori dell'area è stato di circa 4,6 miliardi di euro.

1.3 Il cambio delle banconote nazionali presso le banche centrali nazionali

La sostituibilità tra le diverse unità monetarie nazionali tra il 1999 e il 2002 è assicurata dall'Articolo 52 dello Statuto del SEBC, che regola il cambio delle banconote denominate nelle unità nazionali dei paesi partecipanti all'area dell'euro. Dal 1° gennaio 1999, conformemente a una decisione del Consiglio

direttivo, ciascuna BCN partecipante o il proprio agente autorizzato ha assicurato, almeno presso uno sportello, il cambio di banconote di altri paesi partecipanti ai tassi fissi di conversione senza commissioni bancarie. Il Consiglio direttivo ha deciso di estendere le disposizioni dell'Articolo 52 oltre il 2001, fino alla fine di marzo 2002.

In conformità con quanto sopra, circa 500 filiali delle BCN operanti nell'area dell'euro hanno svolto attività di cambio di banconote di altri paesi dell'area. Sotto il profilo operativo, dal 1999 le operazioni di cambio effettuate secondo le disposizioni dell'Articolo 52 sono avvenute in modo ordinato in tutti gli Stati membri.

Inoltre, le BCN possono effettuare esse stesse il rimpatrio delle banconote nazionali di altri paesi partecipanti, nominare un agente che svolga tale servizio per loro conto o utilizzare gli esistenti canali commerciali di rimpatrio. Tra il 1999 e la fine del 2001, in base a queste procedure, sono stati rimpatriati 293,4 milioni di banconote nei rispettivi paesi di emissione, per un valore complessivo di 14,4 miliardi di euro.

2 La produzione delle banconote e delle monete in euro

2.1 La produzione delle banconote per il passaggio all'euro

Ciascuna BCN ha avuto la responsabilità per l'approvvigionamento dei biglietti in euro necessari a soddisfare il fabbisogno nazionale per il passaggio alla nuova moneta. Le stime dei volumi necessari alle BCN sono state riviste su base annua e, più recentemente, alla fine del 2001, per tenere conto dell'effettiva domanda durante la fase di prealimentazione del sistema. Le ultime stime ammontavano a circa 15 miliardi di banconote, per un valore nominale complessivo di circa 633 miliardi di euro. Nella produzione delle banconote sono state impegnate quindici stamperie.

Durante l'anno, la BCE ha tenuto sotto attento controllo l'andamento della produzione in termini di quantità e qualità. In questo periodo, sono state anche effettuate verifiche a campione sull'aspetto visivo delle banconote. La BCE ha tenuto sotto osservazione i Sistemi di controllo qualità delle stamperie, al fine di assicurare una qualità costante. I produttori di macchine che selezionano e accettano banconote e monete, che hanno un particolare interesse alla qualità e uniformità delle banconote in euro, sono stati coinvolti in un vasto programma di collaudo, che ha consentito di adattare le macchine e i sensori in tempo utile per l'introduzione dei nuovi segni monetari.

2.2 La produzione di una riserva centrale di banconote per la copertura dei rischi

Nel quadro della gestione dei rischi connessi al passaggio all'euro, la BCE ha costituito una riserva centrale di banconote. I rischi da coprire includevano carenze quantitative o qualitative della produzione, causate da circostanze impreviste e da una domanda più elevata del previsto per alcuni tagli. Per la riserva centrale è stata prodotta una quantità pari a circa il 10 per cento del volume previsto di 15 miliardi di banconote. La BCE ha avuto la responsabilità per l'approvvigionamento di queste banconote in euro, prodotte, come tutte le altre, in conformità ai severi standard previsti.

Parte delle banconote della riserva sono state utilizzate per far fronte a ulteriori necessità delle banche commerciali durante la prealimentazione e hanno agevolato l'ordinato svolgimento della fase di introduzione.

2.3 Il supporto alla produzione delle monete in euro

Gli Stati membri sono responsabili della produzione delle monete metalliche in euro. Le stime nazionali del volume complessivo necessario per l'introduzione ammontavano a oltre 51 miliardi di monete, per un valore nominale prossimo a 16 miliardi di euro. La produzione è stata effettuata da sedici zecche aventi sede in dodici paesi.

La BCE ha svolto un ruolo di valutatore indipendente della qualità delle monete. Essa ha aiutato ad attivare e mantenere un sistema comune di gestione della qualità in tutte le zecche. I risultati ottenuti da ciascuna zecca sono stati tenuti sotto osservazione tramite controlli periodici di qualità. La qualità è stata controllata attraverso rapporti mensili, predisposti dalle zecche stesse, e rilevazioni dirette della BCE su monete di riferimento. Gli organi decisionali sono stati periodicamente informati sulla qualità delle monete in euro.

3 La protezione delle banconote in euro contro la contraffazione

3.1 Attività di ricerca e sviluppo

Le attività di ricerca e sviluppo hanno lo scopo di costituire "conoscenze" tecnologiche sulle quali basare l'evoluzione della prima serie di banconote.

Queste attività, coordinate dalla BCE, sono svolte a livello decentrato. Esse sono in aumento, in quanto l'attenzione sta ora passando alla fase successiva all'introduzione. Nel 2001, il coordinamento delle attività di ricerca e sviluppo svolte dalle BCN, dai fornitori specializzati e dalla BCE è stato rivisto e migliorato e, nel 2002, si prevede un ulteriore miglioramento della struttura.

La BCE partecipa a numerosi gruppi tecnici di banche centrali a livello internazionale, che perseguono iniziative contro la contraffazione a livello mondiale.

3.2 Le attività contro la contraffazione

È stata costituita la rete europea di Centri nazionali di analisi (CNA). I CNA sono responsabili delle analisi relative alla contraffazione a livello nazionale e del trasferimento dei dati relativi alle banconote false alla banca dati centrale, in corso di costituzione presso la BCE. Il personale di questi centri è stato addestrato per la classificazione delle banconote false.

Il Centro di analisi della contraffazione (CAC) della BCE è in funzione dall'inizio del 2002. È responsabile della classificazione delle nuove contraffazioni ricevute dai CNA. È stato assunto il personale, costituito da esperti in contraffazione, personale amministrativo e tecnico, e sono state approntate le relative attrezzature. Il Centro ora dispone delle risorse necessarie per esaminare le contraffazioni e distinguere le banconote autentiche da quelle false.

L'ultimazione del Sistema di monitoraggio dei falsi (SMF), che comprende una banca dati che immagazzinerà tutti i dati tecnici e statistici relativi alle banconote e monete in euro false, è stata più lenta del previsto a causa di difficoltà tecniche. Pertanto, alcune delle funzioni del sistema non sono ancora disponibili. In via transitoria, sono state predisposte altre procedure che assicurano un uso efficiente delle informazioni immesse nella banca dati.

Le disposizioni più importanti relative all'SMF sono contenute nella Decisione della Banca

centrale europea dell'8 novembre 2001 recante certe condizioni per l'accesso al Sistema di monitoraggio dei falsi.

È stato sottoscritto un accordo di collaborazione tra la BCE e l'Europol, sulle misure per la lotta alla contraffazione dell'euro e per rafforzare e coordinare l'assistenza in questa area, fornita da una delle due parti alle autorità nazionali ed europee e alle organizzazioni internazionali.

4 L'emissione delle banconote in euro

Il Consiglio direttivo ha deciso che la BCE e le dodici BCN dell'area dell'euro hanno titolo a emettere le banconote in euro.

È stato concordato che il 92 per cento delle banconote in euro venga emesso dalle dodici BCN e che la quota restante sia emessa dalla BCE a partire dall'inizio del 2002. Ciascuna BCN esporrà nel proprio bilancio una quota di circolazione corrispondente alla quota individuale di partecipazione al capitale della BCE.

L'importo totale delle banconote emesse dall'Eurosistema sarà riportato settimanalmente nella situazione consolidata dei conti, pubblicata dalla BCE.

Secondo il principio di decentramento previsto per l'esecuzione delle operazioni dell'Eurosistema, le dodici BCN immetteranno, ritireranno dalla circolazione e tratteranno materialmente tutte le banconote in euro, ivi comprese quelle attribuite alla BCE.

5 La Campagna di informazione euro 2002

Nel quadro delle attività necessarie per l'introduzione delle banconote e delle monete in euro, è stata realizzata da parte della BCE e delle dodici BCN dell'Eurosistema una "Campagna di informazione euro 2002". Il Consiglio direttivo ha approvato un bilancio di 80 milioni di euro, integrato con ulteriori fondi messi a disposizione dalle BCN.

La campagna dell'Eurosistema è stata coordinata con altre iniziative analoghe predisposte dalle autorità nazionali e dalla Commissione europea e si è concentrata su:

- l'aspetto delle banconote e delle monete;
- gli elementi di sicurezza delle banconote;
- i tagli;
- le modalità di transizione alla nuova valuta.

Sono stati utilizzati tre canali principali per la diffusione dei messaggi: una campagna di comunicazione attraverso i mezzi di informazione, le relazioni pubbliche e i contatti con la stampa, la cooperazione con altri soggetti attivi in questo campo (il Programma di partnership). Le attività della Campagna hanno beneficiato del supporto di uno specifico sito Internet www.euro.ecb.int che, come tutti i materiali utilizzati nella stessa, è disponibile nelle undici lingue ufficiali della Comunità europea.

Nel corso del 2001, in considerazione del crescente interesse del pubblico alle banconote e alle monete in euro, l'intensità della Campagna è andata via via crescendo. La rivelazione al pubblico degli elementi di sicurezza il 30 agosto 2001 ha visto la Campagna entrare in una nuova fase, durante la quale sono stati

messi a disposizione nuovi materiali che descrivevano, tra l'altro, l'aspetto visivo definitivo delle banconote e gli elementi di sicurezza.

La campagna di comunicazione attraverso i mezzi di informazione

Anche la campagna di comunicazione attraverso i mezzi di informazione è stata lanciata il 30 agosto 2001. Essa ha riguardato spot televisivi e avvisi pubblicitari pubblicati sui giornali nazionali e internazionali dell'area dell'euro. A queste iniziative si sono aggiunte in alcuni casi altre attività attraverso i mezzi di informazione, curate dalle BCN.

Il pubblico dei singoli paesi ha ricevuto le informazioni nelle rispettive lingue, tramite cinque spot televisivi e otto avvisi pubblicitari complementari, pubblicati sui giornali, e uguali per tutti i paesi dell'area. Essi hanno fornito informazioni sia generali che dettagliate sulle banconote e monete e sugli elementi di sicurezza delle prime. Gli spot sono stati diffusi da 50 stazioni televisive e gli avvisi sono apparsi su oltre 250 testate. La campagna si è conclusa con la pubblicazione, in tutti i paesi dell'area, tra la fine di gennaio e l'inizio di febbraio 2002 di un ulteriore avviso pubblicitario.

A livello mondiale, la campagna è stata mirata ai dirigenti di aziende internazionali e ai visitatori dell'area dell'euro. Sei stazioni televisive internazionali hanno diffuso versioni speciali degli spot televisivi della campagna e nove testate internazionali e quattordici riviste delle linee aeree hanno riportato gli avvisi pubblicitari. Oltre a ciò, una campagna pubblicitaria in dodici aeroporti dell'area dell'euro e nell'aeroporto di London Heathrow ha permesso ai visitatori diretti nell'area di prendere consapevolezza dei principali messaggi della campagna.

A supporto della campagna di comunicazione attraverso i mezzi di informazione sono state stampate circa 200 milioni di copie di un volantino informativo destinato al pubblico, intitolato *Prepararsi per l'euro – La vostra guida*

alle banconote e monete in euro, contenente autorevoli informazioni sulle nuove banconote e monete. Per la sola area dell'euro sono state necessarie 26 versioni diverse del volantino per coprire le lingue ufficiali e le differenti modalità di transizione all'euro adottate da ciascun paese. La distribuzione a quasi tutte le famiglie nell'intera area è avvenuta tra ottobre e dicembre 2001, utilizzando vari canali, ma soprattutto i sistemi postali nazionali o la consegna porta a porta. Per rendere disponibili le informazioni contenute nel volantino a soggetti esterni all'area, una versione internazionale è stata tradotta in altre 23 lingue e resa disponibile ai partner tramite il sito Internet della Campagna. Inoltre, alcune BCN hanno rafforzato queste azioni stampando e distribuendo i volantini in diverse lingue oltre a quelle ufficiali della Comunità.

Le pubbliche relazioni e i contatti con la stampa

Le pubbliche relazioni e il programma destinato alla stampa della Campagna di informazione euro 2002 hanno incluso tre attività principali nel corso del 2001: il *Conto alla rovescia per l'euro*, le conferenze sulla Campagna d'informazione euro 2002 e un concorso destinato ai bambini.

Nell'ambito del *Conto alla rovescia per l'euro*, sono stati distribuiti materiali informativi a uso dei mezzi di informazione (*media kit*) a oltre 4.500 operatori dei mezzi di informazione, in occasione di sei date fondamentali, comprese tra l'*euro-365* e l'*euro-day*. Ciascun *kit* ha fornito informazioni esaurienti sulle banconote e monete in euro e sul processo di sostituzione. In alcuni casi, i *kit* contenevano materiali aggiuntivi, come video e immagini, al fine di garantire che i messaggi della campagna fossero effettivamente diffusi presso il pubblico tramite i mezzi di informazione.

Una serie di undici conferenze sulla Campagna d'informazione euro 2002, ospitate dalle BCN dell'area dell'euro nei rispettivi paesi, ha riunito, prima della sostituzione delle banconote e monete, oltre 5.000 operatori

direttamente interessati al processo. Oltre a fornire un forum per la discussione di problematiche legate alla sostituzione, ciascuna conferenza ha generato una copertura da parte dei mezzi di informazione, che ha assicurato un'ulteriore diffusione dei messaggi della Campagna.

I bambini sono stati identificati come obiettivo chiave per la Campagna di informazione euro 2002 ed è stato pertanto creato uno specifico progetto per informarli e coinvolgerli. Il concorso *Diventa una superstar dell'euro* ha comportato, fra l'altro, la distribuzione alle scuole elementari dell'area dell'euro di oltre 7 milioni di manifesti, contenenti informazioni sulle banconote e monete in euro. Il manifesto, insieme allo spazio dedicato ai bambini sul sito Internet sull'euro della BCE, riportava un concorso, aperto ai bambini di età compresa tra otto e dodici anni, basato sulle risposte da dare a una serie di domande. Circa 300.000 bambini hanno partecipato al concorso e i 24 vincitori, due per ogni paese dell'area, sono stati invitati a Francoforte a ritirare il 31 dicembre i loro premi – un set completo di banconote in euro raccolte in un cofanetto commemorativo appositamente disegnato e un computer portatile – dalle mani del Presidente della BCE durante un evento diffuso dai mezzi di informazione.

L'evento di fine anno, l'introduzione dello slogan della campagna "*l'EURO. la NOSTRA moneta*" il 1° marzo 2001, la rivelazione dell'aspetto visivo definitivo delle banconote in euro e il lancio della campagna sui mezzi di informazione il 30 agosto hanno tutti attratto l'attenzione di numerosi operatori dei mezzi di informazione e generato una copertura positiva da parte della stampa e della televisione.

Il Programma di partnership

Lo scopo fondamentale del Programma di partnership era quello di incoraggiare le orga-

nizzazioni del settore privato e pubblico, interessate a mettere a disposizione dei propri clienti e del proprio personale le informazioni sulle banconote e monete in euro, a partecipare al programma e a beneficiare dei materiali forniti dalla campagna. Alla fine dell'anno, l'Eurosistema aveva oltre 3.000 partner a livello nazionale, europeo e internazionale. La maggiore richiesta di materiali, che potevano essere adattati e recare un doppio logo per soddisfare le esigenze dei partner, si è manifestato dopo la rivelazione dell'aspetto visivo definitivo delle banconote in euro e dei loro elementi di sicurezza, avvenuta il 30 agosto. Oltre agli originali disponibili sul sito dedicato alla campagna, molti milioni di manifesti e di volantini sono stati prodotti dall'Eurosistema e dai suoi partner.

Attraverso il Programma di partnership e le BCN sono stati anche distribuiti i materiali di addestramento destinati ai cassieri. Sono stati prodotti 230.000 *kit* di addestramento, ciascuno contenente una brochure per i formatori con descrizioni approfondite e con le immagini delle monete, delle banconote e dei relativi elementi di sicurezza, con un video e un CD-ROM che includeva una presentazione interattiva. Inoltre, sono state distribuite oltre 6 milioni di copie di brochure per i destinatari dell'addestramento, con informazioni sui principali elementi di sicurezza. Questo materiale è stato usato nell'ambito di un vasto programma di corsi di addestramento, organizzati dalle BCN a livello nazionale e anche all'esterno dell'area, per gli esperti del contante che a loro volta hanno addestrato migliaia di cassieri in diversi settori, incluso quello finanziario e del commercio al dettaglio.

Benché al massimo della propria visibilità all'approssimarsi dell'*euro-day*, la campagna è proseguita agli inizi del 2002. Il sito Internet resterà attivo per qualche tempo, finché non sarà definitivamente trasferito in quello permanente della BCE.



Spagna: **banconote in euro avvolte nel cellophane presso il Banco de España a Madrid**

Capitolo VII

I sistemi di pagamento e di regolamento delle transazioni in titoli

L'Eurosistema promuove il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento e regolamento attraverso l'offerta di servizi di pagamento e il regolamento delle transazioni in titoli, mediante la sorveglianza sui sistemi di pagamento e regolamento delle operazioni in euro e svolgendo il ruolo di "catalizzatore" del cambiamento. Innanzi tutto, l'Eurosistema è coinvolto operativamente nella gestione di un sistema di regolamento in tempo reale per i pagamenti in euro di importo rilevante, il Sistema transeuropeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale (*Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system*, o TARGET) e nell'offerta di un meccanismo per l'utilizzo transfrontaliero delle garanzie (il Modello di banche centrali corrispondenti, o CCBM – *correspondent central banking model*). In secondo luogo, l'Eurosistema definisce standard volti ad assicurare la stabilità e l'efficienza dei sistemi che gestiscono le transazioni in euro ed effettua la continua verifica della conformità a tali standard dei sistemi di pagamento e regolamento in euro. In terzo luogo, l'Eurosistema agisce da catalizzatore per il cambiamento, promuovendo l'efficienza dei sistemi di pagamento e la rispondenza dell'infrastruttura di pagamento e di regolamento alle necessità dell'area della moneta unica.

I L'operatività dei sistemi di pagamento e regolamento dell'Eurosistema

I.1 Il sistema TARGET

Nel 2001, TARGET ha trattato, in termini di valore, quasi il 75 per cento del totale dei pagamenti in euro di importo rilevante. Aderiscono a TARGET 1.569 partecipanti diretti mentre il numero di quelli indiretti ammonta a più di 5.000.

TARGET ha continuato a rispettare gli obiettivi per i quali era stato concepito, ossia soddisfare le esigenze connesse con l'esecuzione della politica monetaria della BCE, accrescere l'efficienza dei pagamenti transfrontalieri in euro e offrire un meccanismo affidabile e sicuro per il regolamento.

Il 19 novembre 2001 è stata avviata con esito favorevole la revisione 2001 di TARGET. La nuova versione del software prevedeva solo modifiche di secondaria importanza al formato dei dati nei messaggi di pagamento utilizzati in TARGET. Nel Regno Unito, NewChaps è stato introdotto alla fine di agosto 2001, basato su una piattaforma IT comune per gli aderenti ai sistemi RTGS in euro e in sterline. Inoltre, il 5 novembre 2001, la Deutsche Bundesbank ha avviato con successo l'operatività del proprio sistema RTGS^{plus}, che ora costituisce la nuova componente tedesca di TARGET. Al momento

dell'introduzione di RTGS^{plus}, come passo verso il consolidamento dell'infrastruttura dei sistemi di pagamento all'ingrosso nell'ambito dell'area dell'euro, il sistema ibrido Euro Access Frankfurt (EAF) è stato chiuso. Inoltre,

Tavola 14
Pagamenti gestiti da TARGET^{*)}

Volume delle transazioni	2000	2001	var. perc.
Pagamenti complessivi			
Totale	47.980.023	53.665.552	12
Media giornaliera	188.157	211.282	12
Pagamenti domestici			
Totale	37.811.112	42.166.173	12
Media giornaliera	148.279	166.009	12
Pagamenti transfrontalieri			
Totale	10.168.911	11.499.379	13
Media giornaliera	39.878	45.273	14
Valore delle transazioni (in miliardi di euro)	2000	2001	var. perc.
Pagamenti complessivi			
Totale	263.291	330.031	25
Media giornaliera	1.033	1.299	26
Pagamenti domestici			
Totale	153.253	201.428	31
Media giornaliera	601	793	32
Pagamenti transfrontalieri			
Totale	110.038	128.602	17
Media giornaliera	432	506	17

^{*)} I giorni di operatività sono stati 255 nel 2000 e 254 nel 2001.

Tavola 15**Punte di massima attività in TARGET nel 2001**

Volume delle transazioni		
Pagamenti complessivi	380.146	28 dic.
Pagamenti domestici	318.173	28 dic.
Pagamenti transfrontalieri	63.159	20 feb.
Valore delle transazioni (in miliardi di euro)		
Pagamenti complessivi	2.040	28 dic.
Pagamenti domestici	1.479	28 dic.
Pagamenti transfrontalieri	751	29 giu.

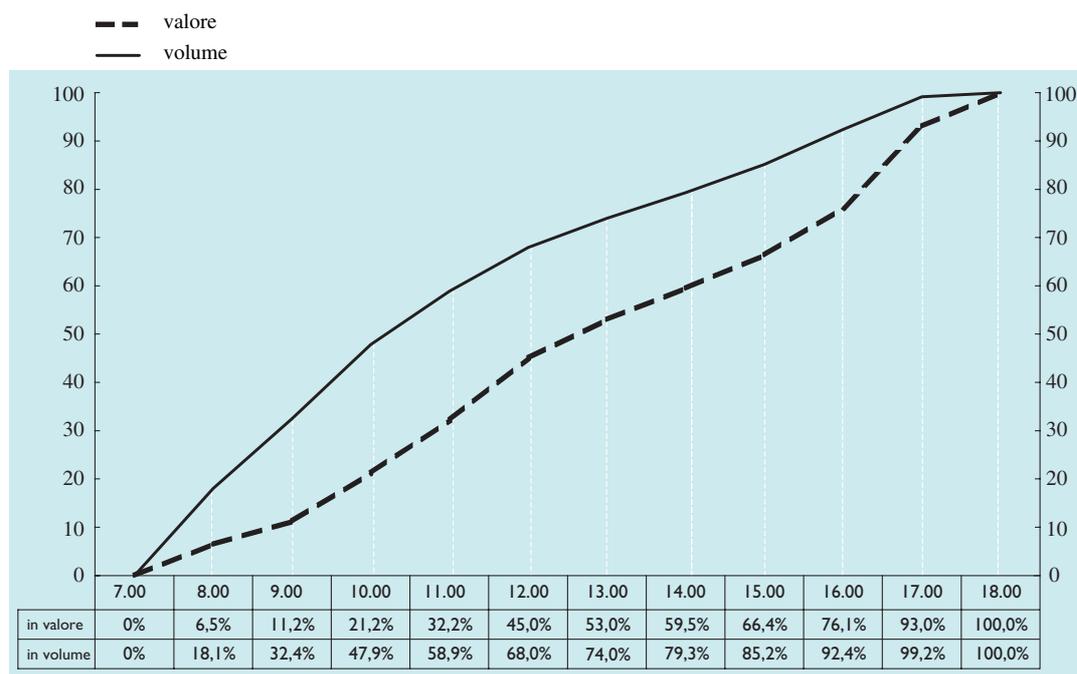
la componente danese di TARGET è stata sostituita dal nuovo sistema KRONOS, che ha iniziato la propria attività il 19 novembre 2001.

L'operatività di TARGET nel 2001

Nel 2001 i pagamenti medi giornalieri trattati dal sistema TARGET (transfrontalieri e domestici) sono stati 211.282, pari a un valore di 1.299 miliardi di euro, con un incremento del 12 per cento in termini di numero di pagamenti e del 26 per cento in termini di valore.

L'attività transfrontaliera di TARGET nel 2001 è stata pari, in valore, al 39,0 per cento del totale dei pagamenti gestiti dal Sistema, a fronte del 41,8 nel 2000; in volume, è stata pari al 21,4 per cento del totale, rispetto al 21,2 del 2000. Le transazioni interbancarie sono state il 96,5 per cento in valore e il 60,8 in volume dei pagamenti transfrontalieri di TARGET; la quota rimanente è rappresentata da pagamenti per conto della clientela. Il valore medio dei pagamenti transfrontalieri interbancari è stato di 17,7 milioni di euro, quello dei pagamenti transfrontalieri per conto della clientela di 1 milione di euro. La tavola 15 fornisce informazioni sui giorni di picco dell'operatività in termini di volume e di valore.

Generalmente, gli aderenti a TARGET effettuano i loro pagamenti nella prima parte della giornata. Entro le ore 13, più del 50 per cento del valore dei pagamenti transfrontalieri e circa il 75 per cento del numero è già stato regolato tramite TARGET (cfr. figura 30). Ciò contribuisce in misura sostanziale al regolare funzionamento del sistema e alla riduzione del rischio di blocco del sistema (*gridlock*) nel

Figura 30**Distribuzione infragiornaliera dei pagamenti transfrontalieri in TARGET nel 2001***(in percentuale)*

caso di situazioni di carenza di liquidità a fine giornata.

Per ulteriori informazioni statistiche si rinvia al sito Internet della BCE (www.ecb.int), alla voce *Payment statistics* della sezione TARGET.

La disponibilità di TARGET

La disponibilità di TARGET ha continuato a migliorare nel 2001: il numero dei malfunzionamenti è diminuito dell'8 per cento rispetto al 2000. La disponibilità del sistema ha raggiunto il 99,74 per cento a dicembre. Le misure di emergenza di TARGET sono in corso di revisione, al fine di migliorarne ulteriormente l'efficacia e di agevolare un ordinato regolamento dei pagamenti urgenti, soprattutto in relazione al prossimo inizio delle attività di CLS Bank.

I rapporti con gli utenti di TARGET

Nel 2001 la BCE e le BCN hanno intrattenuto un dialogo continuo con gli utenti di TARGET. Sono stati organizzati incontri periodici dei gruppi nazionali di utenti di TARGET (*Target user groups*). Inoltre, sono state organizzate presso la BCE due riunioni del Gruppo di contatto sulla strategia per i pagamenti in euro. Questo gruppo è composto di rappresentanti dell'Eurosistema e di operatori di mercato. Esso mira ad agevolare il dialogo su diversi argomenti, comprese le questioni relative a TARGET. Nel 2001 ciò ha permesso alle BCN e alla BCE di rispondere in maniera più adeguata alle esigenze degli operatori.

Altri aspetti

Nel 2001 i giorni di chiusura di TARGET, oltre ai sabati e alle domeniche, sono stati Capodanno, il venerdì e il lunedì di Pasqua, il 1° maggio (Festa del lavoro), Natale e il 26 dicembre. Inoltre, il sistema è stato chiuso il 31 dicembre, per consentire la regolare conversione all'euro dei sistemi di pagamento al dettaglio e delle procedure interne delle

banche. A partire dal 1° gennaio 2002, sarà adottato il calendario di lungo termine di TARGET (cfr. anche la voce *General information* della sezione TARGET nel sito Internet della BCE).

In linea con la sua politica di trasparenza, il 26 aprile 2001 la BCE ha pubblicato l'Indirizzo riguardante TARGET BCE/2001/3 (*TARGET Guideline*). Questo documento, che rappresenta il punto centrale del quadro di riferimento normativo di TARGET, è disponibile sul sito Internet della BCE e nella Gazzetta ufficiale delle Comunità europee, L 140, 24 maggio 2001 (cfr. la voce *Legal documents* nella sezione *Publications* del sito Internet della BCE).

Nel maggio 2001, la BCE ha pubblicato il primo *Rapporto annuale su TARGET*. Esso si riferisce ai volumi trattati nel 1999 e 2000 e al suo funzionamento dal punto di vista tecnico e operativo, oltre che a una descrizione dei principali sviluppi e delle prospettive future del sistema.

1.2 Il Modello di banche centrali corrispondenti (CCBM)

Il CCBM è stato progettato durante le fasi preparatorie dell'Unione monetaria per consentire l'utilizzo transfrontaliero di tutte le attività stanzabili a garanzia delle operazioni di politica monetaria e delle operazioni di credito infragiornaliero. È stato concepito come una soluzione temporanea, in attesa che il mercato sviluppasse valide alternative.

Nel 2001, il CCBM ha continuato a essere il principale strumento per il trasferimento transfrontaliero tra i paesi dell'Eurosistema delle attività stanzabili a garanzia. L'ammontare delle garanzie custodite per il tramite del CCBM è aumentato passando da 124 miliardi di euro alla fine del 2000 a 157 miliardi alla fine del 2001. I collegamenti diretti tra i sistemi di regolamento delle transazioni in titoli (SRT) per il trasferimento transfrontaliero delle garanzie attualmente rappresentano l'unica alternativa al CCBM. Benché siano stati

Figura 3 I

Quota delle garanzie transfrontaliere in percentuale delle garanzie totali fornite all'Eurosistema



costituiti oltre 60 collegamenti diretti tra gli SRT, idonei per le operazioni dell'Eurosistema, il loro uso non è stato ampio. La figura 3 I presenta l'andamento dei trasferimenti transfrontalieri delle attività stanziabili tramite CCBM e tramite i collegamenti diretti tra gli SRT, in percentuale delle attività fornite all'Eurosistema.

In un'indagine condotta dall'Eurosistema,¹ gli operatori di mercato hanno fatto principalmente riferimento a due fattori, per spiegare il limitato utilizzo dei collegamenti diretti.

In primo luogo, il fatto che la controparte debba trasferire all'SRT domestico i titoli da essa detenuti da utilizzare per le operazioni con la banca centrale, spostandoli pertanto dalla loro abituale sede di regolamento. In secondo luogo, il fatto che gli operatori sembrano avere maggiore familiarità con le procedure del CCBM, che permettono l'utilizzo di tutte le attività idonee; l'adozione di nuove procedure richiederebbe un investimento, che potrebbe non essere giustificato se dovesse aver luogo un processo di consolidamento nel settore.

2 Aspetti generali in tema di sorveglianza sui sistemi di pagamento

Nel febbraio 2001, il Consiglio direttivo della BCE ha adottato i Principi fondamentali per sistemi di pagamento di importanza sistemica (Principi fondamentali) tra gli standard minimi applicati dall'Eurosistema nello svolgimento della sua politica di sorveglianza sui sistemi di pagamento. I Principi fondamentali sono stati elaborati dal Comitato sui sistemi di pagamento e di regolamento (*Committee on Payment and Settlement Systems – CPSS*) del G10, per aiutare a mantenere la stabilità finan-

ziaria tramite il rafforzamento delle infrastrutture del sistema. Essi comprendono principi, codici di condotta e linee guida che dovrebbero presiedere alla progettazione e al funzionamento dei sistemi di pagamento e indicano i criteri fondamentali che tutti i sistemi di pagamento di importanza sistemica dovrebbero soddisfare. In relazione al suo

¹ Cross-border use of collateral: a user's survey, BCE, febbraio 2001.

ruolo istituzionale di promozione del corretto funzionamento dei sistemi di pagamento, l'Eurosistema effettuerà entro la fine del 2002 una valutazione della conformità di tutti i sistemi di pagamento di importanza sistemica dell'area dell'euro ai Principi fondamentali.

Nel 2001, su richiesta della BCE, l'FMI ha predisposto i Rapporti sull'Osservanza degli standard e dei codici (*Reports on the Observance of Standards and Codes – ROSC*) per l'area dell'euro, all'interno del suo Programma di valutazione del settore finanziario (*Financial Sector Assessment Program – FSAP*). La partecipazione della BCE alla predisposizione dei ROSC riflette il suo impegno al rispetto degli standard e dei codici internazionali e allo svolgimento di un ruolo guida nella loro attuazione. Ciò si basa sulla convinzione che l'adesione agli standard concordati a livello internazionale e alle prassi ottimali sia cruciale per rafforzare il sistema finanziario mondiale e per assicurarne la stabilità finanziaria.

Nel settore dei sistemi di pagamento, le valutazioni dell'FMI hanno avuto ad oggetto la tra-

sparenza delle politiche relative ai sistemi di pagamento e la conformità ai Principi fondamentali dei due sistemi di pagamento di importanza sistemica operanti nell'intera UE, vale a dire TARGET e il sistema Euro I gestito dall'Associazione bancaria per l'euro (*Euro Banking Association – EBA*).² L'FMI ha accertato che l'Eurosistema mantiene un elevato livello di trasparenza nella condotta della politica relativa ai sistemi di pagamento. L'FMI ha riconosciuto che TARGET ha raggiunto pienamente gli obiettivi di *policy* per i quali era stato costituito e che soddisfa largamente le esigenze del mercato. TARGET rispetta integralmente sei Principi fondamentali e ne soddisfa in misura sostanziale o parziale altri tre. Uno dei Principi non è invece applicabile a TARGET. L'Eurosistema mira ora a rafforzare ulteriormente la conformità di TARGET ai Principi non ancora completamente rispettati (per ulteriori dettagli cfr. riquadro 9 nel Capitolo V). Per il sistema Euro I, soggetto alla sorveglianza della BCE, è stata riscontrata la piena conformità a tutti i Principi fondamentali.

3 I sistemi di pagamento all'ingrosso

3.1 L'evoluzione degli altri sistemi di pagamento all'ingrosso in euro

Nel 2001, i cinque sistemi all'ingrosso che regolano su base netta i pagamenti in euro hanno continuato a funzionare regolarmente. Si tratta dei sistemi Euro I dell'EBA, Euro Access Frankfurt (EAF) in Germania, Paris Net Settlement (PNS) in Francia, Servicio de Pagos Interbancarios (SPI) in Spagna e Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekitjärjestelmä (POPS) in Finlandia. Il 5 novembre 2001, al momento dell'introduzione di RTGS^{plus}, il nuovo componente tedesco di TARGET, il sistema EAF ha cessato di esistere.

Questi sistemi di regolamento per i pagamenti all'ingrosso in euro si sono dimostrati delle adeguate alternative a TARGET per il trattamento di alcune tipologie di pagamenti. Nel 2001, il maggiore di questi sistemi, Euro I,

ha elaborato circa 113.000 transazioni al giorno con un valore medio giornaliero di 205 miliardi di euro. Nell'insieme, i cinque sistemi hanno elaborato circa lo stesso volume di pagamenti del sistema TARGET, ma soltanto circa un terzo del valore di questi ultimi in quanto, oltre ai pagamenti connessi con operazioni di politica monetaria, le transazioni all'ingrosso a scadenza critica relative alle operazioni di mercato monetario sono generalmente immesse in TARGET.

Benché i pagamenti interbancari nel 2001 ammontassero a più dell'80 per cento del valore delle operazioni gestite tramite i cinque sistemi di pagamento all'ingrosso, la quota dei pagamenti al dettaglio della clientela è cresciuta in tutti i sistemi. Più della metà dei

² L'FMI ha pubblicato tali valutazioni nell'ottobre 2001; esse sono disponibili sul sito Internet dell'FMI (<http://www.imf.org>).

pagamenti trattati, in termini di volume, era costituita da pagamenti della clientela, tipicamente di ammontare inferiore a 50.000 euro. Questo andamento si può spiegare con un passaggio dai servizi bancari di corrispondenza ai sistemi di pagamento ed è in linea con l'accresciuta necessità di efficienza nei pagamenti transfrontalieri al dettaglio nell'area dell'euro.

3.2 Il Regolamento Interconnesso Continuo (CLS)

Il Regolamento Interconnesso Continuo (*Continuous Linked Settlement* – CLS) è un sistema progettato per il regolamento di transazioni in valuta estera su base “pagamento contro pagamento” (*payment versus payment* – PVS) sui conti della CLS Bank, una banca commerciale con sede a New York. CLS rappresenta una soluzione proposta dal settore privato per far fronte alle richieste delle banche centrali di ridurre i rischi di regolamento delle operazioni in valuta estera. Dopo qualche ritardo nello sviluppo del sistema, è stato programmato che la CLS Bank inizi a operare in sette valute a partire dalla metà del 2002.

Come previsto dal quadro di riferimento per la sorveglianza cooperativa stabilito nel Rapporto Lamfalussy,³ il Federal Reserve System

svolge la funzione di autorità primaria di sorveglianza sul sistema CLS e ha coinvolto nel disegno del sistema le banche centrali delle altre potenziali valute di regolamento. La Bank of England sarà l'autorità responsabile della designazione del sistema, ai sensi della Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio 98/26/CE del 19 maggio 1998 sulla definitività del regolamento nei sistemi di pagamento e in quelli di regolamento titoli. Poiché l'euro sarà una delle valute utilizzabili per il regolamento nell'ambito del sistema fin dall'inizio, l'Eurosistema ne ha seguito da vicino lo sviluppo e ha stabilito stretti legami con le altre autorità di sorveglianza responsabili e con la stessa CLS Bank. Inoltre, alcuni rappresentanti dell'Eurosistema si sono incontrati due volte nel 2001 con gli azionisti di CLS dell'area dell'euro, per discutere questioni connesse con la gestione della liquidità e gli aspetti operativi. Il SEBC, insieme alle banche commerciali, ha predisposto alcune raccomandazioni relative ai pagamenti CLS in euro. Tali raccomandazioni, disponibili sul sito Internet della BCE (www.ecb.int), sottolineano il fatto che le banche dovrebbero predisporre i propri pagamenti alla CLS Bank al più presto possibile nella mattinata, per avere il tempo di gestire eventuali situazioni impreviste, e che i pagamenti CLS dovrebbero avere massima priorità.

4 I sistemi di pagamento al dettaglio

4.1 Il definitivo passaggio all'euro nei sistemi di pagamento al dettaglio

Nel corso del 2001, l'Eurosistema ha tenuto sotto attenta osservazione il grado di adeguatezza dei sistemi di pagamento al dettaglio per effettuare operazioni in euro fin dall'inizio del 2002. È risultato che la sostituzione delle banconote e monete in euro non rappresentava un problema grave per i sistemi di pagamento al dettaglio e per gli strumenti di pagamento diversi dal contante. Nondimeno, rimangono alcune questioni aperte relative agli sportelli bancomat e ai terminali *point-of-sale* (POS) in alcuni paesi. Questi problemi sono stati

risolti brillantemente prima della sostituzione definitiva. Per maggiori informazioni sulla sostituzione delle banconote e monete in euro, cfr. Capitolo VI.

4.2 L'evoluzione nel settore dei pagamenti transfrontalieri al dettaglio

Nel perseguimento dell'obiettivo di creare un'area di pagamento unica per l'euro,

³ Rapporto del Comitato sugli schemi di compensazione interbancari delle banche centrali dei paesi del gruppo dei dieci, *BRI*, novembre 1990.

l'Eurosistema ha continuato nel 2001 a svolgere il ruolo di catalizzatore per migliorare il settore dei pagamenti transfrontalieri al dettaglio, affinché tali servizi siano forniti con le stesse caratteristiche in termini di convenienza ed efficienza di quelli domestici. La BCE ha ribadito i propri orientamenti già stabiliti nel rapporto *Rendere più efficienti i pagamenti transfrontalieri al dettaglio – la posizione dell'Eurosistema* (1999) in un articolo del numero di febbraio 2001 del Bollettino mensile della BCE intitolato *Verso un livello uniforme di servizi per i pagamenti al dettaglio nell'area dell'euro*. Essa ha organizzato diversi incontri e collaborato intensamente con banche, gestori dei sistemi di pagamento e con le Associazioni europee del settore creditizio, per aiutare l'industria a raggiungere entro il 2002 gli obiettivi stabiliti nel rapporto del 1999. Nel rapporto *Towards an integrated infrastructure for credit transfers in euro*, pubblicato nel novembre 2001, l'Eurosistema ha rivisto le modalità per la rimozione degli ostacoli residui identificati come causa degli elevati costi dei bonifici transfrontalieri. Ha proposto diverse soluzioni tecniche che le banche potrebbero scegliere per creare un'efficiente infrastruttura interbancaria per i bonifici transfrontalieri al dettaglio. Il rapporto suggerisce un "percorso" che le banche dovrebbero impegnarsi a seguire per abbassare i prezzi dei pagamenti transfrontalieri al livello di quelli domestici entro la fine del 2004.

Il fatto che le commissioni applicate ai bonifici transfrontalieri al dettaglio siano rimaste persistentemente elevate negli anni ha indotto il Parlamento europeo e il Consiglio ad adottare il Regolamento (CE) 2560/2001 del 19 dicembre 2001 sui pagamenti transfrontalieri in euro. Esso obbliga le banche a ridurre le commissioni applicate ai pagamenti transfrontalieri di importo fino a 12.500 euro (50.000 euro a partire dal 1° gennaio 2006) al livello di quelle applicate ai pagamenti domestici. Il Regolamento è valido per i pagamenti tramite carta di credito e per i prelievi bancomat a partire dal 1° luglio 2002 e per i bonifici transfrontalieri dal 1° luglio 2003. Nell'ottobre 2001, la BCE ha espresso un'Opinione

ufficiale sulla bozza di regolamento, affermando di averne condiviso gli obiettivi generali, ma esprimendo riserve sui potenziali effetti negativi collaterali che possono scaturire da un regolamento.

4.3 Le iniziative dell'EBA

Nel novembre 2000, l'EBA ha introdotto l'iniziativa "STEP 1" (dall'acronimo inglese di *Straight-Through Euro Processing*) per la gestione dei pagamenti transfrontalieri al dettaglio della clientela. Il numero delle banche partecipanti a STEP 1 è salito da 21, al momento di avvio del servizio, a 65 alla fine del 2001; anche il volume e il valore dei pagamenti gestiti dal sistema è triplicato, superando 7.100 pagamenti al giorno per un valore medio giornaliero di 79,3 milioni di euro.

Nel 2001, l'EBA ha presentato un progetto per la costituzione di un sistema interbancario paneuropeo per l'elaborazione di pagamenti al dettaglio. Il nuovo sistema, chiamato STEP 2, sviluppa ulteriormente il servizio STEP 1 e costituisce una risposta all'obiettivo dell'Eurosistema di migliorare i servizi transfrontalieri al dettaglio nell'area dell'euro. STEP 2 fornirà un sistema di compensazione automatizzato, che suddividerà i *files* dei pagamenti aggregati di ciascun mittente in *files* separati relativi ai singoli destinatari. Questi *files* di pagamento sono regolati tramite una banca aderente al sistema di pagamento all'ingrosso Euro 1. L'EBA intende rendere operativo il sistema STEP 2 entro dicembre 2002.

4.4 La moneta elettronica e le indagini sull'e-commerce e sui pagamenti elettronici

Nel 2001 l'Eurosistema ha esteso la propria attenzione ai nuovi sviluppi nell'area dei pagamenti elettronici (cioè dei pagamenti in Internet), che hanno avuto un grosso impulso con l'espansione dell'e-commerce e di altre iniziative in rete. L'Eurosistema ha iniziato ad analizzare se i ruoli tradizionali della banca

centrale in relazione ai sistemi e agli strumenti di pagamento, cioè il mantenimento della stabilità sistemica, la promozione dell'efficienza e della sicurezza e la salvaguardia del meccanismo di trasmissione delle misure di politica monetaria, fossero influenzati da tali nuovi sviluppi e, in caso affermativo, in quale misura. Poiché la questione della fiducia (certezza legale, sicurezza delle transazioni, e così via) è essenziale per l'e-commerce, l'Eurosistema ha avviato l'esame dei "servizi di fiducia" (*trust services*) sviluppati per aumentare la sicurezza nell'ambiente delle reti aperte, tra cui le possibili applicazioni dell'Infrastruttura a chiave pubblica (*Public Key Infrastructure – PKI*) nel settore dei sistemi di pagamento.

L'Eurosistema ha anche continuato a seguire l'evoluzione degli schemi di moneta elettronica e le loro implicazioni per le banche cen-

trali. In particolare, sono stati analizzati in un'ottica di sorveglianza i differenti approcci alla sicurezza tecnica degli schemi di moneta elettronica. Attualmente si sta considerando se il *Report on electronic money* della BCE (1998), e più precisamente il terzo requisito minimo riferito alla sicurezza tecnica degli schemi di moneta elettronica, possa essere sviluppato in maniera più dettagliata, nell'ottica di stabilire un quadro di riferimento comune per tali schemi in termini di sicurezza tecnica. Si sta ora ponendo particolare attenzione alle iniziative di mercato che forniscono un quadro di riferimento per gli obiettivi e i requisiti di sicurezza, indipendentemente dalla tecnologia di base utilizzata.

5 I sistemi di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli

L'Eurosistema ha un interesse di carattere generale al corretto funzionamento dei Sistemi di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli. Infatti, un funzionamento non adeguato di tali sistemi potrebbe avere un impatto su due responsabilità fondamentali delle banche centrali e cioè il corretto funzionamento dei sistemi di pagamento e l'esecuzione delle operazioni di politica monetaria. Inoltre, alcune banche centrali gestiscono i sistemi di regolamento delle transazioni in titoli (SRT) oppure sono responsabili della loro supervisione.

In linea di principio, gli scambi di titoli concordati tra due controparti danno origine, da un lato, alla consegna dei titoli e, dall'altro, al relativo pagamento. Queste attività sono svolte da istituzioni centrali, quali gli SRT. Per i sistemi che regolano su base netta, il calcolo delle obbligazioni dei partecipanti agli SRT è talvolta effettuato in anticipo dalle stanze di compensazione. Le stanze di compensazione che si interpongono come acquirente nei confronti del venditore e come venditore nei confronti dell'acquirente sono dette "controparti centrali". Malfunzionamenti negli SRT

potrebbero impedire il corretto funzionamento dei mercati finanziari e, attraverso i meccanismi di consegna contro pagamento, essere automaticamente trasmessi al sistema dei pagamenti. Tutte le operazioni di credito dell'Eurosistema sono assistite da garanzie collaterali; la loro esecuzione dipende dalla tempestività di consegna delle attività costituite a garanzia del credito, trasferite e regolate principalmente attraverso gli SRT.

5.1 Le attività di compensazione

L'Eurosistema tiene sotto attenta osservazione il processo di consolidamento in atto nel settore delle controparti centrali, a causa delle possibili implicazioni per la corretta esecuzione delle operazioni di politica monetaria, l'efficace funzionamento dei sistemi di pagamento e regolamento e la stabilità dei mercati finanziari in genere. Il processo di consolidamento⁴ aggiunge elementi di complessità alla questione: da un lato, la

⁴ Il consolidamento può essere ottenuto in diversi modi, quali l'interoperabilità, le alleanze, le joint ventures e le fusioni.

concentrazione delle controparti centrali potrebbe contribuire ad aumentare l'efficienza della compensazione e del regolamento delle operazioni in titoli; dall'altro, le potenziali conseguenze a livello sistemico del malfunzionamento di una controparte centrale aumentano al crescere delle sue dimensioni. A questo riguardo, rilevano diversi aspetti. Il 27 settembre 2001, la BCE ha reso nota la linea politica adottata dall'Eurosistema in merito al consolidamento nel settore delle controparti centrali, indicando quanto segue.

In primo luogo, è essenziale che siano stabiliti standard efficaci per la gestione del rischio per le controparti centrali.

Inoltre, le diverse aree valutarie hanno tradizionalmente sviluppato le loro proprie infrastrutture domestiche in termini di sistemi di pagamento, sistemi di regolamento delle transazioni in titoli, borse valori, e così via. A questo riguardo, è importante distinguere tra controparti centrali "domestiche" da un lato e controparti centrali "internazionali", dall'altro. Una controparte centrale domestica gestisce principalmente attività denominate in un'unica moneta. Il naturale ambito di azione geografico per qualunque infrastruttura di mercato che gestisca principalmente titoli e strumenti derivati denominati in euro è l'area dell'euro. Data la potenziale importanza sistemica dei sistemi di compensazione e di regolamento delle transazioni in titoli, questa infrastruttura dovrebbe essere localizzata nell'area dell'euro. Inoltre, l'esistenza di un'infrastruttura domestica non dovrebbe impedire il sorgere di infrastrutture internazionali, che gestiscano diverse valute allo stesso tempo, tra cui l'euro.

Il processo di consolidamento in atto nel settore delle controparti centrali potrebbe non soltanto agevolare l'integrazione, ma anche contribuire a ridurre i costi della compensazione, attraverso economie di scala ed esternalità di rete. A meno che non vi siano chiari segni di carenze del mercato, il processo di consolidamento dell'infrastruttura di compensazione delle controparti centrali dovrebbe essere condotto dal settore pri-

vato, ma le autorità pubbliche possono contribuirvi, rimuovendo ingiustificate barriere all'integrazione e alla concorrenza, quali le difficoltà legali e la mancanza di standardizzazione.

Inoltre, l'Eurosistema ha interesse all'efficienza delle strutture di mercato. Qualunque sia l'architettura finale, è cruciale che gli operatori dei mercati abbiano equo accesso a tutti i sistemi lungo la "filiera produttiva" (vale a dire, la negoziazione, la compensazione e il regolamento).

Infine, l'Eurosistema incoraggia la cooperazione nell'attività di compensazione svolta dalle controparti centrali a livello mondiale e dovrebbe essere coinvolto nella sorveglianza dei sistemi di compensazione multivalutari globali che gestiscono euro.

5.2 Le attività di regolamento

Nel 1998, la BCE ha formulato i requisiti cui debbono rispondere gli SRT e i collegamenti tra gli stessi per essere utilizzati nelle operazioni di credito. Gli standard mirano a evitare che l'Eurosistema sia esposto a rischi non accettabili nella condotta delle operazioni di credito, assicurando un livello comune di sicurezza per il regolamento dei titoli collegato alla costituzione di attività a garanzia. La conformità degli SRT e dei loro collegamenti agli standard viene valutata periodicamente. Il 3 luglio 2001, il Consiglio direttivo della BCE ha approvato altri cinque collegamenti diretti tra SRT, portando in tal modo il numero totale di collegamenti attualmente idonei a 66. I nuovi collegamenti idonei sono quello tra SCLV (Spagna) e Necigef (Paesi Bassi), tra Necigef e SCLV, tra Euroclear (Belgio) e Crest (Regno Unito), tra Crest ed Euroclear, tra Monte Titoli (Italia) e Clearstream (Lussemburgo).

Alcuni SRT sono coinvolti nei processi di consolidamento su base internazionale. Ciò non dimeno, a parte il trasferimento nel dicembre 2000 a Euroclear della funzione di regolamento dei titoli irlandesi precedentemente

attribuita alla Central Bank of Ireland, questi accordi non hanno ancora prodotto una riduzione del numero di sistemi in Europa.

5.3 Collaborazione con il Committee of European Securities Regulators

Nell'ottobre 2001, il Consiglio direttivo e il *Committee of European Securities Regulators* hanno concordato di lavorare insieme sulle questioni di comune interesse nel campo dei sistemi di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli. Questa collaborazione mira a stabilire standard e/o raccomandazioni a livello europeo. Un approccio unitario contribuirà alla creazione di regole comuni per l'attività dei soggetti che erogano servizi di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli e aiuterà a superare la significativa eterogeneità esistente nel quadro normativo di riferimento dei paesi europei.

Il rapporto *Raccomandazioni per i sistemi di regolamento delle transazioni in titoli*, predisposto dal gruppo costituito congiuntamente dal Comitato sui sistemi di pagamento e di regolamento delle banche centrali dei paesi del G10 e dell'Organizzazione internazionale delle commissioni di controllo sui titoli (*International Organization of Securities Commissions* – IOSCO), pubblicato nel novembre 2001, riguarda gli SRT dei paesi industrializzati e in via di sviluppo. Esso è stato considerato un valido punto di partenza per valutare la necessità di adottare raccomandazioni più severe a livello europeo.

Il rapporto *Raccomandazioni per i sistemi di regolamento delle transazioni in titoli*, predisposto dal gruppo costituito congiuntamente dal Comitato sui sistemi di pagamento e di regolamento delle banche centrali dei paesi del G10 e dell'Organizzazione internazionale delle commissioni di controllo sui titoli (*International Organization of Securities Commissions* – IOSCO), pubblicato nel novembre 2001, riguarda gli SRT dei paesi industrializzati e in via di sviluppo. Esso è stato considerato un valido punto di partenza per valutare la necessità di adottare raccomandazioni più severe a livello europeo.

6 La cooperazione con i paesi candidati all'adesione alla UE e le altre attività

6.1 La cooperazione con i paesi candidati all'adesione

L'Eurosistema ha continuato a rafforzare la sua collaborazione con i paesi candidati all'adesione per quanto attiene al settore dei sistemi di pagamento e di regolamento. Sono stati instaurati e mantenuti durante l'anno ulteriori rapporti di collaborazione bilaterali, incluse conferenze, presentazioni e forme di assistenza con le banche centrali dei paesi candidati all'adesione. La BCE ha ospitato un incontro multilaterale, che ha coinvolto tutte le banche centrali della UE e dei paesi candidati all'adesione. A seguito di questo incontro, la BCE, in cooperazione con le banche centrali della UE e dei paesi candidati all'adesione, ha lavorato alla predisposizione di una documentazione completa mirante a fornire una guida al processo di adesione nel settore dei sistemi di pagamento e di regolamento delle transazioni in titoli.

La BCE si è occupata dell'organizzazione della conferenza dell'Associazione dei sistemi di deposito accentrato di titoli dell'Europa centrale e orientale, riguardante i sistemi di rego-

lamento delle transazioni in titoli dei paesi dell'Europa centrale e orientale, che ha avuto luogo a Budapest nel marzo 2001. Alla conferenza hanno partecipato rappresentanti delle banche centrali, autorità responsabili per la regolamentazione in materia di titoli e sistemi di deposito accentrato dei titoli.

Dal 3 al 5 settembre 2001, la BCE ha tenuto un seminario sui sistemi di pagamento destinato agli operatori delle banche centrali dei paesi candidati all'adesione, di altri paesi dell'Est europeo, del Mediterraneo, dell'Asia centrale e del Medio Oriente. Il seminario ha fornito ai partecipanti una visione d'insieme dei sistemi di pagamento e di regolamento delle transazioni in titoli della UE, oltre a informazioni sulle attività dell'Eurosistema in queste aree.

La BCE ha anche collaborato strettamente con la Commissione europea partecipando alle visite di lavoro presso la Commissione delle delegazioni dei paesi candidati all'adesione. Nel corso di tali visite, si affrontano questioni pratiche riguardanti il recepimento delle Direttive e delle Raccomandazioni della

Commissione europea sui sistemi di pagamento e di regolamento nella legislazione nazionale dei paesi candidati all'adesione.

Infine, sono stati avviati i lavori per un aggiornamento del rapporto del 1999 intitolato *Payment systems in countries that have applied for membership of the European Union* (il cosiddetto "Libro blu dei paesi candidati all'adesione"). La pubblicazione della nuova edizione è prevista nella seconda metà del 2002. Essa fornirà una guida descrittiva aggiornata dei sistemi di pagamento e regolamento delle transazioni in titoli che operano nei paesi candidati all'adesione, incluse informazioni statistiche aggiornate.

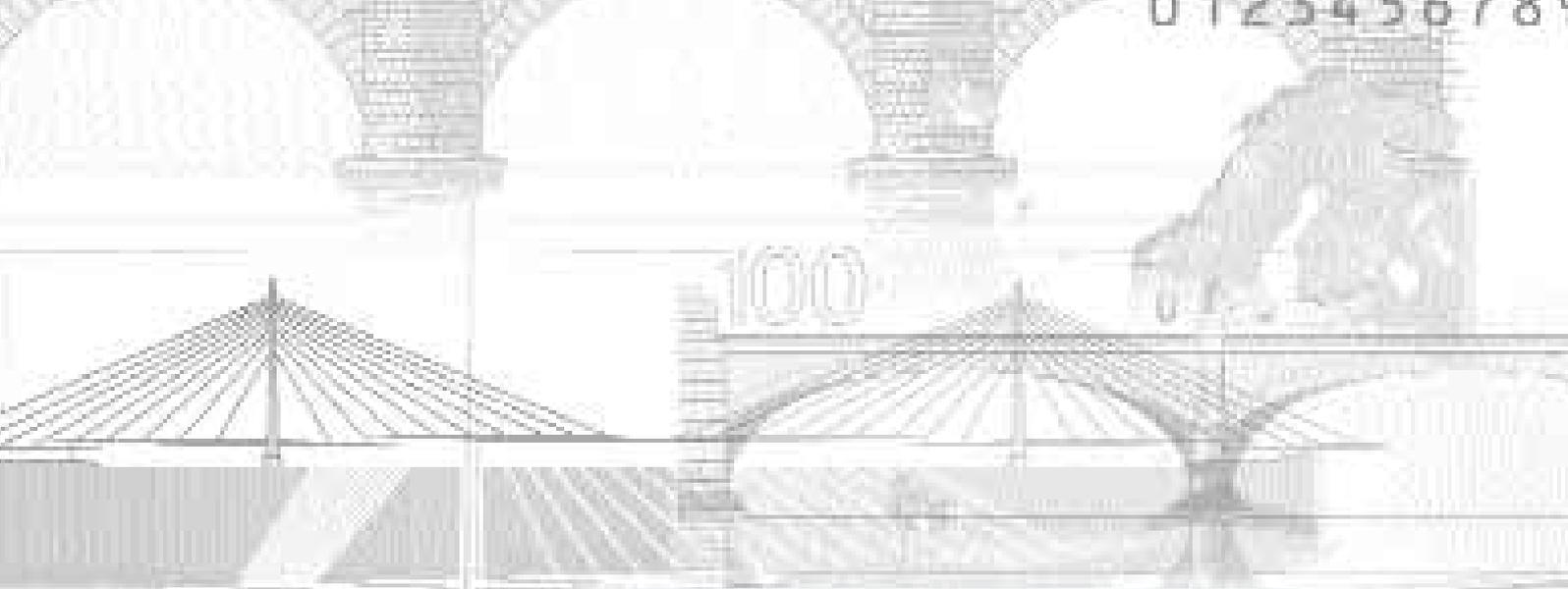
Ulteriori informazioni sulle relazioni della BCE con i paesi candidati all'adesione sono fornite nel Capitolo V.

6.2 Le altre attività

Il 7 febbraio 2001, si è tenuta presso la BCE una conferenza dal titolo *Come creare un'infrastruttura di pagamenti domestici al dettaglio per*

l'area dell'euro il cui obiettivo era quello di promuovere una visione strategica dei sistemi di pagamento al dettaglio dell'area dell'euro. Tale conferenza ha favorito la consapevolezza degli operatori di mercato circa il ruolo che essi possono svolgere per la creazione di una nuova infrastruttura dei pagamenti al dettaglio nell'area dell'euro.

Nel giugno 2001, la BCE ha pubblicato la terza edizione del documento *Payment and securities settlement systems in the European Union*, noto anche come "Libro blu", con una descrizione aggiornata dei principali sistemi di pagamento e di regolamento delle transazioni in titoli in funzione negli Stati membri dell'Unione europea e con dati statistici aggiornati. Il nuovo capitolo sull'area dell'euro descrive aspetti e caratteristiche dei sistemi di pagamento e regolamento comuni o rilevanti per l'intera area; descrive, inoltre, il quadro legislativo e regolamentare comune della UE e concentra la sua attenzione sul ruolo della BCE e dell'Eurosistema.



Portogallo: (a destra) **un camion blindato lascia la stamperia portoghese con un carico di banconote in euro;**
(a sinistra) **guardie poste a sorveglianza della strada per un trasferimento di contante**

Capitolo VIII

La stabilità finanziaria e la vigilanza prudenziale

I Gli assetti istituzionali per la stabilità finanziaria e la vigilanza prudenziale

Di recente, alcuni Stati membri hanno modificato, o sottoposto a riesame, i propri assetti istituzionali per la vigilanza prudenziale, proponendo, in alcuni casi, un ridimensionamento del ruolo svolto dalle banche centrali e un contemporaneo ampliamento delle competenze di vigilanza affidate ad autorità distinte dalle banche centrali. Allo stato attuale, tuttavia, in dieci paesi su dodici le banche centrali nazionali (BCN) continuano a svolgere direttamente funzioni di vigilanza prudenziale, oppure hanno collegamenti istituzionali molto stretti con le autorità competenti, o ancora contribuiscono in modo attivo al suo esercizio. L'Eurosistema ritiene che il ruolo delle BCN nella vigilanza prudenziale vada confermato e rafforzato. Tale posizione, espressa in un documento reso pubblico,¹ si basa sulla valutazione dei principali cambiamenti che hanno interessato il quadro istituzionale e i mercati finanziari in seguito all'introduzione dell'euro.

Il quadro istituzionale introdotto dalla Terza fase dell'Unione economica e monetaria (UEM) indebolisce due dei principali argomenti a sostegno dell'attribuzione di funzioni di vigilanza ad autorità distinte dalle banche centrali. In primo luogo, nell'Eurosistema è minore il rischio di possibili conflitti di interesse fra gli obiettivi di vigilanza e quelli di politica monetaria. La separazione fra giurisdizione monetaria (l'area dell'euro) e giurisdizione della vigilanza prudenziale (istituzioni e mercati nazionali) esclude l'emergere di conflitti a livello nazionale, poiché le BCN non esercitano più un controllo indipendente sulla creazione di moneta. In secondo luogo, in un contesto in cui le decisioni di politica monetaria spettano al Consiglio direttivo della BCE, e quindi sono al di fuori del controllo esclusivo delle BCN, sono anche venute meno le ragioni che facevano temere che l'assegnazione delle due funzioni alla stessa autorità producesse una eccessiva concentrazione di potere. Per contro, si sono rafforzati gli argomenti a sostegno dell'affidamento delle funzioni di vigilanza alle banche centrali. Con l'Unione

economica e monetaria si sono modificati la natura e la portata del rischio sistemico ed è cresciuta la probabilità che le perturbazioni che si originano o vengono trasmesse attraverso i mercati finanziari all'ingrosso e dei capitali o le infrastrutture di mercato si propaghino oltre i confini nazionali. Un forte coinvolgimento delle BCN nella vigilanza prudenziale consentirà all'Eurosistema di contribuire con maggior efficacia al monitoraggio e al controllo del rischio sistemico dell'intera area dell'euro. Nell'assolvere ai propri compiti di vigilanza prudenziale, le BCN potranno, a loro volta, beneficiare della conoscenza, acquisita in virtù della loro partecipazione all'Eurosistema, degli andamenti dei mercati monetari e mobiliari e delle infrastrutture di mercato a livello dell'area dell'euro. Inoltre, la tendenza all'internazionalizzazione e alla conglomerazione delle attività finanziarie, con la nascita di istituzioni multinazionali complesse e di grandi dimensioni, pone importanti problemi di natura sistemica. Pertanto, un quadro istituzionale in cui le competenze della BCE in materia di politica monetaria per l'area dell'euro siano associate ad ampi poteri di vigilanza da parte delle BCN sui mercati nazionali e a una maggiore cooperazione a livello dell'area appare adeguato per far fronte ai mutamenti determinati dall'introduzione dell'euro. Tali argomentazioni sono state sviluppate nei Pareri espressi dalla BCE, conformemente all'Articolo 105 (4) del Trattato, sulle proposte di legge, presentate dall'Austria e dalla Germania, e relative alla struttura istituzionale della vigilanza finanziaria.²

Il dibattito sull'adeguatezza degli assetti istituzionali per la stabilità finanziaria è in corso anche a livello della UE. Il Comitato economico e finanziario ha valutato l'attuazione delle raccomandazioni del *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, pubblicato nell'aprile 2000, che auspicava una maggiore cooperazione al

¹ Cfr. Banca centrale europea, Il ruolo delle banche centrali nella vigilanza prudenziale, marzo 2001.

² Cfr. la sezione Publications – Legal documents del sito Internet della BCE.

fine di migliorare l'operatività degli assetti per la stabilità finanziaria. Il Comitato ha inoltre affrontato il problema della gestione delle crisi finanziarie, non specificamente trattato in quel rapporto. Il risultato di questo lavoro è contenuto in un secondo rapporto (*Rapporto sulla gestione delle crisi finanziarie* pubblicato nell'aprile 2001), in cui vengono riconosciuti gli importanti progressi compiuti dai comitati di vigilanza e dalle autorità nazionali della UE nell'attuazione delle raccomandazioni del primo rapporto e si esortano le parti interessate a migliorare ulteriormente il funzionamento degli attuali assetti istituzionali e a promuovere una maggiore cooperazione per una efficace gestione delle crisi. In particolare, il rapporto del Comitato economico e finanziario raccomanda: (i) ai principali gruppi e istituzioni finanziarie di disporre di una informativa precisa e tempestiva sulla propria posizione finanziaria, eseguendo prove di stress e adottando piani di emergenza in risposta a scenari di crisi specifici, e di comunicare periodicamente tali informazioni alle autorità di vigilanza e alle banche centrali competenti;

(ii) l'eliminazione di tutti gli ostacoli di natura giuridica che si frappongono a uno scambio tempestivo di informazioni fra le autorità di vigilanza, le BCN e le altre autorità interessate; (iii) l'individuazione di un'autorità con funzioni di coordinamento per la vigilanza sulle grandi istituzioni finanziarie, compresi i conglomerati; (iv) un ampliamento dei Memorandum di intesa al fine di affrontare i problemi connessi alla gestione delle crisi e alla definizione delle procedure per lo scambio di informazioni in caso di crisi; (v) che le autorità sulla concorrenza prevedano procedure tempestive ed efficaci per l'analisi delle implicazioni di natura concorrenziale derivanti dalle misure adottate in caso di crisi. L'Eurosistema condivide pienamente la valutazione espressa dal rapporto e auspica una pronta attuazione delle sue raccomandazioni. A questo fine, il Comitato per la vigilanza bancaria si è coordinato con il Gruppo di contatto per sviluppare una intesa fra le autorità di vigilanza e le banche centrali sulla cooperazione e lo scambio di informazioni nelle situazioni di crisi.

2 Struttura, risultati e rischi nel settore bancario

Nel corso del 2001 l'attività di monitoraggio sull'evoluzione del sistema bancario in ambito UE/area dell'euro, svolta dal Comitato per la vigilanza bancaria, si è intensificata, seguendo due linee principali. In primo luogo, è stata avviata un'analisi approfondita degli sviluppi strutturali in atto nell'industria bancaria. Tale analisi – che sarà condotta con periodicità annuale – è volta a evidenziare quegli sviluppi di natura strutturale che richiedono attenzione da parte delle banche centrali e delle autorità di vigilanza e l'adozione di eventuali misure. In questo contesto, il Comitato per la vigilanza bancaria ha anche proseguito l'esame di diversi temi specifici, quali i rapporti banca-clientela nel settore dei servizi finanziari alle grandi imprese e l'andamento e la gestione della liquidità da parte delle banche. In secondo luogo, l'analisi macroprudenziale sulla stabilità dei sistemi bancari è stata ampliata, in termini di metodologie applicate e temi trattati. Sono stati avviati i lavori sulle

metodologie per la valutazione dell'esposizione delle banche al rischio di credito nei confronti di diversi settori industriali e per la conduzione di analisi basate su prove di stress. Fra i temi trattati va ricordata la determinazione del livello degli accantonamenti per perdite su crediti, effettuati dalle banche nel corso del ciclo economico. Nella sezione seguente sono illustrati gli sviluppi strutturali più significativi e i fattori che maggiormente incidono sulla stabilità del comparto bancario.

Le tendenze strutturali

Il settore bancario continua a essere caratterizzato da alcune tendenze di lungo periodo.

Il consolidamento del settore bancario è proseguito nel corso del 2001 nella maggior parte dei paesi della UE. Di recente, tale processo ha interessato in misura crescente

le banche maggiori, che hanno rafforzato la propria posizione sui mercati nazionali o hanno cercato di raggiungere una "massa" sufficiente a integrare le attività all'ingrosso e quelle sul mercato dei capitali e a competere in tutta l'area dell'euro nello svolgimento di diverse attività (per esempio, il risparmio gestito, la sottoscrizione e la negoziazione di valori mobiliari). Tale tendenza è confermata dai dati presentati nella tavola 16, che indicano un aumento sostanziale del valore aggregato delle concentrazioni bancarie e delle dimensioni medie delle operazioni negli ultimi anni. Anche la ristrutturazione delle banche di piccole e medie dimensioni è proseguita a ritmo inalterato in molti paesi.

Ciò ha portato a un ulteriore aumento della concentrazione del settore bancario nazionale nella maggior parte dei paesi. Nei paesi della UE, la quota media delle attività bancarie nazionali controllate dalle cinque maggiori banche (CR5) è passata dal 50 al 60 per cento circa nel periodo compreso tra il 1990 e il 2001. Il crescente coinvolgimento delle maggiori banche nel processo di consolidamento ha accelerato i mutamenti strutturali, inducendo un aumento significativo della concentrazione a partire dal 1997. Permangono, tuttavia, considerevoli differenze a livello dei singoli paesi. In particolare, i paesi scandinavi hanno quote CR5 del 70-90 per cento, contro il 20 per cento della Germania, che è il paese con il sistema bancario meno concentrato. Il consolidamento è aumentato anche nel campo dell'*investment banking*. Le principali banche della UE hanno investito ingenti capitali in questo settore negli ultimi anni per rispondere all'aumento nella domanda di servizi di investimento, indotta dall'espansione dei mercati dei capitali europei. La crescente importanza dei servizi di investimento si riflette sulla struttura del reddito delle banche della UE. Nel 2000, il reddito da servizi, di cui l'*investment banking* è una delle principali fonti, ha rappresentato il 52 per cento del risultato di gestione (a fronte di un valore inferiore al 30 per cento nel 1996). In questo campo, il consolidamento è stato motivato dal desiderio di dotarsi di una presenza globale e offrire un'ampia gamma di servizi. Il settore

dei servizi di investimento registra una crescente polarizzazione, dato che le banche di investimento di media dimensione sono obbligate a scegliere fra diventare operatori di nicchia, collegarsi ad altre imprese o uscire dal mercato. Tale tendenza è stata rafforzata dalle sfavorevoli condizioni risultanti dalle sensibili flessioni dei mercati azionari a partire dalla seconda metà del 2000. Il significativo rallentamento delle attività del mercato primario dei capitali, e soprattutto dell'emissione di titoli azionari, ha prodotto un netto calo dei ricavi derivanti dall'*investment banking* nel corso del 2001.

Il processo di internazionalizzazione si manifesta sia all'interno sia all'esterno della UE. Tale processo sembra collegato all'intensificarsi della concorrenza nazionale e alle favorevoli prospettive di crescita offerte dai mercati esteri. Molte banche hanno deciso di espandersi verso i paesi vicini o verso paesi affini per lingua o cultura, sviluppando così attività bancarie "regionali". L'area di espansione delle banche greche, per esempio, è rappresentata dai Balcani, quella delle banche scandinave dalla regione del Nord-Europa e del Mar Baltico e quella delle banche spagnole dall'America latina. Le banche di Austria, Belgio, Francia, Paesi Bassi e Italia si sono invece rivolte all'Europa centrale e orientale. Le importanti operazioni transfrontaliere che si sono verificate all'interno della UE hanno incrementato la componente estera dei sistemi bancari di diversi paesi. I dati aggregati indicano anche un aumento della rilevanza delle fusioni e acquisizioni transfrontaliere (cfr. tavola 16).

La presenza di conglomerati finanziari in diversi paesi è evidenziata dalla quota significativa di operazioni di concentrazione tra settori diversi in percentuale del numero di operazioni che hanno interessato le banche della UE (cfr. tavola 16). Tradizionalmente la formazione di conglomerati avviene mediante la costituzione di gruppi bancario-assicurativi. Tale tendenza è stata incoraggiata dalla riforma dei sistemi pensionistici nazionali, che ha accresciuto il potenziale di investimento dei fondi pensione e le possibili sinergie collegate alla distribuzione di prodotti finanziari

diversi. In alternativa ai legami di proprietà, le banche hanno stipulato anche semplici accordi di distribuzione, mediante i quali mettono a disposizione la propria rete di sportelli, assicurandosi così la possibilità di recuperare una parte dei costi associati al mantenimento di un'articolata presenza sul territorio. Per meglio sfruttare le possibilità offerte dalla crescita del mercato dei capitali, le banche hanno di recente avviato un numero crescente di operazioni di fusione con società di intermediazione mobiliare.

La crescente integrazione tra attività bancarie, assicurative e prodotti del risparmio gestito ha determinato la creazione di prodotti finanziari "ibridi", quali ad esempio polizze assicurative con un rendimento collegato a quello dei fondi comuni di investimento. Le banche hanno ampliato la gamma di servizi offerti alle imprese e, oltre al credito, offrono servizi di consulenza finanziaria e aziendale e servizi di *underwriting*. Anche se i rapporti tra banca e cliente, basati su un modello di tipo "relazionale", hanno ancora una grande importanza in tutti i paesi, ciò non ostacola un aumento della concorrenza internazionale; molte imprese, ad esempio, hanno cominciato a mettere in concorrenza diverse banche internazionali o a utilizzare banche diverse a seconda delle operazioni.

Infine, si osserva un crescente ricorso a canali di distribuzione alternativi che consentono alle banche di ridurre i costi e di raggiungere nuovi clienti. Anche se gli sportelli continuano a essere il principale canale utilizzato, è aumentato il ricorso a soggetti terzi o l'utilizzo di sistemi di *franchising*. Grazie a Internet, le banche hanno la possibilità di modificare in modo radicale le modalità di interazione con i clienti. Nella maggior parte dei paesi della UE, tuttavia, le banche preferiscono adottare strategie basate su una molteplicità di canali, combinando la tradizionale rete degli sportelli a Internet. Ad oggi, la diffusione dell'*Internet banking* ha riguardato soprattutto la negoziazione titoli e altri servizi standardizzati inerenti ai depositi. Nella UE, l'*Internet banking* è un servizio offerto principalmente da banche già presenti sul mercato; le banche interamente "virtuali" sono poche e la loro quota di mercato è molto contenuta.

Risultati e rischi

Nel 2001 si è assistito a un deterioramento del contesto in cui operano le banche in seguito all'indebolimento del quadro macroeconomico globale e nella UE, alla flessione dei mercati azionari e alla crescente volatilità

Tavola 16

Fusioni e acquisizioni riguardanti banche della UE

	1990-1997	1998-2001	1990-2001
Valore totale (milioni di euro)	201.739	333.664	535.404
<i>(percentuale sul totale)</i>	38	62	100
<i>di cui (valori percentuali)</i>			
<i>Nazionali/tra banche</i>	61	66	64
<i>Nazionali/tra banche e istituzioni finanziarie non bancarie</i>	17	14	15
<i>Transfrontaliere/tra banche</i>	8	13	12
<i>Transfrontaliere/tra banche e istituzioni finanziarie non bancarie</i>	14	7	9
Valore medio (milioni di euro)	412.6	1.174.9	729.8
<i>Nazionali/tra banche</i>	475.8	1.345.9	861.6
<i>Nazionali/tra banche e istituzioni finanziarie non bancarie</i>	310.5	1.131.1	549.1
<i>Transfrontaliere/tra banche</i>	246.9	1.064.2	606.5
<i>Transfrontaliere/tra banche e istituzioni finanziarie non bancarie</i>	58.1	605.0	570.4

Fonte: Thomson Financial Securities Services.

Note: La distinzione tra operazioni nazionali e transfrontaliere è determinata sulla base della giurisdizione dell'impresa acquisita o incorporata. I dati si riferiscono a tutte le operazioni riguardanti le imprese di grandi e medie dimensioni (definizione Thomson).

dei mercati finanziari. È stata rafforzata l'analisi macroprudenziale dei rischi cui è esposto il settore bancario, in particolare dopo gli attentati terroristici dell'11 settembre negli Stati Uniti.

I rischi per il settore bancario erano aumentati già prima degli eventi statunitensi, per effetto del più elevato livello di indebitamento dei prenditori di fondi e della maggiore fragilità di alcuni Stati e settori, verso i quali le banche sono molto esposte.

Per quanto concerne l'esposizione delle banche al rischio settoriale, il settore delle telecomunicazioni e delle tecnologie innovative ha fatto registrare un rapido aumento dell'indebitamento, soprattutto per l'acquisizione delle licenze e di altri investimenti collegati alle reti di telefonia mobile di terza generazione. Nei dodici mesi successivi al massimo raggiunto nella primavera del 2000, questi settori hanno perso nella UE oltre il 50 per cento del loro valore di borsa. La fiducia del mercato nei confronti del settore delle telecomunicazioni è migliorata verso la fine del 2001, anche per effetto della crescente disponibilità da parte dei governi a ridurre i costi elevati per la costruzione delle infrastrutture di terza generazione; permangono comunque significative fragilità. Alcuni rischi settoriali sono stati acuiti ulteriormente dagli attacchi terroristici negli Stati Uniti; tale sviluppo ha riguardato in particolare i settori colpiti direttamente dagli attentati (compagnie aeree, turismo e assicurazioni), anche se le esposizioni delle banche verso tali settori si sono in genere rivelate non eccessive e gestibili.

Per quanto concerne l'esposizione delle banche al rischio paese, la situazione economica di alcune economie emergenti, grave già prima degli eventi statunitensi, si è ulteriormente deteriorata. In Asia, l'attività economica ha fortemente risentito del netto calo delle

esportazioni, in particolare nel settore della tecnologia dell'informazione. In America latina la situazione è peggiorata in misura significativa in seguito all'indebolimento dell'economia statunitense e alla crisi finanziaria argentina. Contrariamente a quanto era successo in precedenza in occasioni analoghe, gli investitori internazionali hanno distinto il rischio specifico associato all'Argentina da quelli collegati ad altri paesi del continente latino-americano; si è pertanto registrata una significativa riduzione, nell'ultimo trimestre del 2001, degli effetti del contagio finanziario in Brasile, a fronte di un continuo peggioramento delle condizioni in Argentina. Una valutazione analoga può essere espressa per la Turchia, dove l'instabilità finanziaria, pur attestandosi su livelli preoccupanti, non si è propagata ad altri paesi. Si è registrato un deterioramento delle prospettive di crescita economica in diversi paesi dell'Europa centrale e orientale, a eccezione della Russia. Sono cresciute nel corso del 2001 le esposizioni delle banche della UE nei confronti delle economie di mercato emergenti, pur mantenendosi nella maggior parte dei casi abbastanza contenute in relazione ai mezzi propri.

Per quanto riguarda infine la redditività del settore bancario della UE, nel 2001 è diminuito il reddito netto delle banche in seguito al calo dei proventi derivanti dalle attività di *investment banking* (uno dei fattori principali alla base del livello record di utili nel 2000) e al peggioramento delle condizioni macroeconomiche. In questo contesto, la redditività delle banche sembra aver risentito della rigidità dei costi. Nel complesso, le prospettive per la redditività sono peggiorate nel 2001. Tuttavia, i risultati positivi conseguiti da molte banche negli anni precedenti e le dotazioni patrimoniali sembrano assicurare sulla loro capacità di sostenere un eventuale peggioramento delle condizioni esterne.

3 La regolamentazione del settore bancario e finanziario

La revisione della disciplina sull'adeguatezza patrimoniale delle banche è stata il tema principale nel campo della *regolamentazione bancaria* a livello internazionale. Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria ha deciso di modificare i tempi previsti per l'approvazione e l'entrata in vigore del nuovo Accordo sul capitale, anche per poter esaminare i numerosi e approfonditi commenti ricevuti durante e dopo il secondo *round* di consultazioni, avviato a gennaio 2001. Nel corso del 2001 il Comitato di Basilea ha ulteriormente perfezionato i principali elementi dei tre pilastri dello schema proposto, ovvero i requisiti patrimoniali minimi, il processo di controllo prudenziale e la disciplina di mercato, al fine di consentire l'elaborazione di una serie completa di regole. Inoltre, è stata messa a punto la calibrazione dei requisiti patrimoniali assoluti, sulla base dei risultati di alcuni studi di impatto mirati. Particolare attenzione è stata infine dedicata agli aspetti macroprudenziali connessi con i possibili effetti prociclici dell'Accordo.

A livello della UE, sono iniziati i lavori, in parallelo con quelli del Comitato di Basilea, per la riforma della regolamentazione sull'adeguatezza patrimoniale delle banche e delle società di investimento. A marzo 2001, la Commissione europea ha diffuso un secondo documento di consultazione, incentrato su problemi di particolare importanza per la UE, quali il trattamento delle banche di piccole e medie dimensioni e delle imprese di investimento, e ha proposto diverse soluzioni specifiche. Per rispondere in modo efficace all'evoluzione dei mercati e dei servizi finanziari è necessaria una maggiore flessibilità del processo decisionale; si prevede pertanto l'introduzione di una nuova procedura di modifica della direttiva in via di definizione, basata su una distinzione fra gli elementi fondamentali – soggetti alla normale procedura di codificazione – e le disposizioni tecniche, soggette alla procedura di “comitologia”.

In giugno 2001, la BCE – che partecipa in qualità di osservatore ai lavori del Comitato di Basilea e del Comitato consultivo bancario (il comitato della UE che assiste la Commissione europea nella preparazione della legislazione bancaria) – ha presentato un Parere sui documenti di consultazione pubblicati dal Comitato di Basilea³ e dalla Commissione europea. La BCE condivide l'impostazione generale della proposta di riforma della regolamentazione, in quanto ritiene che essa contribuisca a rafforzare la stabilità finanziaria. I principali commenti della BCE hanno riguardato: (i) i possibili effetti prociclici del nuovo Accordo; (ii) la necessità di un sistema di incentivi adeguati a indurre le banche a selezionare il metodo più appropriato (fra il metodo standard, quello dei *rating* interni di base e quello avanzato); (iii) una efficace interazione fra i tre pilastri e la necessità di una convergenza delle prassi di vigilanza nell'attuazione del nuovo schema regolamentare; (iv) il conseguimento di un giusto equilibrio fra precisione e complessità. Per quanto riguarda gli aspetti che interessano specificamente la UE, la BCE auspica che le banche di piccole e medie dimensioni e le imprese di investimento ricevano un trattamento equo e prudente, in modo che i requisiti patrimoniali riflettano il loro specifico profilo di rischio. La BCE è favorevole alla proposta di aumentare la flessibilità del processo legislativo.

L'eventuale adozione del principio contabile del *fair value* è stata al centro del dibattito internazionale dopo la pubblicazione nel dicembre 2000 di un documento di consultazione, intitolato *Draft standard and basis for conclusions – financial instruments and similar items*, da parte del *Financial Instruments Joint Working Group of Standard Setters*. In questo documento si propone di adottare il principio del *fair value* per la valutazione di tutti gli strumenti finanziari. Nel suo contributo al processo di consultazione, la BCE ha espresso alcune riserve sull'applicazione al settore

³ Cfr. Banca centrale europea, *The New Basel Capital Accord. Comments of the European Central Bank, giugno 2001*.

bancario, e in particolare al *banking book*, di un regime basato interamente sul *fair value*.⁴

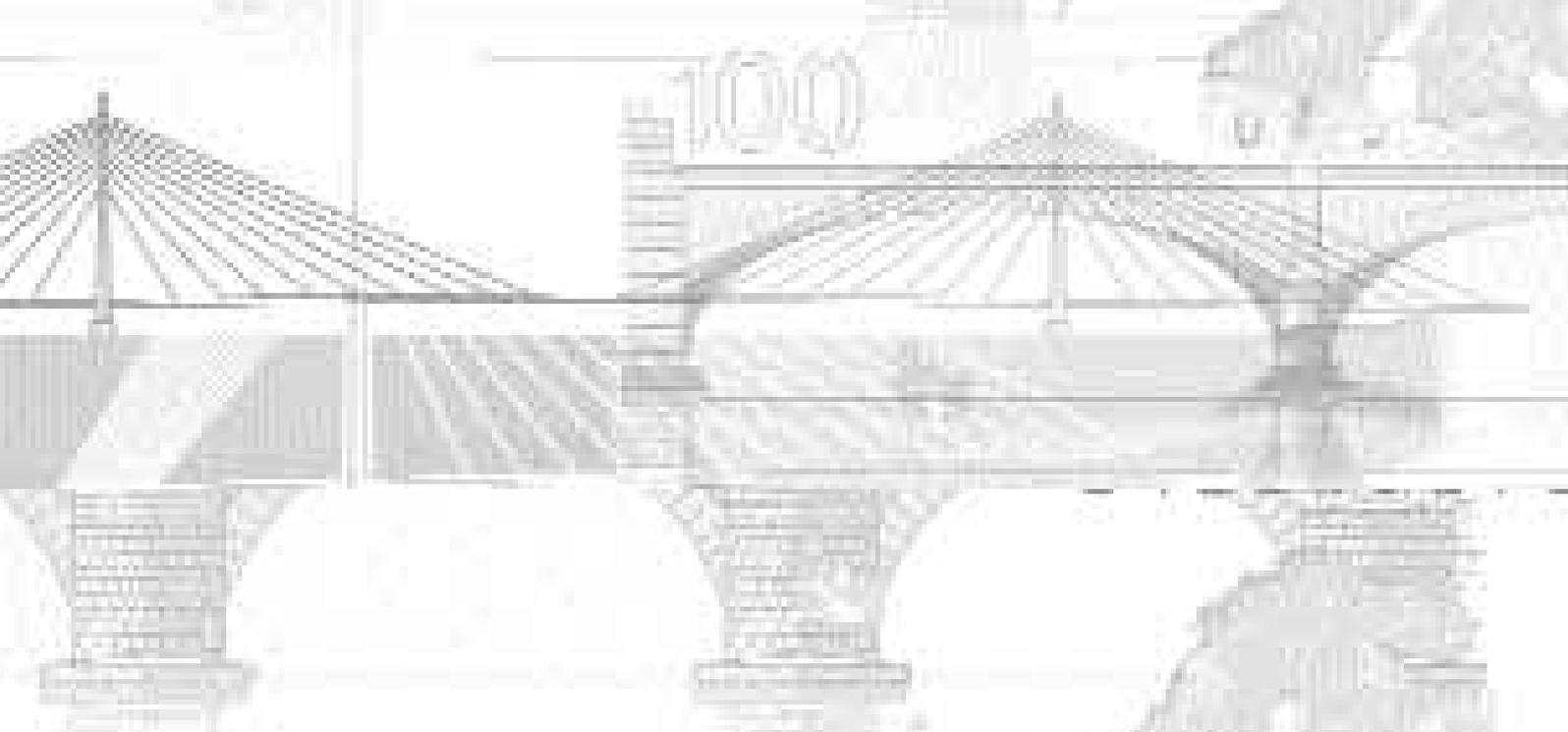
Nel campo della regolamentazione finanziaria, è proseguita nel 2001 l'attuazione del Piano di azione sui servizi finanziari, con l'obiettivo di promuovere una ulteriore integrazione dei mercati finanziari della UE, tutelando nel contempo in modo adeguato gli investitori e la stabilità del settore finanziario. In questo contesto, nel 2001 la Commissione ha formulato una proposta di direttiva sui conglomerati finanziari, al fine di stabilire requisiti prudenziali a livello di conglomerati e di conseguire un elevato grado di coordinamento fra le autorità di vigilanza competenti. Nel suo Parere,⁵ la BCE ha proposto alcune modifiche in relazione all'ambito di applicazione della direttiva, alla trasparenza e alla chiarezza degli assetti di vigilanza e all'adeguata distribuzione dei compiti e delle competenze fra le diverse autorità, soprattutto per quanto concerne il "coordinamento" della vigilanza supplementare.

Il dibattito internazionale sulla regolamentazione ha accordato la massima priorità agli eventi dell'11 settembre e al loro impatto sulla stabilità finanziaria, così come ai timori

circa il possibile utilizzo del sistema finanziario per il finanziamento del terrorismo. Il Consiglio direttivo della BCE ha pienamente condiviso le misure adottate nei giorni successivi a quegli eventi per contrastare l'uso del sistema finanziario per il finanziamento del terrorismo. A livello globale, il ruolo del Gruppo di azione finanziaria internazionale per il contrasto al riciclaggio (Gafi) – al quale la BCE partecipa in qualità di osservatore – è stato rafforzato, inserendo nel mandato anche la lotta al finanziamento del terrorismo. A livello della UE, le modifiche alla Direttiva antiriciclaggio, sulle quali si è raggiunto un accordo in dicembre, ne implicheranno un sostanziale rafforzamento. La proposta di direttiva sull'*insider dealing* e la manipolazione del mercato, presentata nel 2001, dovrebbe contribuire a scoraggiare gli illeciti sui mercati finanziari. Nel suo Parere su tale argomento, la BCE ha evidenziato la necessità di un maggiore coordinamento tra le autorità di vigilanza e di una convergenza delle prassi di vigilanza.

4 Cfr. Banca centrale europea, Fair value accounting in the banking sector, Novembre 2001.

5 Cfr. la sezione Publications – Legal documents del sito Internet della BCE.



Finlandia: **addestramento dei cassieri presso la Suomen Pankki – Finlands Bank a Helsinki**

Capitolo IX

Il quadro di riferimento per le statistiche

I Introduzione

Nel corso del 2001 l'attività statistica della BCE si è concentrata, come nel 2000, sull'obiettivo di assicurare che i dati necessari all'espletamento delle funzioni dell'Euro-sistema continuassero a essere raccolti, elaborati e resi disponibili agli utenti in modo tempestivo, nel rispetto di elevati standard qualitativi e con un'adeguata documentazione di supporto.

Tale attività è stata condotta per lo più in stretta collaborazione con le BCN, che raccolgono le informazioni dai soggetti segnalanti, predispongono gli aggregati a livello nazionale e li trasmettono alla BCE, affinché costruisca gli aggregati per l'area dell'euro. Le BCN (e altre autorità nazionali) e la BCE sono state fortemente impegnate nel lavoro concettuale e di sviluppo in campo statistico, nonché nella predisposizione degli strumenti giuridici della BCE ai sensi del Regolamento del Consiglio (CE) n. 2533/98 relativo alla raccolta di informazioni statistiche da parte della BCE. Lo Statuto del SEBC prevede inoltre che la BCE collabori con le istituzioni comunitarie e con le organizzazioni internazionali. L'am-

bito dell'attività statistica del SEBC è illustrato nel documento *Informazioni statistiche raccolte e compilate dal SEBC*, pubblicato nel maggio 2000. Tale documento concerne le statistiche monetarie, bancarie e collegate, le statistiche sulla bilancia dei pagamenti, la posizione patrimoniale verso l'estero, i conti finanziari e le statistiche sulla finanza pubblica. I requisiti informativi in materia di prezzi, costi, conti nazionali, mercato del lavoro, entrate e spese pubbliche, indicatori congiunturali del prodotto e della domanda, indagini presso le imprese e i consumatori – di cui sono responsabili principalmente gli istituti nazionali di statistica – competono, a livello europeo, alla Commissione europea; la BCE ne segue con vivo interesse lo sviluppo, in qualità di utente regolare.

Fatto salvo il soddisfacimento delle proprie necessità statistiche, la BCE mira a produrre dati affidabili, completi e di qualità elevata, riducendo al minimo gli oneri di segnalazione che gravano sulle istituzioni. A tal fine, la BCE si avvale, ove possibile, di dati esistenti.

2 Le statistiche monetarie e bancarie e quelle sui mercati finanziari

La segnalazione dei dati di bilancio da parte delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) avviene con frequenza mensile e trimestrale. La *Lista delle IFM* viene aggiornata mensilmente ed è pubblicata sul sito Internet della BCE, con l'obiettivo di assicurare un'applicazione coerente della definizione di IFM in tutti i paesi dell'area dell'euro e dell'Unione europea.

In novembre il Consiglio direttivo della BCE ha approvato un nuovo Regolamento relativo al bilancio consolidato del settore delle IFM (BCE/2001/13), che abroga e sostituisce il Regolamento BCE/1998/16, come modificato nell'agosto 2000, introducendo importanti perfezionamenti nelle statistiche di bilancio delle IFM. I nuovi requisiti prevedono la scomposizione mensile per settore dei depositi inclusi in M3 e dei prestiti, l'indicazione degli

aggiustamenti per le rivalutazioni ai fini del calcolo dei flussi dei prestiti e dei titoli detenuti dalle IFM, nonché la scomposizione trimestrale per sottosettore delle azioni detenute dalle IFM. I nuovi requisiti statistici sono stati sottoposti a un'analisi formale, che ha coinvolto i soggetti segnalanti, volta a definire un equilibrio fra i vantaggi derivanti dai nuovi dati per la politica monetaria e altre finalità di analisi e i costi associati all'introduzione di tali requisiti. La segnalazione dei dati conformemente al nuovo regolamento avverrà per la prima volta all'inizio del 2003.

Durante il 2001 sono state apportate delle correzioni all'aggregato M3, usando i nuovi dati disponibili sugli strumenti negoziabili detenuti da non residenti dell'area dell'euro. Le quote e partecipazioni in fondi comuni

monetari detenute dagli investitori non residenti nell'area dell'euro sono state escluse da M3 a partire dal maggio 2001. Con la diffusione delle statistiche monetarie relative a ottobre 2001, l'aggregato M3 è stato corretto anche per i titoli di debito a breve scadenza (titoli di mercato monetario e obbligazioni emesse dalle IFM dell'area dell'euro con scadenza fino a due anni) detenuti da non residenti. Pertanto, dall'ottobre 2001, M3 è stato depurato della componente relativa a tutti gli strumenti monetari negoziabili detenuti da non residenti. Le serie storiche sono disponibili dall'avvio dell'unione monetaria nel gennaio 1999. Tali correzioni riconducono più strettamente la misurazione di M3 alla sua definizione concettuale, che prevede la considerazione delle sole attività monetarie detenute dai residenti.

Importanti cambiamenti hanno interessato anche la pubblicazione di M3. Dal luglio 2001 le date di diffusione delle statistiche monetarie della BCE sono annunciate ogni mese per i quattro mesi successivi. Inoltre, sempre a partire da tale data i tassi di crescita sui dodici mesi per banconote e monete in circolazione, depositi a vista, M1, altri depositi a breve termine ($M2 - M1$), M2, strumenti negoziabili ($M3 - M2$) e M3 sono calcolati sulla base di dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario a fine mese. Grazie a questa procedura i tassi annuali di crescita riflettono gli andamenti sottostanti più accuratamente rispetto a quelli basati sui dati non aggiustati. All'inizio della pubblicazione delle statistiche monetarie non erano disponibili dati destagionalizzati sufficientemente stabili e affidabili. Infine, le statistiche sulla moneta elettronica per l'area dell'euro, sulla scomposizione per paese del bilancio aggregato del sottosectore "altre IFM" e sul calcolo dei flussi di M3 sono ora regolarmente pubblicate sul sito Internet della BCE.

Dal 1999, il Bollettino mensile della BCE pubblica regolarmente una serie di dieci tassi di interesse bancari praticati al pubblico nell'area dell'euro, basati sulle fonti nazionali esistenti, secondo un approccio di breve periodo. Anche se tali statistiche hanno rappresentato un utile riferimento per la politica monetaria fin dall'inizio dell'unione monetaria, i dati sottostanti non sono armonizzati e i risultati vanno usati con cautela. Durante il 2001 sono proseguiti i lavori per lo sviluppo di nuove statistiche sui tassi di interesse e nel dicembre 2001 è stato adottato il Regolamento BCE/2001/18. Tale Regolamento prevede l'introduzione di una nuova serie completa di statistiche sui tassi di interesse sui prestiti e i depositi delle IFM, armonizzate, complete, dettagliate e in grado di mantenere la propria validità a fronte dell'innovazione finanziaria. Le statistiche coprono solamente i tassi di interesse sui depositi e sui prestiti in euro stipulati con le famiglie e le imprese non finanziarie che risiedono nell'area dell'euro. Esse risponderanno alla perdurante e fondamentale esigenza di migliori statistiche sui tassi di interesse, anche a supporto dell'analisi degli andamenti monetari e del meccanismo di trasmissione. Il Regolamento prevede che pervengano alla BCE, entro il diciannovesimo giorno lavorativo dalla fine del mese di riferimento, 45 indicatori riguardanti i tassi di interesse mensili sia sulle nuove accensioni sia sulle consistenze in essere di depositi e prestiti. Anche in questo settore le decisioni si sono basate su una analisi dei meriti e dei costi delle nuove statistiche. I primi dati saranno disponibili agli inizi del 2003.

Le statistiche sulle emissioni di titoli sono state ampliate in modo significativo in febbraio con la pubblicazione sul sito Internet della BCE di dati mensili a partire dal gennaio 1990 per i flussi (emissioni lorde, rimborsi ed emissioni nette) e dal dicembre 1989 per le consistenze.

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

La compilazione e pubblicazione di dati mensili e trimestrali sulla bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro, di dati annuali sulla posizione patrimoniale netta verso l'estero e di dati mensili sulle riserve ufficiali dell'Eurosystema sono continuate in modo regolare nel 2001. Sono stati intrapresi i lavori per migliorare la raccolta dei dati sugli investimenti di portafoglio; ulteriori sviluppi sono attesi per il 2002 sia per questa voce, importante e complessa, sia per gli investimenti diretti (oggetto di molte attività congiunte nel 2001) e per la registrazione dei redditi da capitale. Sono stati inoltre avviati i lavori per definire uno standard per la disaggregazione geografica delle statistiche sulla bilancia dei pagamenti e sulla posizione patrimoniale verso l'estero. Sono state intraprese ulteriori iniziative per affinare la disaggregazione della bilancia dei pagamenti per settore detentore, in particolare distinguendo fra le IFM e gli altri settori, in modo da migliorare la coerenza con gli aggregati monetari. In collaborazione con la Commissione europea (Eurostat) e gli organismi preposti alla compilazione delle bilance dei pagamenti nazionali, la BCE ha lavorato sui criteri per

valutare la qualità delle bilance dei pagamenti e delle statistiche collegate. La BCE ha inoltre partecipato al dibattito all'interno dell'Unione europea circa l'evoluzione futura dei sistemi statistici relativi alla bilancia dei pagamenti, in parte come conseguenza della nuova situazione determinatasi con l'Unione economica e monetaria.

I dati destagionalizzati del conto corrente della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro sono stati pubblicati per la prima volta nel luglio 2001.

Una versione rivista della pubblicazione annuale *European Union balance of payments/international investment position statistical methods* è stata diffusa nel novembre 2001. Tale pubblicazione contiene la documentazione sulle metodologie statistiche utilizzate dagli Stati membri per la compilazione dei dati sulla bilancia dei pagamenti e la posizione patrimoniale verso l'estero, contribuendo così a migliorare la trasparenza della compilazione delle statistiche dell'area.

4 I conti finanziari e le statistiche sulla finanza pubblica

I dati sui conti finanziari trimestrali per i settori non finanziari nell'area dell'euro sono stati pubblicati per la prima volta nel maggio 2001. I nuovi dati coprono le attività e le passività finanziarie delle famiglie, delle società non finanziarie e delle Amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro e mostrano sia le transazioni sia le consistenze con il dettaglio degli strumenti. I dati si basano sulle statistiche monetarie e bancarie, su quelle relative alle emissioni di valori mobiliari nell'area dell'euro, sulle statistiche di finanza pubblica, sui conti finanziari trimestrali e sulle statistiche bancarie internazionali della BRI e coprono il periodo a partire dal quarto trimestre del 1997.

La BCE continua a pubblicare i dati annuali sulle entrate e sulle spese pubbliche nell'area dell'euro. Ai sensi del Regolamento della Commissione (CE) n. 264/2000, nel 2001 si sono resi disponibili i dati trimestrali relativi alle tasse e ai contributi previdenziali, dal lato delle entrate, e alle prestazioni previdenziali, da quello delle spese. La legislazione comunitaria in preparazione completerà, una volta entrata in vigore, la copertura trimestrale delle transazioni non finanziarie delle Amministrazioni pubbliche e integrerà i dati trimestrali sulle transazioni finanziarie e sulle consistenze già disponibili da altre fonti statistiche.

5 Le statistiche economiche generali

Le statistiche economiche generali, che includono i dati relativi ai prezzi, ai costi e alla contabilità nazionale, le statistiche sul mercato del lavoro e un'ampia gamma di altre statistiche economiche, fungono da supporto in relazione al secondo pilastro della strategia di politica monetaria della BCE. La BCE e la Commissione europea (principale responsabile per tali statistiche a livello europeo) hanno collaborato strettamente per controllare l'osservanza del Piano d'azione sui requisiti statistici della UEM presentato al Consiglio Ecofin nel settembre 2000. Il Piano d'azione comprende una decina di strumenti giuridici, di cui tre adottati nel 2001 nell'area delle statistiche economiche a breve termine.

Un ulteriore rapporto adottato e pubblicato dal Consiglio Ecofin in novembre elenca diverse misure necessarie in aggiunta all'attuale Piano d'azione. In particolare si auspicano ulteriori progressi nella disponibilità e nella tempestività dei principali indicatori. Il rapporto sottolinea inoltre la necessità di ampliare la base statistica sui servizi, migliorare l'equilibrio fra rapidità, grado di dettaglio e qualità delle statistiche, e rendere più tempestiva la raccolta dei dati per la produzione degli aggregati europei.

6 L'inclusione della Grecia nelle statistiche dell'area dell'euro

L'inclusione della Grecia nelle statistiche dell'area dell'euro è avvenuta complessivamente senza problemi. L'ampliamento dell'area dell'euro alla Grecia a partire dal 1° gennaio 2001 aveva due importanti implicazioni in campo statistico: l'inclusione dei residenti della Grecia fra i residenti dell'area dell'euro e la trasformazione della dracma in una denominazione nazionale dell'euro. È conseguentemente mutata, da un punto di vista statistico, la composizione del "resto del mondo" e delle "valute estere", con ripercussioni su tutte le statistiche monetarie, finanziarie ed economiche per l'area dell'euro nel suo insieme.

La preparazione delle statistiche per l'area dell'euro con l'inclusione della Grecia è stata coordinata con la Commissione europea al

fine di assicurare, ove necessario, la coerenza nei diversi campi statistici. Le modifiche sono state introdotte nella sezione *Statistiche dell'area dell'euro* del Bollettino mensile in concomitanza con la disponibilità dei dati relativi al 2001. I primi dati disponibili sono stati quelli relativi alla politica monetaria, all'andamento della moneta, ai mercati finanziari, alle emissioni di valori mobiliari, ai tassi di interesse e ai prezzi al consumo, seguiti dalla bilancia dei pagamenti e dalle statistiche sull'economia reale, secondo il normale ordine di pubblicazione. Inoltre, per fini analitici, sono state compilate e pubblicate nella sezione statistica del Bollettino le serie storiche di alcuni indicatori economici selezionati per l'aggregato comprendente l'area dell'euro e la Grecia fino alla fine del 2000.

7 La collaborazione con la Commissione europea e le istituzioni internazionali

La ripartizione delle competenze in materia di statistiche concordata fra la BCE e la Commissione europea (Eurostat) ha continuato a

funzionare correttamente nel 2001. La BCE collabora inoltre strettamente in campo statistico con la BRI, l'FMI e l'OCSE.

8 Le statistiche relative agli Stati membri non partecipanti e ai paesi candidati all'adesione

Tutti gli Stati membri della UE sono stati vivamente incoraggiati ad avviare i preparativi in campo statistico per la partecipazione alla Terza fase della UEM.

Come negli anni precedenti, nel 2001 l'Eurosistema ha offerto ampia assistenza tecnica alle banche centrali dei paesi candidati ad aderire alla UE, al fine di preparare la strada alla loro futura integrazione nel SEBC e, successivamente, nell'Eurosistema (cfr. anche il Capitolo V per una presentazione più dettagliata dei rapporti fra la BCE e i paesi candidati all'a-

desione). Tale assistenza tecnica è intesa principalmente ad aiutare i paesi candidati a organizzare i sistemi di raccolta, compilazione e scambio dei dati in modo da potere, a tempo debito, soddisfare i requisiti statistici della BCE e contribuire adeguatamente alle statistiche (aggregate e consolidate) per l'area dell'euro. La BCE ha inoltre pubblicato una lista provvisoria delle IFM dei paesi candidati e un manuale metodologico per le statistiche monetarie e bancarie. All'inizio del 2002 è stato pubblicato un manuale per le statistiche sulla bilancia dei pagamenti.



Irlanda: **studenti irlandesi “impersonano” le banconote e le monete in euro in un centro commerciale a Dublino**

Capitolo X

Altri compiti e attività

I Funzioni consultive

L'articolo 105 (4) del Trattato e l'articolo 4 dello Statuto del SEBC richiedono che la BCE sia consultata dalle istituzioni comunitarie o dalle autorità nazionali competenti,¹ a seconda dei casi, su ogni proposta di legge comunitaria o nazionale che rientri nella sua sfera di competenza.

I limiti e le condizioni della consultazione della BCE da parte delle autorità nazionali con riguardo alle proposte di legislazione sono fissati nella Decisione del Consiglio 98/415/CE del 29 giugno 1998. L'articolo 2(1) e (2) della Decisione stabilisce le materie specifiche su cui la BCE deve essere consultata, in particolare, relativamente a ogni proposta di legislazione connessa con:

- questioni valutarie;
- gli strumenti di pagamento;
- le BCN;
- la raccolta, predisposizione e distribuzione di statistiche monetarie, finanziarie, bancarie, sui sistemi di pagamento e sulla bilancia dei pagamenti;
- i sistemi di pagamento e di regolamento;
- le regole applicabili alle istituzioni finanziarie, nella misura in cui esse influenzano

significativamente la stabilità delle istituzioni e dei mercati finanziari.

In aggiunta, le autorità degli Stati membri non aderenti all'area dell'euro² devono consultare la BCE su ogni proposta di legge concernente gli strumenti della politica monetaria.

Complessivamente, nel 2001, sono state effettuate 40 consultazioni, dieci delle quali relative all'introduzione delle banconote e monete in euro prevista per il 2002, mentre undici hanno avuto per oggetto atti normativi comunitari. Le restanti consultazioni concernevano proposte di legge a livello nazionale.

Per un elenco cronologico delle opinioni della BCE, si faccia riferimento al sito Internet della BCE (www.ecb.int). Inoltre, il seguente riquadro fornisce un riepilogo delle consultazioni effettuate nel 2001.

¹ In conformità con il Protocollo su talune disposizioni relative al Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del Nord, allegato al Trattato, l'articolo 105 (4) del Trattato e l'articolo 4 dello Statuto del SEBC non si applicano al Regno Unito. Pertanto, l'obbligo di consultazione della BCE non comprende le autorità di tale paese.

² Tranne il Regno Unito (cfr. nota 1).

Riquadro I I

Procedure di consultazione nel 2001

(a) Consultazioni da parte degli Stati membri

N. ¹	Richiedente	Argomento
CON/2001/1	Portogallo	Doppia circolazione di banconote e monete denominate in euro ed escudos ed emendamenti alla legge organica sul Banco de Portugal.
CON/2001/2	Francia	Legge sui sistemi di pagamento.
CON/2001/5	Irlanda	Misure incluse in un disegno di legge 2001 sulla sostituzione delle banconote e monete con quelle in euro (importi)
CON/2001/6	Irlanda	Disegno di legge sulle garanzie ipotecarie e sui titoli del debito pubblico
CON/2001/7	Lussemburgo	Regolamento del Granducato riguardante la sostituzione delle banconote e monete con quelle in euro nel 2002 e la modifica di alcune disposizioni di legge.
CON/2001/9	Austria	Seconda Legge Federale concernente misure accessorie per l'introduzione dell'euro.

¹ Le consultazioni sono numerate in base all'ordine cronologico di adozione da parte del Consiglio direttivo della BCE.

N. ³	Richiedente	Argomento
CON/2001/10	Austria	Articolo della legge federale che istituisce e organizza l'autorità di vigilanza sui mercati finanziari e modifica leggi collegate
CON/2001/11	Irlanda	Proposta di legge su alcune misure incluse in un disegno di legge 2001 sui conti inattivi.
CON/2001/12	Spagna	Legge di emendamento di norme regolanti il mercato finanziario spagnolo.
CON/2001/14	Spagna	Provvedimento sulla consegna anticipata delle banconote e monete denominate in euro
CON/2001/15	Belgio	Legge sulla sostituzione delle banconote e monete con quelle in euro in Belgio.
CON/2001/16	Lussemburgo	Legge sull'approvazione della Convenzione internazionale sull'eliminazione della contraffazione della moneta e protocollo relativo; modifica di talune disposizioni del Codice penale e del Codice di procedura penale.
CON/2001/17	Germania	Settima legge di modifica alla Legge sulla Deutsche Bundesbank. ²
CON/2001/19	Austria	Legge di modifica del diritto penale austriaco (<i>Strafrechtsänderungsgesetz 2001</i>).
CON/2001/20	Francia	Decreto relativo alla marcatura delle banconote denominate in franchi.
CON/2001/21	Grecia	Legge relativa alla circolazione delle banconote e monete in euro e altre disposizioni collegate.
CON/2001/22	Italia	Decreto legge che introduce disposizioni urgenti per l'introduzione e la salvaguardia dell'euro.
CON/2001/23	Belgio	Legge sulla predisposizione della bilancia dei pagamenti e del saldo degli investimenti internazionali del Belgio, di emendamento del Decreto legge del 6 ottobre 1944 sui controlli valutari e di altre disposizioni di legge.
CON/2001/24	Austria	Legge Federale sui fondi immobiliari e di emendamento di leggi collegate.
CON/2001/26	Paesi Bassi	Modifica dell'attuale Decisione del 27 luglio 1998 sulla fissazione di regole per il cambio, il ritiro e l'annullamento di banconote da parte della Nederlandsche Bank e sulle relative informazioni da fornire al pubblico.
CON/2001/27	Finlandia	Proposta concernente la legislazione sulla riorganizzazione e la liquidazione di istituti di credito.
CON/2001/28	Lussemburgo	Regolamento relativo a una deroga alle disposizioni concernenti i funzionari di Stato e i funzionari in prova per quanto riguarda gli agenti della Banca centrale del Lussemburgo aventi status di dipendenti pubblici.
CON/2001/29	Austria	Legge di emendamento dei diritti di cancelleria giudiziaria (<i>Euro-Gerichtsgebühren-Novelle</i>).
CON/2001/30	Finlandia	Legislazione sulla vigilanza sui conglomerati finanziari.
CON/2001/32	Portogallo	Decreto Legge di emendamento del quadro normativo degli istituti di credito e delle società finanziarie.
CON/2001/35	Germania	Legge che istituisce la vigilanza sui servizi finanziari integrati. ²
CON/2001/37	Austria	Legge di modifica della Legge sulle tariffe professionali degli avvocati a seguito dell'introduzione dell'euro (<i>Euro-Rechtsanwaltstarif-Novelle</i>).

² Pubblicata sul sito Internet della BCE.

³ Le consultazioni sono numerate in base all'ordine cronologico di adozione da parte del Consiglio direttivo della BCE.

N. ⁴	Richiedente	Argomento
CON/2001/39	Portogallo	Decreto legge di modifica del quadro normativo valutario.
CON/2001/40	Austria	Legge di modifica della Legge sulla Banca centrale (<i>Nationalbankgesetz</i>).

b) Consultazioni da parte di istituzioni europee ⁵

N. ⁴	Richiedente	Argomento	Pubblicazione
CON/2001/3	Consiglio UE	Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio di emendamento del Regolamento (CE/Euratom) n. 58/97 sulle statistiche strutturali sulle imprese.	OJ C 131, 3.5.2001, p. 5
CON/2001/4	Consiglio UE	Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio sui conti trimestrali non finanziari per l'Amministrazione pubblica.	OJ C 131, 3.5.2001, p. 6
CON/2001/8	Consiglio UE	Regolamento del Consiglio sull'istituzione di una struttura per il sostegno finanziario a medio termine della bilancia dei pagamenti degli Stati membri.	OJ C 151, 22.5.2001, p. 18
CON/2001/13	Consiglio UE	Proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio sugli accordi di garanzia finanziaria collaterale.	OJ C 196, 12.7.2001, p. 10
CON/2001/18	Commissione europea	Regolamenti della Commissione (CE) che stabiliscono regole dettagliate per l'attuazione del Regolamento del Consiglio (CE) n. 2494/95 sugli standard minimi per le revisioni dell'Indice armonizzato dei prezzi al consumo e su quelli per il trattamento delle commissioni di servizio proporzionali al valore delle operazioni nell'Indice armonizzato dei prezzi al consumo.	OJ C 244, 1.9.2001, p. 5
CON/2001/25	Consiglio UE	Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio sulla vigilanza supplementare delle istituzioni creditizie, delle compagnie assicurative e delle società di investimento in un conglomerato finanziario ed emendamento di Direttive correlate.	OJ C 271, 26.9.2001, p. 10
CON/2001/31	Consiglio UE	Decisione del Consiglio che istituisce un programma di addestramento, scambio e assistenza per la protezione dell'euro contro la contraffazione (programma Pericle).	OJ C 293, 19.10.2001, p. 3
CON/2001/33	Consiglio UE	Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio riguardante l'indice del costo del lavoro.	OJ C 295, 20.10.2001, p. 5
CON/2001/34	Consiglio UE	Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio sui pagamenti transfrontalieri in euro.	OJ C 308, 1.11.2001, p. 17

⁴ Le consultazioni sono numerate in base all'ordine cronologico di adozione da parte del Consiglio direttivo della BCE.

⁵ Pubblicate sul sito Internet della BCE.

N. ⁶	Richiedente	Argomento	Pubblicazione
CON/2001/36	Consiglio UE	Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio sul prospetto da pubblicare per l'offerta al pubblico di titoli o l'ammissione alla quotazione.	OJ C 344, 6.12.2001, p. 4
CON/2001/38	Consiglio UE	Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio sull' <i>insider dealing</i> e sulla manipolazione del mercato (abuso di mercato).	OJ C 24, 26.1.2002 p. 8

⁶ Le consultazioni sono numerate in base all'ordine cronologico di adozione da parte del Consiglio direttivo della BCE.

2 Conformità ai divieti concernenti il finanziamento monetario e l'accesso privilegiato

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

Il Consiglio generale tiene sotto osservazione anche gli acquisti sul mercato secondario di strumenti di debito emessi dal settore pubblico nazionale e dai settori pubblici di altri Stati membri, effettuati dalle banche centrali della UE. In base a quanto stabilito nel Regolamento del Consiglio (CE) n. 3603/93, l'acquisizione di strumenti di debito del settore pubblico sul mercato secondario non deve

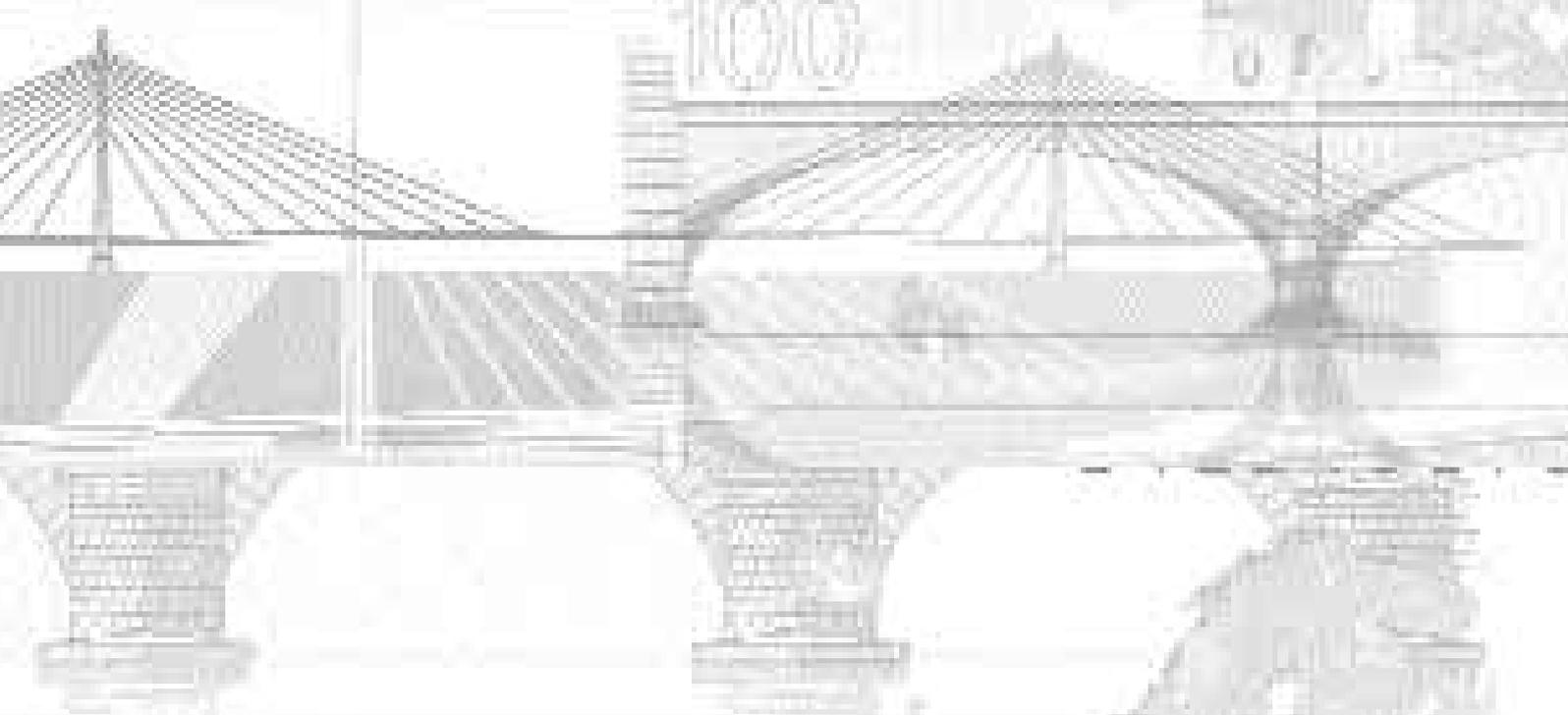
essere utilizzata per aggirare l'obiettivo dell'Articolo 101 del Trattato. Tali acquisti non devono diventare una forma di finanziamento monetario indiretto del settore pubblico.

Per l'anno 2001, il Consiglio generale non ha trovato alcun caso rilevante di comportamento non conforme ai dettami del Trattato e dei Regolamenti del Consiglio sopra menzionati da parte delle BCN degli Stati membri o della BCE. Il Consiglio generale ha notato che l'ammontare di monete metalliche detenute da due BCN e accreditate al settore pubblico ha ecceduto temporaneamente il limite del 10 per cento delle monete metalliche in circolazione, contemplato dall'Articolo 6 del Regolamento del Consiglio (CE) n. 3603/93, nel contesto del forte riflusso verso tali BCN delle monete metalliche, prima dell'introduzione di quelle in euro il 1° gennaio 2002. Fatta eccezione per queste violazioni al divieto concernente il finanziamento monetario posto dall'Articolo 101, il Consiglio generale ha anche preso nota di altri due episodi, in cui la BCE e una BCN, con modalità diverse, non hanno pienamente rispettato le prescrizioni del Trattato. Nondimeno, in entrambi i casi, gli ammontari coinvolti erano poco rilevanti e le banche centrali hanno immediatamente preso adeguati provvedimenti, per evitare che simili eventi possano accadere nuovamente in futuro.

3 La gestione delle operazioni di prestito e indebitamento della Comunità europea

In conformità con l'articolo 123 (2) del Trattato e con l'articolo II del Regolamento del Consiglio (CEE) n. 1969/88 del 24 giugno 1988, la BCE ha proseguito la gestione delle operazioni di prestito e indebitamento concluse dalla Comunità europea nell'ambito del

meccanismo di sostegno finanziario a medio termine. Nel 2001, tuttavia, la BCE non ha svolto tali compiti di gestione, in quanto non esisteva alcun saldo aperto a fine 2000 e non sono state poste in essere nuove operazioni durante l'anno.



Banca centrale europea: **i vincitori del concorso *Diventa una superstar dell'euro* con il Presidente della Banca centrale europea, Willem F. Duisenberg, alla cerimonia di premiazione tenutasi a Francoforte il 31 dicembre 2001**

Capitolo XI

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

I La politica e le attività di comunicazione della BCE

I.1 Obiettivi della politica di comunicazione

La BCE si impegna a rispettare i principi di chiarezza, trasparenza e responsabilità per il proprio operato. Sebbene tali principi non siano un fine in sé, essi rappresentano la base per la politica di comunicazione della BCE e dell'Eurosistema, tesa a contribuire all'efficacia, all'efficienza e alla credibilità della politica monetaria e a promuovere una maggiore consapevolezza del pubblico nei confronti dell'Eurosistema e delle sue attività.

Gli sforzi di comunicazione sono indirizzati principalmente, ma non esclusivamente, al pubblico dei dodici paesi dell'area dell'euro. L'assetto decentrato dell'Eurosistema facilita la comunicazione esterna nelle varie lingue e nei diversi contesti nazionali. Di conseguenza, le BCN svolgono un ruolo di primo piano nel raggiungimento degli obiettivi della politica di comunicazione. Al coordinamento efficace delle attività di comunicazione nell'ambito dell'Eurosistema viene attribuita la massima importanza e, all'interno di tale processo, si pone un accento particolare sugli sforzi per realizzare una comunicazione "con un'unica voce" sulla politica monetaria per l'area dell'euro.

La decisione presa l'8 novembre 2001 dal Consiglio direttivo della BCE di valutare, di regola, il suo orientamento di politica monetaria solo una volta al mese, anziché ogni quindici giorni, ha avuto notevoli implicazioni in termini di comunicazione. Uno degli effetti auspicati di tale decisione è stato quello di ridurre la frequenza delle speculazioni dei mezzi di comunicazione e del mercato su eventuali mutamenti dell'orientamento di politica monetaria.

I.2 Aspetti importanti della comunicazione nel 2001

Alcune questioni di attualità sono state al centro dell'attività di comunicazione della

BCE nel 2001. Sebbene tali questioni siano trattate in dettaglio nei rispettivi capitoli di questo Rapporto annuale, è conveniente indicarle qui di seguito per riassumere le sfide cui la BCE e l'Eurosistema hanno dovuto far fronte nel campo della comunicazione nel 2001.

In alcuni casi la BCE ha operato in maniera proattiva, al fine di migliorare le conoscenze del pubblico in generale su questioni che rientrano negli ambiti di competenza della BCE; in altri, ha risposto a una domanda di informazione espressa dai mezzi di comunicazione, da specialisti di settore e dal pubblico.

Alcune delle questioni più importanti dell'attività di comunicazione nel 2001 sono state:

- l'orientamento di politica monetaria; i tassi di interesse di riferimento della BCE sono stati modificati quattro volte nel corso del 2001 (cfr. Capitolo I);
- le decisioni relative alle banconote in euro e all'allocazione del reddito monetario;
- i preparativi per la conversione del contante, compresa l'esecuzione della Campagna di informazione Euro 2002 (cfr. Capitolo VI);
- le operazioni di politica monetaria, soprattutto alla luce delle circostanze straordinarie del settembre 2001 (cfr. Capitolo II);
- il ruolo dell'Eurosistema nel processo di allargamento della UE (cfr. Capitolo V);
- lo sviluppo dei sistemi di pagamento e di regolamento, in particolare i progressi realizzati per conseguire un livello uniforme di servizi per i pagamenti al dettaglio nell'area dell'euro (cfr. Capitolo VII);
- le questioni statistiche, in particolare il miglioramento delle statistiche sull'evoluzione monetaria (cfr. Capitolo IX);

- le discussioni inerenti ad aspetti di vigilanza e di stabilità finanziaria a livello europeo e internazionale (cfr. Capitolo VIII);
- alcuni aspetti organizzativi della BCE, in particolare il progetto per l'acquisizione di un'area destinata alla futura sede della BCE e la decisione del Consiglio direttivo di ridistribuire in parte le responsabilità individuali dei suoi membri (cfr. la prefazione del Presidente della BCE a questo Rapporto annuale).

1.3 Attività di comunicazione

La BCE continua a utilizzare diversi strumenti di comunicazione per diffondere informazioni al pubblico in generale e ai suoi rappresentanti eletti, ai mercati finanziari e ad altri gruppi di interesse, in modo da tener conto delle diverse caratteristiche dei destinatari. L'Articolo 15 dello Statuto del SEBC prevede che la BCE rediga e pubblichi un rapporto sulle attività del SEBC ogni tre mesi. Essa è anche tenuta a presentare al Parlamento europeo, al Consiglio della UE, alla Commissione e al Consiglio europeo un Rapporto annuale su tali attività e sulla politica monetaria, sia per l'anno precedente sia per l'anno in corso. Inoltre, la BCE deve pubblicare settimanalmente una situazione contabile consolidata dell'Eurosistema. La BCE comunica in maniera più attiva di quanto non sia richiesto dal Trattato.

I canali di comunicazione utilizzati dalla BCE comprendono:

- conferenze stampa tenute dal Presidente e Vicepresidente della BCE, in genere al termine della prima riunione mensile del Consiglio direttivo; la dichiarazione introduttiva rilasciata dal Presidente e Vicepresidente fornisce una descrizione dettagliata, e quasi "in tempo reale", della valutazione che il Consiglio direttivo fa dell'evoluzione monetaria ed economica nell'area dell'euro;
- il Bollettino mensile della BCE è generalmente pubblicato una settimana dopo la prima riunione del Consiglio direttivo di ciascun mese; contiene le valutazioni della BCE sulla situazione economica, nonché articoli su questioni specifiche e, in giugno e dicembre, le proiezioni economiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema; comprende, inoltre un'ampia serie di dati economici e finanziari sull'area dell'euro;
- il Rapporto annuale della BCE è presentato al Parlamento europeo e viene pubblicato ogni anno in aprile;
- il Presidente della BCE compare trimestralmente di fronte alla Commissione per i problemi economici e monetari del Parlamento europeo; queste audizioni pubbliche sono trattate nel Capitolo XI, sezione 2 del presente Rapporto annuale;
- i discorsi pubblici dei membri degli organi decisionali della BCE e le loro interviste costituiscono una significativa modalità di contatto diretto sia con gli specialisti di settore che con il pubblico in generale;
- i comunicati stampa servono principalmente a pubblicare informazioni statistiche o brevi annunci sulle decisioni adottate;
- gli opuscoli e le altre pubblicazioni a stampa sono distribuite a diversi destinatari che vanno dal pubblico in generale a specialisti di settore;
- la serie dei *Working Papers* si propone di rendere noti i risultati di ricerche condotte all'interno della BCE o presentate nell'ambito di conferenze e seminari presso la BCE;
- la serie degli *Occasional Papers* presenta temi con rilevanza di politica economica ed è rivolta a un ampio pubblico di lettori, quali i responsabili della politica economica, gli esponenti del mondo accademico, i mezzi di informazione e il pubblico in generale;

- la diffusione diretta dell'informazione tramite servizi di rete telematici offre alla BCE la possibilità di fornire in tempo reale informazioni di rilievo agli operatori dei mercati finanziari;
- gruppi di visitatori vengono ricevuti dalla BCE pressoché ogni giorno lavorativo dell'anno; nel 2001 più di 10.000 cittadini europei hanno ricevuto, nel corso di una visita, informazioni dirette sulle attività della BCE;
- vengono organizzate conferenze accademiche per contribuire a stimolare il dibattito su questioni attinenti al ruolo e alle attività delle banche centrali.

La maggior parte dei documenti pubblicati dalla BCE è tradotta nelle lingue ufficiali della Comunità europea. Una parte considerevole di questo lavoro di traduzione viene svolto dalle BCN che si occupano anche di stampare e distribuire il Bollettino mensile e altre pubblicazioni della BCE. Tutti i documenti pubblicati dalla BCE possono essere esaminati e scaricati dal sito Internet della BCE (www.ecb.int). Questo servizio è ulteriormente migliorato a gennaio 2002 con l'installazione di una funzione di ricerca nel sito. Il numero di visite al sito della BCE è aumentato costantemente, fino a raggiungere nel 2001 una media mensile di 2 milioni di visitatori. Sono, inoltre, fornite linee di messaggia elettronica per rispondere a quesiti di diversa natura.

2 Lo scambio di informazioni e di opinioni con il Parlamento europeo

2.1 Sintesi delle relazioni tra la BCE e il Parlamento europeo

Nel 2001 la BCE ha proseguito il consueto dialogo con il Parlamento europeo, secondo quanto previsto dall'Articolo 113 (3) del Trattato. Come negli anni scorsi, questi contatti regolari sono stati principalmente realizzati attraverso le audizioni trimestrali dinanzi alla Commissione per i problemi economici e monetari del Parlamento europeo, durante le quali il Presidente della BCE ha riferito sulle decisioni da questa assunte e sull'adempimento dei compiti assegnati all'Eurosistema. Anche alcuni Membri del Comitato esecutivo sono comparsi di fronte al Parlamento europeo per presentare il Rapporto annuale 2000 della BCE alla Commissione per i problemi economici e monetari e, successivamente, alla sessione plenaria del Parlamento europeo, e per presentare il parere della BCE sul rapporto della Commissione intitolato *L'economia della UE – Rassegna 2000*.

Inoltre, la BCE è stata invitata dal Parlamento europeo a prendere parte a incontri tra gruppi di esperti. In tale contesto, gli esperti della BCE hanno partecipato a un'audizione

del Comitato provvisorio del Parlamento europeo sul sistema di intercettazione ECHELON per fornire, in particolare, indicazioni sulla strategia seguita dalla BCE per proteggere da possibili intercettazioni le informazioni scambiate mediante i suoi sistemi di trasferimento dati e comunicazioni vocali. Inoltre, la BCE ha preso parte a una riunione di esperti su *Cooperazione monetaria in Europa: l'introduzione dell'euro e le implicazioni per i paesi ACP (African, Caribbean and Pacific states)*, organizzata nell'ambito dell'Assemblea parlamentare congiunta ACP-UE. Il riquadro 12 presenta una sintesi delle audizioni dei rappresentanti della BCE di fronte al Parlamento europeo nel 2001.

Inoltre, alcuni incontri tra il Parlamento europeo e la BCE si sono tenuti a livello informale. In particolare, il 22 ottobre 2001 una delegazione di membri della Commissione per i problemi economici e monetari è venuta in visita alla BCE per uno scambio di opinioni con il Comitato esecutivo. In precedenza, il 27 giugno una delegazione di esperti della BCE aveva incontrato, presso il Parlamento europeo, esponenti della medesima Commissione per discutere aspetti connessi al miglioramento

Riquadro 12

Audizioni dei rappresentanti della BCE di fronte al Parlamento europeo nel 2001

Il 4 luglio 2001 il Presidente ha presentato il Rapporto annuale 2000 della BCE alla sessione plenaria del Parlamento europeo.

Le seguenti audizioni dei membri del Comitato esecutivo hanno avuto luogo di fronte alla Commissione per i problemi economici e monetari:

- incontri trimestrali con il Presidente (5 marzo, 28 maggio, 12 settembre e 18 dicembre);
- presentazione del Rapporto annuale 2000 della BCE da parte del Vicepresidente (2 maggio);
- incontro con Otmar Issing in merito alla relazione della Commissione europea su *L'economia della UE – Rassegna 2000* (24 gennaio);

inoltre, gli esperti della BCE hanno partecipato alle seguenti riunioni del Parlamento europeo:

- audizione del Comitato provvisorio sul sistema di intercettazione ECHELON del Parlamento europeo (6 marzo);¹
- Gruppo di esperti al *workshop* su *Cooperazione monetaria in Europa: l'introduzione dell'euro e le sue implicazioni per i paesi ACP* organizzato nel contesto dell'Assemblea parlamentare congiunta ACP-UE (31 ottobre).

¹ Su decisione del Comitato, questa audienza è stata tenuta a porte chiuse.

dei servizi di pagamento transfrontalieri al dettaglio in euro.

Infine la BCE ha anche dato risposta a una serie di interrogazioni presentate per iscritto da deputati del Parlamento europeo. Nella misura in cui tali risposte facevano seguito a quesiti posti durante le audizioni pubbliche rese dal Presidente della BCE, esse sono state pubblicate sul sito Internet della BCE come allegati alla trascrizione delle rispettive audizioni.

2.2 La posizione della BCE su alcune questioni specifiche sollevate durante gli incontri con il Parlamento europeo

Durante gli scambi di opinione tra il Parlamento europeo e la BCE è stata sollevata una serie di questioni relative agli ambiti di competenza dell'Eurosistema. Naturalmente, le decisioni di politica monetaria della BCE e la valutazione dell'evoluzione economica sono state tra le questioni di maggior rilievo. Inoltre, membri della Commissione per i problemi economici e monetari hanno chiesto dei chiarimenti sugli altri compiti assegnati dal Trattato all'Eurosistema, quali il suo contributo a

una vigilanza prudenziale delle istituzioni creditizie e alla stabilità del sistema finanziario, ma anche al mantenimento di sistemi di pagamento efficienti e sicuri.

Data l'ampia gamma di argomenti trattati, non è possibile riferire su ogni aspetto delle discussioni intercorse tra il Parlamento europeo e la BCE. Ciò nonostante, le sezioni che seguono forniscono informazioni su alcune delle questioni di maggior rilievo sollevate durante le audizioni del Presidente.

La definizione di stabilità dei prezzi adottata dal Consiglio direttivo della BCE

I membri della Commissione per i problemi economici e monetari hanno posto quesiti circa la definizione di stabilità dei prezzi adottata dal Consiglio direttivo della BCE.

Il Presidente ha fatto rilevare che la definizione di stabilità dei prezzi, ossia un aumento sui dodici mesi dell'inflazione misurata dallo IAPC inferiore al 2 per cento, discendeva dalle definizioni adottate dalle BCN dell'area dell'euro prima dell'avvio della Terza fase della UEM. Garantendo tale continuità, la BCE ha

rispettato le attese di stabilità dei prezzi a lungo termine espresse dal pubblico, aumentando in tal modo la credibilità della politica monetaria unica e la fiducia dei cittadini nei confronti dell'euro.

Per quanto riguarda la definizione quantitativa di stabilità dei prezzi, il Presidente ha ricordato che per valide ragioni economiche il Trattato non consente di escludere, in maniera arbitraria, valori positivi bassi dal calcolo degli incrementi del livello dei prezzi. In questo senso, non sarebbe stato corretto escludere i tassi di inflazione al di sotto di un certo valore, poniamo dell'1,5 per cento, dalla definizione di stabilità dei prezzi. Fissare una fascia relativamente ristretta di incrementi consentiti dei prezzi nel medio termine aiuta ad ancorare le attese sull'inflazione in maniera efficace, riducendo in tal modo l'incertezza e i relativi premi al rischio sui tassi di interesse. Per contro, fissando un livello minimo che escluda decrementi dello IAPC al di là della fascia dei tassi di inflazione considerata compatibile con la stabilità dei prezzi, la definizione di stabilità dei prezzi è resa simmetrica, nel senso che impedisce la deflazione così come l'inflazione.

Da un punto di vista generale, optare per una definizione quantitativa e non qualitativa di stabilità dei prezzi contribuisce ad ancorare le attese sull'inflazione, il che – come indicato in precedenza – è essenziale se si vogliono cogliere appieno i vantaggi della stabilità dei prezzi. Inoltre, il Presidente ha ricordato che una definizione quantitativa di stabilità dei prezzi, fissando un chiaro *benchmark* rispetto al quale la politica monetaria della BCE può essere valutata nel tempo, è anche alla base del principio di responsabilità della BCE. A tal fine, il Presidente ha sottolineato che – come previsto dalla strategia di politica monetaria della BCE – è necessario mantenere la stabilità dei prezzi nel medio termine riconoscendo, con ciò, la possibilità di shock all'inflazione che la politica monetaria non è in grado di controllare nel breve termine.

Il contributo della politica monetaria unica alle politiche economiche generali della Comunità

Il contributo della politica monetaria unica alle politiche economiche generali della Comunità, fatto salvo l'obiettivo della stabilità dei prezzi secondo quanto previsto dall'articolo 105 (1) del Trattato, è stato ancora una volta uno degli aspetti più importanti affrontati durante le audizioni del Presidente di fronte al Parlamento europeo.

Il Presidente ha ricordato che, nel lungo periodo, la politica monetaria non può influenzare il prodotto in termini reali. Piuttosto, il miglior contributo che la BCE può dare alla realizzazione degli obiettivi economici generali della Comunità – quali una crescita sostenibile e non inflazionistica e un livello elevato di occupazione – è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Concentrandosi sul suo obiettivo primario, la BCE contribuisce a evitare distorsioni del meccanismo dei prezzi e a minimizzare i premi al rischio di inflazione sui tassi di interesse, promovendo in tal modo un'allocazione efficiente delle risorse di mercato e condizioni di stimolo agli investimenti.

Concentrandosi sul mantenimento della stabilità dei prezzi nel medio termine, la politica monetaria della BCE contribuisce a stabilizzare la crescita del prodotto. Questo orientamento a medio termine riflette anche l'esigenza di dare risposte graduali ad alcuni tipi di shock economici, contribuendo in tal modo a evitare una inutile variabilità dell'attività reale e dei tassi di interesse.

Il Presidente ha anche colto l'occasione per sottolineare che riforme strutturali di vasta portata dovrebbero rimanere un elemento importante delle politiche degli Stati membri volte a migliorare il potenziale di crescita dell'area dell'euro.

Tali opinioni sono state condivise dal Parlamento europeo nella risoluzione sul Rapporto annuale della BCE per il 2000, in cui si sottolinea che "l'obiettivo primario della BCE è mantenere la stabilità dei prezzi" e che "il

suo contributo alla crescita e all'occupazione consiste innanzi tutto nel realizzare tale obiettivo" (premessa B). Inoltre, la risoluzione ha anche sottolineato l'importanza delle riforme strutturali che devono essere intraprese dagli Stati membri (Articolo 4).

Preparativi all'introduzione delle banconote e monete in euro

Data l'importanza di assicurare un *changeover* ordinato, il Presidente ha riferito in maniera esauriente sui preparativi per l'introduzione delle banconote e monete in euro. Il Capitolo VI fornisce informazioni dettagliate su questi temi.

In tale contesto, una delle questioni sollevate è stata quella della sicurezza delle banconote. Il Presidente ha sottolineato che le caratteristiche di sicurezza delle banconote in euro riflettono lo stato più avanzato della tecnologia, e che pertanto il pubblico può riporre in esse la propria fiducia. L'attenzione particolare rivolta alla sicurezza delle banconote è anche riflessa nella partecipazione della BCE alla formulazione della legislazione comunitaria per proteggere dalla contraffazione le banconote e monete in euro, così come nella creazione, da parte della BCE, di un Centro di analisi della contraffazione per l'analisi tecnica e la classificazione degli euro falsi. Il Centro di analisi della contraffazione condivide le informazioni con tutte le autorità competenti.

I membri della Commissione per i problemi economici e monetari hanno anche posto quesiti sullo stadio di preparazione e attuazione della Campagna di informazione euro 2002 realizzata dall'Eurosistema. Il Presidente ha spiegato che l'obiettivo generale della campagna di informazione era quello di fornire al pubblico ogni informazione pratica necessaria per assicurare un regolare processo di sostituzione del contante. La campagna di informazione, guidata dallo slogan "l'EURO, la NOSTRA moneta" è stata condotta in stretta collaborazione con i governi e i comitati di *changeover* degli Stati membri partecipanti, al fine di garantire il massimo impatto alla circo-

lazione delle informazioni. L'Eurosistema ha anche prestato la massima attenzione ad assicurare che i gruppi più deboli, quali i non vedenti e persone con problemi visivi, ricevano le informazioni e la formazione necessarie per acquisire familiarità con le nuove banconote.

I membri della Commissione per i problemi economici e monetari hanno anche sollevato la questione della consegna anticipata di prima e seconda istanza delle banconote e monete in euro. In tale contesto, ci si è chiesti se il pubblico in generale dovesse ricevere le banconote in euro prima della data ufficiale del *changeover*. Il Presidente ha sottolineato che nel valutare tale aspetto l'Eurosistema aveva dovuto adottare una prospettiva globale, coprendo tutti gli aspetti rilevanti e privilegiando l'interesse generale. Dopo ampie consultazioni con le organizzazioni professionali competenti, si è concluso che gli svantaggi di una predistribuzione generalizzata delle banconote in euro al pubblico avrebbero superato i possibili vantaggi. Di conseguenza, il Consiglio direttivo della BCE aveva preso la decisione – confermata dai membri del Consiglio Ecofin – di non fornire al pubblico le banconote in euro prima del 1° gennaio 2002. Per facilitare il regolare svolgimento del processo di sostituzione del contante, la BCE ha suggerito piuttosto di adottare una serie di misure che sono state in gran parte recepite dagli scenari nazionali di *changeover* predisposti dagli Stati membri.

Migliorare i servizi di pagamento transfrontalieri al dettaglio in euro

Una parte importante degli scambi di opinione tra il Parlamento europeo e il Presidente è stata dedicata alla questione di come migliorare i servizi di pagamento al dettaglio in euro. I membri della Commissione per i problemi economici e monetari hanno chiesto alla BCE di esprimere un parere su come ridurre sensibilmente le commissioni applicate su tali servizi e di indicare in che modo essa stesse contribuendo alla realizzazione di questo obiettivo.

Il Presidente ha spiegato che sin dall'avvio della Terza fase della UEM l'Eurosistema aveva prestato grande attenzione a questo aspetto, come è dimostrato da diverse pubblicazioni della BCE. L'Eurosistema condivide a pieno l'opinione del Parlamento europeo secondo cui un'area integrata per i pagamenti è un complemento necessario all'area della moneta unica e non potrà che rafforzare il sostegno del pubblico a favore dell'euro. A tal fine, ha

definito sette obiettivi ritenuti indispensabili per la realizzazione di un'area unica dei pagamenti in euro. Inoltre, l'Eurosistema è stato attivamente impegnato in discussioni con il settore bancario proponendosi come il catalizzatore del cambiamento in questo campo.

Per informazioni più dettagliate sui pagamenti transfrontalieri al dettaglio in euro, cfr. Capitolo VII.



Lussemburgo: **la Banque centrale du Luxembourg dà il benvenuto all'euro-day il 1° gennaio 2002**

Capitolo XII

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

I L'Eurosistema e il Sistema europeo di banche centrali



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

La BCE è dotata di personalità giuridica ai sensi del diritto pubblico internazionale. Essa è stata costituita come perno del sistema e assicura che i compiti dell'Eurosistema siano svolti sia attraverso le proprie attività sia tramite le BCN. Mentre il processo decisionale

all'interno dell'Eurosistema e del SEBC è centralizzato, nel prendere decisioni riguardo allo svolgimento dei compiti, la BCE è tenuta a seguire il principio del decentramento secondo quanto stabilito nello Statuto del SEBC.

Ciascuna delle BCN gode di personalità giuridica in base alla legislazione nazionale del rispettivo paese. Le BCN dell'area dell'euro, che fanno parte integrante dell'Eurosistema, svolgono i compiti a questo conferiti in conformità con le regole fissate dagli organi decisionali della BCE. Le BCN contribuiscono inoltre ai lavori del SEBC attraverso la partecipazione dei loro rappresentanti ai diversi Comitati del SEBC (cfr. oltre, sezione 5). Le BCN possono svolgere funzioni estranee all'ambito dell'Eurosistema sotto la loro responsabilità, a meno che il Consiglio direttivo non ritenga che tali funzioni interferiscano con gli obiettivi e i compiti dell'Eurosistema.

2 Gli organi decisionali della BCE

L'Eurosistema e il SEBC sono retti dagli organi decisionali della BCE: il Consiglio direttivo e il Comitato esecutivo. Fatto salvo il loro ruolo, se e finché esisteranno Stati membri che non hanno ancora adottato l'euro, è istituito anche un terzo organo decisionale della BCE, il Consiglio generale. Il funzionamento degli organi decisionali è regolato dal Trattato che istituisce la Comunità europea, dallo Statuto del SEBC e dai relativi regolamenti interni.¹

2.1 Il Consiglio direttivo

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

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

Nel prendere decisioni sulla politica monetaria e sugli altri compiti dell'Eurosistema, i membri del Consiglio direttivo non agiscono

in veste di rappresentanti nazionali, ma in piena indipendenza secondo la propria responsabilità personale. Ciò è riassunto nel principio "una persona, un voto".

Nel 2001 il Consiglio direttivo si è riunito, di norma, ogni due settimane presso le strutture della BCE a Francoforte sul Meno. Sette riunioni, incluse alcune riunioni straordinarie, sono state tenute tramite teleconferenza. Inoltre, in linea con la decisione precedentemente assunta secondo cui il Consiglio direttivo si sarebbe riunito due volte l'anno in un altro paese dell'area dell'euro, una riunione è stata ospitata dalla Central Bank of Ireland a Dublino e un'altra dalla Oesterreichische Nationalbank a Vienna. Come ricordato nel Capitolo XI, nel novembre 2001 il Consiglio direttivo ha stabilito di modificare l'organizzazione delle proprie riunioni in modo da dedicare specificamente la prima riunione del mese alla valutazione approfondita degli andamenti monetari ed economici e alle relative decisioni, riservando di norma la seconda riunione alle questioni connesse con gli altri compiti e responsabilità della BCE e dell'Eurosistema.

¹ I Regolamenti interni sono stati pubblicati sulla Gazzetta Ufficiale delle Comunità europee, cfr. Regolamento interno della Banca centrale europea, GU L 125, 19.5.1999, p. 34 e L 314, 8.12.1999, p. 32; Regolamento interno del Consiglio generale della BCE, GU L 75, 20.3.1999, p. 36 e L 156, 23.6.1999, p. 52; Decisione della Banca centrale europea del 12 ottobre 1999 concernente il Regolamento interno del Comitato esecutivo della Banca centrale europea (BCE/1999/7), GU L 314, 8.12.1999, p. 34. Fatta eccezione per quest'ultimo, i documenti sono stati riprodotti nell'annuario legale della BCE, Compendium: Raccolta degli strumenti giuridici, giugno 1998 – dicembre 2001, del marzo 2002 (disponibile anche nel sito Internet della BCE).

Il Consiglio direttivo



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

Willem F. Duisenberg	<i>Presidente della BCE</i>
Christian Noyer	<i>Vicepresidente della BCE</i>
Jaime Caruana	<i>Governatore del Banco de España</i>
Vítor Constâncio	<i>Governatore del Banco de Portugal</i>
Eugenio Domingo Solans	<i>Membro del Comitato esecutivo della BCE</i>
Antonio Fazio	<i>Governatore della Banca d'Italia</i>
Sirkka Hämäläinen	<i>Membro del Comitato esecutivo della BCE</i>
John Hurley (dall'11 marzo 2002)	<i>Governatore della Central Bank of Ireland</i>
Otmar Issing	<i>Membro del Comitato esecutivo della BCE</i>
Klaus Liebscher	<i>Governatore della Oesterreichische Nationalbank</i>
Yves Mersch	<i>Governatore della Banque centrale du Luxembourg</i>
Maurice O'Connell (fino al 10 marzo 2002)	<i>Governatore della Central Bank of Ireland</i>
Tommaso Padoa-Schioppa	<i>Membro del Comitato esecutivo della BCE</i>
Lucas D. Papademos	<i>Governatore della Banca di Grecia</i>
Guy Quaden	<i>Governatore della Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique</i>
Jean-Claude Trichet	<i>Governatore della Banque de France</i>
Matti Vanhala	<i>Governatore della Suomen Pankki/Finlands Bank</i>
Nout Wellink	<i>Presidente della Nederlandsche Bank</i>
Ernst Welteke	<i>Presidente della Deutsche Bundesbank</i>

2.2 Il Comitato esecutivo

Il Comitato esecutivo comprende il Presidente, il Vicepresidente e altri quattro membri, nominati congiuntamente dai governi degli Stati membri che hanno adottato l'euro al livello dei Capi di Stato o di Governo. Le principali responsabilità del Comitato esecutivo consistono:

- nel preparare le riunioni del Comitato direttivo;
- nell'attuare la politica monetaria dell'area dell'euro in conformità con gli indirizzi e le

decisioni adottate dal Consiglio direttivo impartendo le necessarie istruzioni alle BCN dell'area dell'euro;

- nel gestire gli affari correnti della BCE;
- nell'esercitare determinati poteri a esso delegati dal Consiglio direttivo, inclusi quelli di natura regolamentare.

La prassi attuale del Comitato esecutivo è di riunirsi almeno una volta alla settimana al fine di prendere le decisioni relative all'attuazione della politica monetaria, alla preparazione delle riunioni del Consiglio direttivo e alle questioni interne della BCE.



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

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

Presidente della BCE
Vicepresidente della BCE
Membro del Comitato esecutivo della BCE

2.3 Il Consiglio generale

Il Consiglio generale è costituito dal Presidente e dal Vicepresidente della BCE e dai Governatori delle quindici BCN della UE. Esso svolge quei compiti in precedenza propri dell'Istituto monetario europeo che devono essere tuttora assolti dalla BCE nella Terza fase della UEM, in virtù del fatto che non tutti gli Stati membri hanno ancora adottato l'euro. Pertanto, il Consiglio generale ha la responsabilità primaria di predisporre rapporti sui progressi compiuti verso la convergenza dagli Stati membri che non hanno ancora adottato l'euro² e di fornire pareri sulle misure preparatorie necessarie in vista della fissazione irrevocabile dei tassi di cambio delle monete

di tali Stati membri (cfr. Capitolo IV). Inoltre, il Consiglio generale contribuisce ad attività particolari del SEBC, come quelle legate alle funzioni consultive (cfr. Capitolo X) e alla raccolta delle informazioni statistiche (cfr. Capitolo IX). Nel 2001 il Consiglio generale si è riunito quattro volte. Due di queste riunioni sono state tenute in teleconferenza.

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

Il Consiglio generale



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

Willem F. Duisenberg
Christian Noyer
Bodil Nyboe Andersen
Urban Bäckström
Jaime Caruana
Vítor Constâncio
Antonio Fazio
Edward A. J. George
John Hurley (dall'11 marzo 2002)
Klaus Liebscher
Yves Mersch
Maurice O'Connell (fino al 10 marzo 2002)
Lucas D. Papademos
Guy Quaden

Jean-Claude Trichet
Matti Vanhala
Nout Wellink
Ernst Welteke

Presidente della BCE
Vicepresidente della BCE
Governatore della Danmarks Nationalbank
Governatore della Sveriges Riksbank
Governatore del Banco de España
Governatore del Banco de Portugal
Governatore della Banca d'Italia
Governatore della Bank of England
Governatore della Central Bank of Ireland
Governatore della Oesterreichische Nationalbank
Governatore della Banque centrale du Luxembourg
Governatore della Central Bank of Ireland
Governatore della Banca di Grecia
Governatore della Nationale Bank van België/
Banque Nationale de Belgique
Governatore della Banque de France
Governatore della Suomen Pankki/Finlands Bank
Presidente della Nederlandsche Bank
Presidente della Deutsche Bundesbank

3 L'organizzazione della BCE

3.1 Le regole di amministrazione e di controllo

Oltre agli organi decisionali descritti nelle sezioni precedenti, le regole di amministrazione e di controllo della BCE prevedono vari livelli di controllo interni ed esterni.

Lo Statuto del SEBC prevede due livelli: quello dei revisori esterni e la Corte dei Conti europea. I revisori esterni verificano i conti annuali della BCE (Articolo 27.1 dello Statuto del SEBC), mentre la Corte dei Conti europea verifica l'efficienza operativa della gestione della BCE (Articolo 27.2).

La Direzione Revisione interna, che riferisce direttamente al Presidente della BCE, svolge regolarmente incarichi di revisione su mandato del Comitato esecutivo; il mandato della Direzione è definito nello Statuto dei revisori della BCE, a sua volta definito sulla base di standard professionali validi a livello internazionale.³ Il Comitato dei revisori interni ha la responsabilità degli incarichi di revisione su mandato del Consiglio direttivo. La politica del SEBC in materia è stata definita con l'intento di assicurare la revisione anche dei progetti e dei sistemi operativi congiunti a livello del SEBC; tale compito è affidato al Comitato dei revisori interni.

La struttura di controllo interna della BCE si fonda su un approccio funzionale, in cui ciascuna unità organizzativa (Divisione, Direzione o Direzione generale) è responsabile della propria efficienza e controllo interno. A tal fine, le unità operative attuano un insieme di procedure di controllo operativo nell'ambito delle rispettive aree di responsabilità. Oltre a questi controlli, alcune unità operative svolgono funzioni consultive o propositive presso il Comitato esecutivo, riguardo a specifiche problematiche di controllo di carattere orizzontale.

Il Codice di condotta della Banca centrale europea fornisce indirizzi e parametri di comportamento per il personale della BCE e i

membri del Comitato esecutivo, che sono esortati a perseguire alti standard professionali e deontologici sia nell'espletamento delle loro funzioni presso la BCE, sia nelle loro relazioni con le BCN, le autorità pubbliche, gli operatori di mercato, i rappresentanti dei media e il pubblico in generale.⁴ A tale riguardo, il codice rispecchia l'inchiesta condotta su iniziativa dell'Ombudsman europeo per un codice di buona condotta amministrativa che guidi i funzionari della Comunità nei loro rapporti con il pubblico.

Il Comitato esecutivo ha inoltre adottato una serie di controlli interni, che comprendono regole dettagliate finalizzate alla prevenzione di abusi nel trattamento di informazioni riservate potenzialmente rilevanti per i mercati finanziari (le regole sull'*insider trading* e le cosiddette "muraglie cinesi"). Il personale della BCE e i membri del Comitato esecutivo hanno il divieto formale di trarre vantaggio, in modo diretto o indiretto, da informazioni riservate cui hanno accesso, attraverso l'esercizio di attività finanziarie private a proprio rischio e per proprio conto o a rischio e per conto di terzi.⁵ Inoltre, il Comitato esecutivo ha nominato un Consulente per la deontologia incaricato di fornire assistenza in tema di condotta e segreto professionali. Il Consulente per la deontologia assicura una interpretazione coerente del regolamento del personale, in particolare per quanto concerne l'*insider trading*.

L'organo responsabile dell'approvazione del bilancio preventivo della BCE è il Consiglio direttivo, che lo adotta su proposta del Comitato esecutivo. Nelle questioni relative al bilancio della BCE, il Consiglio direttivo è assistito dal Comitato per il bilancio preventivo.

³ I principi e gli standard degli istituti professionali competenti, quali l'Institute for Internal Auditors (IIA) e la Information Systems Audit and Control Association (ISACA).

⁴ Cfr. il Codice di condotta della Banca centrale europea ai sensi dell'Articolo 11.3 del Regolamento interno della Banca centrale europea, GU C 76, 8.3.2001, p.12 e il sito Internet della BCE.

⁵ Cfr. la sezione 1.2 del Regolamento del personale della BCE, che contiene le regole di condotta professionale e di riservatezza, GU C 236, 22.8.2001, p.13 e il sito Internet della BCE.

Al fine di contribuire agli sforzi delle istituzioni delle Comunità europee e degli Stati membri nella lotta alle frodi e ad altre attività illegali, i livelli di controllo esistenti nella BCE sono stati rafforzati con la costituzione di un Comitato anti-frode conformemente alla Decisione della BCE sulla prevenzione delle frodi (BCE/1999/5).⁶ Il Comitato anti-frode, che ha tenuto tre riunioni nel 2001, è informato dalla Direzione Revisione interna sulle questioni attinenti all'espletamento dei suoi compiti.

In conformità con il Regolamento (CE) n. 45/2001 del Parlamento europeo e del Consiglio, il Comitato esecutivo ha nominato un funzionario responsabile per la protezione dei dati, a far tempo dal 1° gennaio 2002.

3.2 La gestione delle risorse umane

L'evoluzione del personale

Alla fine del 2001 il personale della BCE, proveniente da tutti e quindici gli Stati membri, era pari a 1.043 unità (da 941 alla fine del 2000), a fronte di un totale di posizioni a preventivo di 1.118,5 unità. Il bilancio preventivo del 2002 prevede un tetto di 1.154,5 dipendenti, pari a un incremento del 3,2 per cento rispetto alla voce a preventivo nel 2001.

La Direzione generale per la ricerca economica ha lanciato un programma (*Research Visitors programme*) per lo sviluppo di progetti specifici e di livello elevato nel campo della politica monetaria. Tredici ricercatori hanno partecipato al programma con contratti della durata media di due mesi.

Sempre nella Direzione generale per la ricerca economica, tredici partecipanti hanno aderito al programma *ECB's Graduate Research*, rivolto ai migliori studenti che stanno terminando il dottorato di ricerca, per un periodo medio di tre mesi.

In totale, 87 tra tirocinanti, studenti e dottorandi (per lo più con una preparazione in economia) hanno lavorato a contratto presso

la BCE, in quasi tutti i suoi settori di attività, con contratti dalla durata media di tre mesi e mezzo.

Le politiche di gestione delle risorse umane

Le regole di reclutamento e avanzamento sono state codificate e pubblicate in circolari amministrative. Tali regole sono volte ad assicurare che il reclutamento e gli avanzamenti del personale si basino su principi di qualifica professionale, trasparenza, parità di accesso e trattamento non discriminatorio, nonché a istituire pratiche eque e paritarie nelle procedure di reclutamento e avanzamento.

A integrazione degli esercizi annuali di valutazione del personale, è stato introdotto un processo di riscontro diversificato per i dirigenti. L'obiettivo centrale del processo è lo sviluppo autonomo delle competenze direttive. I dirigenti (capi di Divisione, direttori, vicedirettori generali e direttori generali) e i membri del Comitato esecutivo possono decidere di partecipare al processo, ottenendo riscontri dai loro collaboratori diretti, dai loro pari e, se del caso, da controparti esterne. Al primo esercizio hanno partecipato 39 dirigenti.

L'asilo nido della BCE e la Scuola europea

L'asilo nido della BCE si è trasferito dai suoi locali provvisori alla propria sede definitiva. Tuttavia, considerato l'elevato numero di domande, i locali già utilizzati in via provvisoria continueranno a operare fino a quando la sede attuale non sarà ampliata. La sede definitiva dovrebbe avere una capacità di accoglienza finale di circa 130 bambini, con età fino a 6 anni.

Il progetto edilizio relativo alla Scuola europea, approvato dal Consiglio di amministrazione

⁶ Cfr. la Decisione della Banca centrale europea del 7 ottobre sulla prevenzione delle frodi (BCE/1999/5), GU L 291, 13.11.1999, p. 36. In relazione a questa, il Regolamento interno della Banca centrale europea è stato emendato da un nuovo Articolo 9a, cfr. GU L 314, 8.12.1999, p. 32.

delle Scuole europee, ha registrato qualche ritardo. Pertanto, la scuola inizierà l'anno scolastico 2002-03, per le classi delle elementari e pre-elementari, in una sede temporanea. La scuola avrà quattro sezioni linguistiche: inglese, francese, tedesco e italiano.

Le relazioni con il personale

Oltre alle consultazioni formali sulle modifiche alle condizioni di impiego e al regolamento del personale e su altre questioni, il dialogo istituzionale con il Comitato dei rappresentanti del personale ha riguardato diversi altri argomenti nel 2001, fra cui (soprattutto nella seconda parte dell'anno) le condizioni di sicurezza nella BCE.

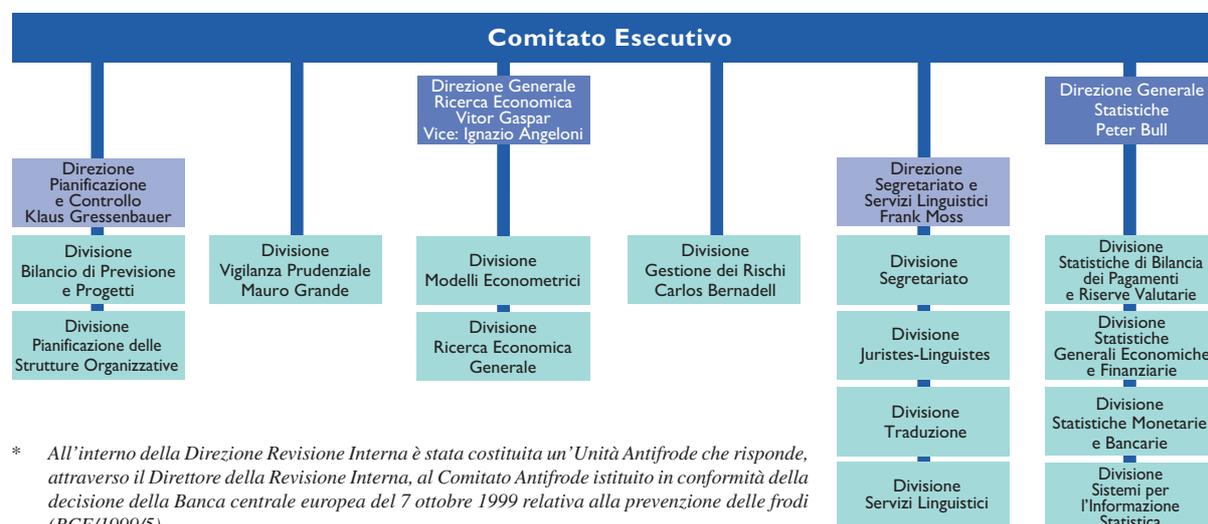
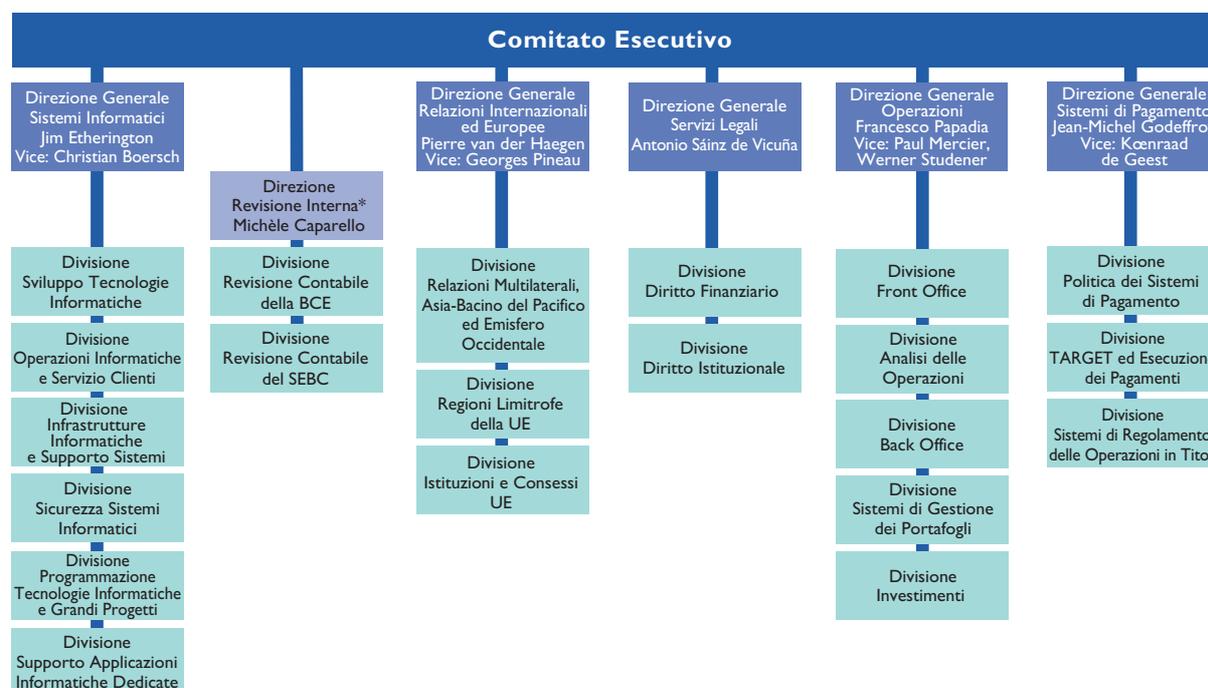
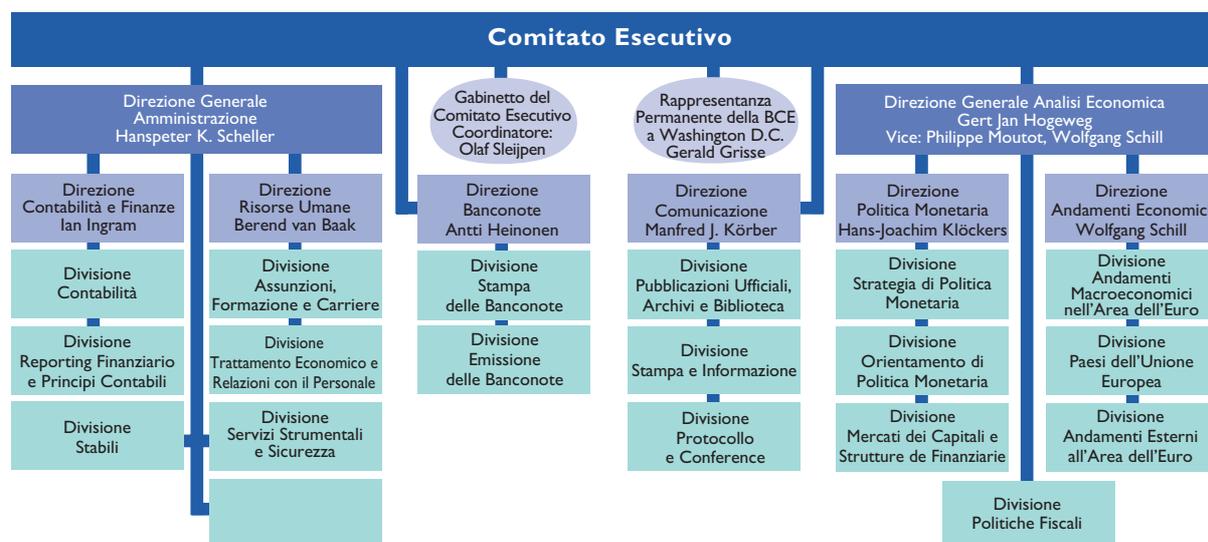
Il Sindacato del personale della BCE (*Union of the Staff of the ECB – USE*) ha espresso il proprio parere sulle proposte di modifica alle condizioni di impiego e al regolamento del personale. La questione del riconoscimento dell'USE e di un sindacato di categoria

esterno quali parti sociali nella stipula di contratti collettivi è ancora all'esame della Corte europea di prima istanza.

3.3 L'organigramma della BCE

Alla luce dell'esperienza accumulata nei primi tre anni e mezzo di esistenza della BCE, il Comitato esecutivo ha deciso di apportare alcune modifiche organizzative. Al fine di conseguire la massima sinergia fra i settori di attività, il Comitato esecutivo ha stabilito di modificare le responsabilità assegnate ai singoli membri del Comitato stesso. Inoltre, sono state apportate alcune modifiche alle funzioni dei diversi settori della BCE. Tali modifiche, in vigore rispettivamente dal 1° gennaio e dal 1° marzo 2002, sono riflesse nel nuovo organigramma della BCE, dal quale si evince con maggior precisione anche la natura collegiale delle decisioni del Comitato esecutivo, in materia di amministrazione ordinaria della BCE.

3.3 L'organigramma della BCE



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

4 Il “Dialogo sociale” nell’ambito del SEBC

Sulla base di un accordo con tre federazioni sindacali europee che rappresentano il personale impiegato presso il SEBC, la BCE conduce un Dialogo sociale con i rappresentanti del personale delle BCN e della BCE. L’obiettivo di tale Dialogo è di informare e discutere con il personale le decisioni che gli organi decisionali della BCE dovranno assumere, relativamente ai compiti del SEBC, ove esse

abbiano un impatto rilevante sulla situazione di impiego e sulle condizioni di lavoro presso le banche centrali. Nel 2001 si sono svolti due incontri in questo ambito. Gli argomenti di discussione hanno riguardato in primo luogo la stampa delle banconote in euro, ma anche l’evoluzione di TARGET e della vigilanza prudenziale.

5 I Comitati del SEBC

I Comitati del SEBC hanno continuato a svolgere un ruolo importante nell’esecuzione dei compiti dell’Eurosistema/SEBC. Nel luglio 2001 il Consiglio direttivo ha rinnovato il loro mandato confermando i rispettivi presidenti per altri tre anni. Su richiesta sia del Consiglio direttivo, sia del Comitato esecutivo, i Comitati hanno fornito la propria consulenza specialistica nei rispettivi settori di competenza agevolando il processo decisionale. I Comitati del SEBC sono composti da rappresentanti delle banche centrali dell’Eurosistema e, ove

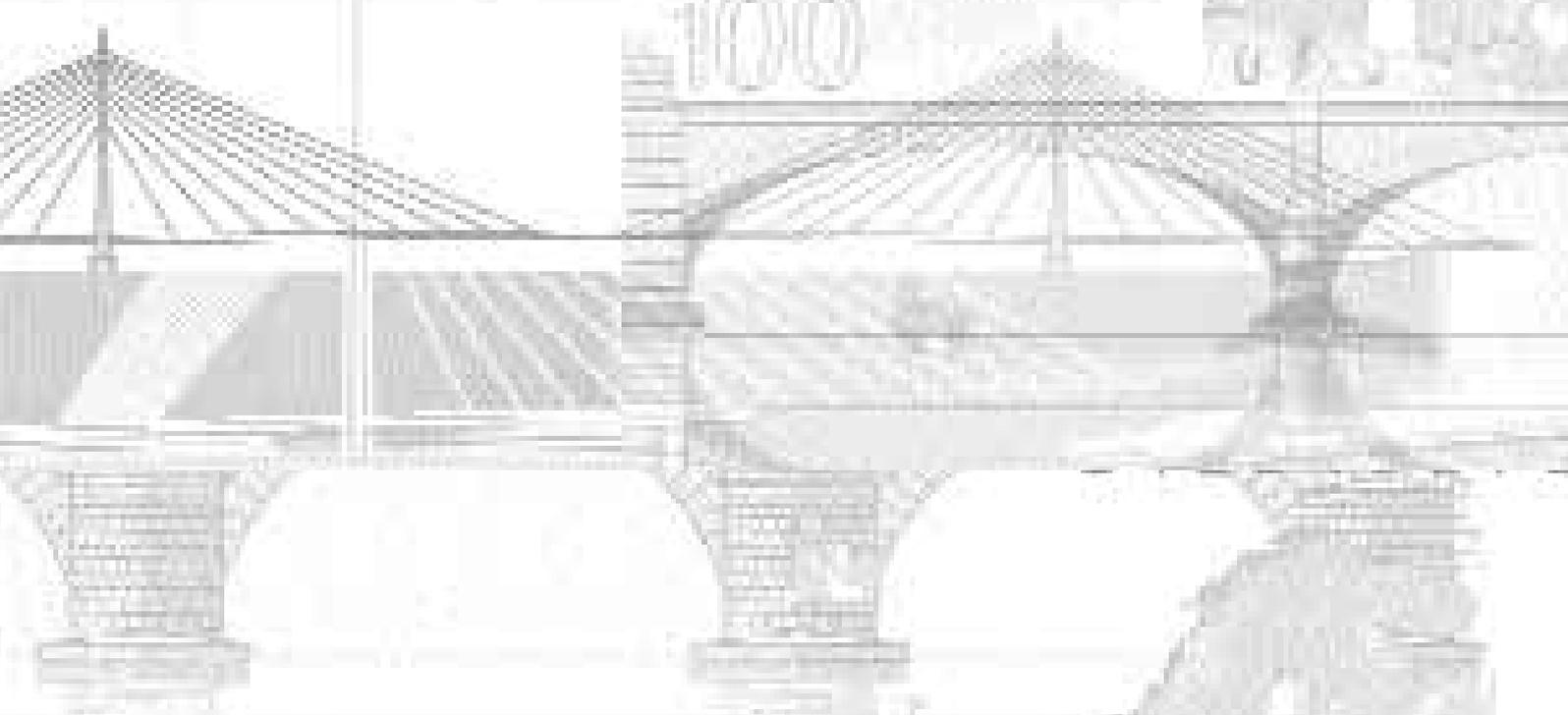
appropriato, di altri organismi competenti, quali le autorità di vigilanza nazionali nel caso del Comitato per la vigilanza bancaria. Anche ciascuna delle BCN degli Stati membri che non hanno ancora adottato l’euro ha nominato dei rappresentanti in ognuno dei Comitati del SEBC, che prendono parte alle riunioni quando vi si trattano questioni che rientrano nel campo di competenza del Consiglio generale. Attualmente esistono dodici Comitati SEBC, tutti istituiti ai sensi dell’Articolo 9 del *Regolamento interno della BCE*.

Comitati del SEBC e loro presidenti

Comitato per le Questioni Contabili Reddito Monetario (AMICO) Hanspeter K. Scheller	Comitato per le Relazioni Internazionali (IRC) Hervé Hannoun
Comitato per la Vigilanza Bancaria (BSC) Edgar Meister	Comitato Legale (LEGCO) Antonio Sáinz de Vicuña
Comitato per le Banconote (BANCO) Antti Heinonen	Comitato per le Operazioni di Mercato (MOC) Francesco Papadia
Comitato per le Comunicazioni Esterne (ECCO) Manfred J. Körber	Comitato per la Politica Monetaria (MPC) Gert Jan Hogeweg
Comitato per le Tecnologie Informatiche (ITC) Jim Etherington	Comitato per i Sistemi di Pagamento e Regolamento (PSSC) Jean-Michel Godeffroy
Comitato dei Revisori Interni (IAC) Michèle Caparello	Comitato per le Statistiche (STC) Peter Bull

Oltre ai Comitati del SEBC, su decisione del Consiglio direttivo e in base all'Articolo 15 del Regolamento interno, è stato costituito nel 1998 un Comitato per il bilancio preventivo. Tale Comitato, composto dai rappresentanti delle banche centrali dell'Eurosistema,

assiste il Consiglio direttivo nelle questioni relative al bilancio preventivo della BCE. Nel luglio 2001 il Consiglio direttivo ha approvato il mandato nuovo per il Comitato per il bilancio preventivo e ha confermato Liam Barron quale Presidente per altri tre anni.



Paesi Bassi: **ragazzi esaminano le prime banconote in euro, prelevate da un distributore automatico a Maastricht nei primi minuti del 1° gennaio 2002**

Capitolo XIII

Bilancio annuale della BCE e stato patrimoniale consolidato dell'Eurosistema per il 2001

Stato patrimoniale al 31 dicembre 2001

Attivo	Numero della nota	2001 €	2000 €
1 Oro e crediti in oro	1	7.766.265.040	7.040.906.565
2 Crediti denominati in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro	2		
2.1 Crediti verso l'FMI		72.074.161	0
2.2 Conti presso banche, investimenti in titoli, prestiti esteri e altre attività sull'estero		41.162.620.238	37.475.047.829
		41.234.694.399	37.475.047.829
3 Crediti denominati in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro	2	3.636.568.460	3.824.522.571
4 Crediti denominati in euro verso non residenti nell'area dell'euro	3		
Conti presso banche, investimenti in titoli e prestiti		391.170.869	698.252.463
5 Altri crediti denominati in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	4	0	288.143.000
6 Titoli denominati in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	5	4.423.742.115	3.667.731.194
7 Crediti interni all'Eurosistema	6		
Altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (su base netta)		9.697.303.920	13.080.794.017
8 Altre attività			
8.1 Immobilizzazioni materiali e immateriali	7.1	100.585.654	64.168.178
8.2 Altre attività finanziarie	7.2	92.762.198	81.758.341
8.3 Differenze di rivalutazione su strumenti fuori bilancio	7.3	0	251.564.471
8.4 Ratei e risconti attivi	7.4	620.508.777	862.316.142
8.5 Varie		97.569.394	3.747.484
		911.426.023	1.263.554.616
Totale attivo		68.061.170.826	67.338.952.255
Conti d'ordine:			
Attività a termine denominate in euro		0	2.885.697.468

Passivo	Numero della nota	2001 €	2000 €
1 Passività denominate in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	8	0	288.143.000
2 Passività denominate in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	9	1.022.000.000	1.080.000.000
3 Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro	10	271.375.580	3.421.112.123
4 Passività denominate in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro	11	17.192.783	0
5 Passività denominate in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro Depositi, conti e altre attività	11	5.840.349.099	4.803.381.255
6 Passività interne all'Eurosistema Passività equivalenti al trasferimento di riserve estere	12	40.497.150.000	39.468.950.000
7 Altre passività	13		
7.1 Ratei e risconti passivi		1.759.319.678	1.626.022.228
7.2 Varie		94.122.190	52.005.650
		1.853.441.868	1.678.027.878
8 Accantonamenti	14	2.803.216.269	2.637.039.135
9 Conti di rivalutazione	15	9.429.002.830	7.972.626.864
10 Capitale e riserve	16		
10.1 Capitale		4.097.229.250	3.999.550.250
10.2 Riserve		408.393.225	0
		4.505.622.475	3.999.550.250
11 Utile dell'esercizio		1.821.819.922	1.990.121.750
Totale passivo		68.061.170.826	67.338.952.255
Conti d'ordine: Passività a termine denominate in valuta estera		0	2.885.697.468

Conto economico per l'esercizio che si è concluso il 31 dicembre 2001

	Numero della nota	2001 €	2000 €
Interessi attivi su attività in valuta estera		1.707.431.459	2.507.164.892
Altri interessi attivi		2.271.129.068	4.657.469.867
<i>1.1 Interessi attivi</i>		3.978.724.527	7.164.634.759
Remunerazione dei crediti delle BCN relativi al trasferimento di riserve estere		(1.509.312.118)	(1.375.110.826)
Altri interessi passivi		(1.698.022.587)	(4.375.476.075)
<i>1.2 Interessi passivi</i>		(3.207.334.705)	(5.750.586.901)
1 Interessi attivi netti	1	771.389.822	1.414.047.858
2.1 Utili/perdite da negoziazione (realizzati) derivanti da operazioni finanziarie	2	1.351.881.733	3.352.768.266
2.2 Svalutazioni di attività e di posizioni finanziarie	3	(109.023.392)	(1.084.563)
2.3 Trasferimento ai/dai fondi per rischi di cambio e di prezzo		109.023.392	(2.600.000.000)
2 Risultato netto di operazioni finanziarie, svalutazioni e trasferimenti ai/dai fondi rischi		1.351.881.733	751.683.703
3 Proventi netti da provvigioni e commissioni	4	298.120	673.498
4 Altri proventi	5	1.393.851	904.158
Proventi totali netti		2.124.963.526	2.167.309.217
5 Spese per il personale	6 e 7	(97.288.818)	(80.275.827)
6 Spese di amministrazione	8	(185.712.394)	(82.808.524)
7 Ammortamento di immobilizzazioni materiali e immateriali		(20.142.392)	(14.103.116)
Utile netto dell'esercizio		1.821.819.922	1.990.121.750

Francoforte sul Meno, 12 marzo 2002

BANCA CENTRALE EUROPEA

Willem F. Duisenberg
Presidente

Criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio¹

Forma e presentazione del bilancio

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

Principi contabili

Sono stati applicati i seguenti principi contabili: trasparenza e aderenza alla realtà economica; prudenza; considerazione degli eventi successivi alla data di riferimento del bilancio; rilevanza; competenza; prospettiva della continuazione dell'attività (cd. "azienda in funzionamento"); coerenza e comparabilità.

Criteri generali

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

Oro, attività e passività in valuta estera

Le attività e passività denominate in valuta estera sono convertite in euro al tasso di cambio prevalente nel giorno di riferimento per la redazione del bilancio. Le rendite e le spese sono convertite al tasso di cambio prevalente al momento dell'operazione. La valu-

tazione delle attività e passività in valuta estera viene effettuata separatamente per ogni valuta, considerando sia le poste di bilancio sia quelle "fuori bilancio".

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

Per l'oro non viene effettuata alcuna distinzione fra le differenze di valutazione in base al prezzo e quelle relative al tasso di cambio. Viene infatti contabilizzata un'unica valutazione sulla base del prezzo in euro per oncia fine d'oro, determinato sulla scorta del tasso di cambio dell'euro rispetto al dollaro statunitense al 28 dicembre 2001.

Titoli

Tutti i titoli di debito negoziabili e le altre attività simili sono valutati ai prezzi medi di mercato prevalenti alla data di riferimento del bilancio. Per l'anno conclusosi il 31 dicembre 2001, sono stati applicati i prezzi medi di mercato del 28 dicembre 2001. I titoli non negoziabili sono valutati al costo.

Rilevazione delle rendite e delle spese

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

¹ I criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio della BCE sono stati definiti in dettaglio dal Consiglio direttivo con Decisione del 12 dicembre 2000 (BCE/2000/16), GU L 33, 2.2.2001.

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

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

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

Operazioni di vendita con patto di riacquisto

Le operazioni di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine sono iscritte nel passivo della situazione patrimoniale come depositi (ricevuti) garantiti. La situazione patrimoniale evidenzia l'ammontare dei depositi e il valore dei titoli a garanzia. I titoli oggetto di tali transazioni restano nella situazione patrimoniale della BCE e sono considerati come facenti ancora parte del portafoglio di provenienza. Le transazioni di questa specie relative a titoli denominati in valuta estera non hanno effetto sul costo medio della posizione in valuta.

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

Le operazioni di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine e le operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine (comprese le operazioni di prestito in titoli) eseguite attraverso la procedura automatica di prestito in titoli vengono registrate nell'ambito di tali voci di Stato patrimoniale solo nel caso in cui la garanzia per dette opera-

zioni venga fornita in contante dal richiedente il prestito per tutta la durata dell'operazione. Nel 2001 la BCE non ha ricevuto alcuna garanzia in contanti per tutta la durata dell'operazione.

Operazioni "fuori bilancio"

Le operazioni "fuori bilancio" in valuta, cioè gli acquisti o le vendite a termine di valuta, gli impegni a termine nell'ambito di *swap* in valuta e le altre operazioni in valuta che comportano lo scambio di una valuta contro un'altra a una data futura, concorrono a costituire la posizione netta in valuta al fine del calcolo degli utili o perdite in cambi. Le operazioni "fuori bilancio" su tassi di interesse sono valutate separatamente l'una dall'altra e assoggettate a un trattamento simile a quello utilizzato per i titoli. Per gli *swap* in valuta, la posizione a termine è rivalutata congiuntamente a quella a pronti. Di conseguenza, non scaturiscono differenze nette di valutazione poiché la valuta ricevuta e l'obbligo di restituzione della stessa sono valutati allo stesso tasso di cambio di mercato in euro. L'individuazione e il trattamento dei profitti e delle perdite derivanti dalle operazioni "fuori bilancio" avvengono secondo criteri simili a quelli applicati per le operazioni "sopra la linea".

Fatti contabili rilevanti successivi alla data di riferimento del bilancio

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

Saldi intra-SEBC

Le transazioni intra-SEBC sono operazioni transfrontaliere tra due banche centrali della UE. Queste operazioni hanno luogo

principalmente tramite TARGET² e danno origine a saldi bilaterali in appositi conti detenuti tra le BCN della UE collegate a TARGET. Tali saldi sono compensati alla fine di ogni giornata lavorativa tramite novazione nei confronti della BCE con la conseguenza che ogni BCN presenta un'unica posizione bilaterale netta, esclusivamente nei confronti della BCE. Tale posizione, appostata nei conti della BCE, rappresenta il credito o il debito netto di ogni BCN nei confronti del resto del SEBC.

I saldi intra-SEBC delle BCN partecipanti nei confronti della BCE (ad eccezione di quelli afferenti il capitale della BCE e il trasferimento delle attività di riserva alla BCE) sono indicati come crediti/debiti intra-Eurosistema ed esposti nella situazione patrimoniale della BCE in un'unica posizione netta attiva o passiva.

I saldi intra-SEBC delle BCN non partecipanti nei confronti della BCE sono indicati alla voce "Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro".

Immobilizzazioni materiali e immateriali

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

- Computer e relativi hardware e software, autoveicoli: 4 anni;
- Apparecchiature, mobili e impianti: 10 anni;
- Immobili e spese di ristrutturazione capitalizzate: 25 anni.

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

Piano pensionistico della BCE

La BCE applica uno schema pensionistico a contribuzione definita. Le attività di investimento previste, costituite al solo scopo di

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

Ingresso della Grecia nell'area dell'euro

A seguito dell'ingresso della Grecia nell'area dell'euro avvenuto il 1° gennaio 2001:³

- la Banca di Grecia ha trasferito alla BCE una somma pari a 97.679.000 euro, corrispondente al 95 per cento della propria quota nel capitale della BCE sottoscritto a integrazione del 5 per cento già versato;
- fra il 2 e il 5 gennaio 2001, in attuazione di quanto disposto all'Articolo 30.1 dello Statuto del SEBC, la Banca di Grecia ha trasferito attività di riserva in valuta estera alla BCE per un importo complessivo corrispondente a 1.278.260.161 euro.⁴ Tali attività di riserva in valuta estera comprendono consistenze in oro, dollari statunitensi e yen giapponesi in pari proporzione a quelle trasferite dalle altre BCN partecipanti all'inizio del 1999. La componente in valuta è stata trasferita sotto forma di contante e di titoli. Di conseguenza, alla Banca

2 TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system) è il Sistema transeuropeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale (cfr. anche Capitolo VII).

3 Decisione del Consiglio (2000/427/CE) del 19 giugno 2000 ai sensi dell'Articolo 122 (2) del Trattato sull'adozione da parte della Grecia della moneta unica il 1° gennaio 2001, dell'Articolo 49 dello Statuto del SEBC e degli atti giuridici adottati in relazione all'applicazione di tale Articolo da parte del Consiglio direttivo della BCE il 16 novembre 2000.

4 Tale importo è stato calcolato moltiplicando il valore in euro, al tasso di cambio prevalente il 29 dicembre 2000, delle attività di riserva in valuta estera già trasferite alla BCE da parte dei membri dell'Eurosistema per il rapporto fra le quote sottoscritte dalla Banca di Grecia e il numero di quote già versate dalle BCN senza deroga.

di Grecia è stato riconosciuto un credito nei confronti della BCE per un importo corrispondente al capitale versato e al controvalore in euro delle attività di riserva in valuta estera trasferite.

- dal deprezzamento dell'euro, soprattutto nei confronti del dollaro statunitense, è conseguito che l'importo in euro corrispondente alle attività di riserva in valuta estera trasferito dalla Banca di Grecia, calcolato applicando il tasso di cambio del 29 dicembre 2000, è stato maggiore rispetto a quello che sarebbe stato se la Banca di Grecia avesse trasferito tali attività assieme alle altre BCN partecipanti nel 1999. Se, peraltro, fosse stato attribuito un credito alla Banca di Grecia di 1.278.260.161 euro, ciò avrebbe comportato che la stessa avrebbe detenuto una quota sul totale dei crediti delle BCN partecipanti nei confronti della BCE superiore a quella che la sua quota di partecipazione al capitale della BCE le avrebbe effettivamente consentito. Di conseguenza, tale credito è stato ridotto, d'accordo con la Banca di Grecia, a 1.028.200.000 euro in modo tale che il credito della Banca di Grecia nei confronti della BCE sia in linea con la propria quota nel capitale della BCE.
- la differenza fra il credito rettificato e il valore delle attività trasferite è stata contabilizzata come quota parte dei contributi della Banca di Grecia, dovuti in base all'Articolo 49.2 dello Statuto del SEBC, agli accantonamenti e riserve della BCE esistenti al 31 dicembre 2000. L'importo

versato dalla Banca di Grecia in relazione a tali contributi è stato pari a 285.794.874 milioni di euro così articolati:

Apporti della Banca di Grecia ai sensi dell'Articolo 49.2 dello Statuto del SEBC

Accantonamenti e della BCE	Importo €	Nota allo stato patrimoniale
Accantonamenti speciali a fronte dei rischi di tasso di cambio e di interesse	67.732.230	14
Conti di rivalutazione	207.693.768	15
Fondo di riserva generale	10.368.876	16
Totale	285.794.874	

Il saldo rimanente pari a 35.734.713 euro è stato incassato il 30 marzo 2001 una volta approvato il bilancio della BCE per l'esercizio 2000.

Altre informazioni

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

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

Note allo Stato patrimoniale

1 Oro e crediti in oro

La BCE detiene 24,7 milioni di onces di oro fino (2000: 24 milioni). Nel corso del 2001 non è stata effettuata alcuna operazione in oro. L'incremento di questa voce è connesso con le operazioni di rivalutazione e con il trasferimento di oro da parte della Banca di Grecia ai sensi dell'Articolo 30.1 dello Statuto (cfr. le sezioni "Oro, attività e passività in valuta estera" e "Ingresso della Grecia nell'area dell'euro" nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

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

2.1 Crediti verso l'FMI

Questa voce dell'attivo rappresenta la quota detenuta da parte della BCE di diritti speciali di prelievo (DSP) alla data del 31 dicembre 2001. Nel 2001, la BCE ha deciso di stabilire un accordo di scambio con il Fondo Monetario Internazionale (FMI) nell'ambito del quale è stato stabilito che l'FMI è autorizzato a eseguire operazioni di vendita e di 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 determinato sulla base della somma ponderata dei tassi di cambio delle quattro principali valute (dollaro statunitense, sterlina inglese, yen giapponese ed euro). A fini contabili, i DSP sono considerati come attività in valuta estera (cfr. la sezione "Oro, attività e passività in valuta estera" nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

2.2 Conti presso banche, investimenti in titoli, prestiti esteri e altre attività sull'estero Crediti denominati in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro

Questi crediti sono rappresentati da saldi con banche estere, prestiti denominati in valuta estera e investimenti in titoli denominati in dollari statunitensi e yen giapponesi.

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

Tale voce dell'attivo comprende i depositi bancari in essere con non residenti nell'area dell'euro alla data del 31 dicembre 2001.

4 Altri crediti denominati in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro

Alla data del 31 dicembre 2001, non sono risultate in essere nei confronti di istituzioni creditizie nell'area dell'euro operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita collegate alla gestione dei fondi propri della BCE, ad eccezione di quelle eseguite mediante la procedura automatica per i prestiti in titoli (cfr. nota 18).

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

Questa voce comprende titoli di debito negoziabili emessi da specifici emittenti dell'area dell'euro con elevato livello di merito di credito.

6 Crediti interni all'Eurosistema

Questa voce comprende principalmente i saldi TARGET delle BCN partecipanti nei confronti della BCE (cfr. la sezione "Saldi intra-SEBC" nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

	2001 €	2000 €
Saldi TARGET a debito di BCN partecipanti	66.908.187.928	59.010.910.157
Saldi TARGET a credito di BCN partecipanti	(57.210.884.008)	(45.930.059.415)
Posizione netta	9.697.303.920	13.080.850.742

7 Altre attività

7.1 Immobilizzazioni materiali e immateriali

Queste attività, alla data del 31 dicembre 2001, comprendono le seguenti principali voci:

	Valore netto contabile al 31 dicembre 2001 €	Valore netto contabile al 31 dicembre 2000 €
Terreni ed edifici	39.288.068	1.305.097
Computer	28.703.744	21.042.849
Apparecchiature, mobili, impianti e autoveicoli	4.492.005	4.852.047
Immobilizzazioni in corso	8.077.125	21.691.248
Altre immobilizzazioni	20.024.712	15.276.937
Totale	100.585.654	64.168.178

Il principale incremento che si riscontra nella voce "Terreni ed edifici", si riferisce alla capitalizzazione dei costi per gli insediamenti della BCE presso la sua seconda sede, l'"Eurotheum", e ai trasferimenti effettuati dalla categoria "Immobilizzazioni in corso" a seguito dell'entrata in funzione dei beni nonché all'acquisizione di una residenza ufficiale per il Presidente della BCE.

7.2 Altre attività finanziarie

Le principali componenti di questa voce sono:

- a) Gli investimenti di portafoglio relativi al fondo pensioni della BCE, valutati in 53,9 milioni di euro (nel 2000: 42,9 milioni di euro). Tali attività rappresentano gli investi-

menti dei contributi previdenziali a carico della BCE e del personale che risultavano accumulati al 31 dicembre 2001; tali investimenti sono amministrati da un gestore esterno. I contributi previdenziali ordinari della BCE e dei partecipanti allo schema pensionistico sono stati oggetto di investimenti su base mensile. Le attività del fondo pensioni sono mantenute distinte dalle altre attività finanziarie della BCE; i relativi redditi netti non confluiscono nel risultato economico della BCE, bensì, nelle more del pagamento delle prestazioni pensionistiche, vengono reinvestiti nel fondo stesso. Il valore delle attività a fronte dello schema pensionistico viene determinato dal gestore esterno utilizzando i prezzi di mercato di fine anno.

- b) La BCE detiene 3.000 azioni della Banca per i regolamenti internazionali, contabilizzate al costo di acquisto di 38,5 milioni di euro.

7.3 Ratei e risconti attivi

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

7.4 Partite varie attive

L'incremento di questa voce per il 2001 è dovuto principalmente alla capitalizzazione dei costi di produzione delle banconote in euro al fine di costituire una riserva di biglietti in euro per l'Eurosistema. Tali costi sono stati sostenuti in prima istanza dalla BCE in attesa di assegnare tale giacenza alle BCN al prezzo di costo.

Questa voce comprende anche 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.

8 Passività denominate in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro

Alla data del 31 dicembre 2001 non sono risultate in essere nei confronti di istituzioni creditizie dell'area dell'euro operazioni temporanee di vendita con patto di riacquisto connesse alla gestione dei fondi propri della BCE, ad eccezione di quelle eseguite mediante la procedura automatica per i prestiti in titoli (*automatic securities lending programme*) (cfr. nota 18).

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

Questa 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.

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

Queste passività sono costituite principalmente dai saldi debitori della BCE nei confronti delle BCN non facenti parte dell'Eurosistema derivanti dalle operazioni effettuate tramite il sistema TARGET (cfr. la sezione "Saldo intra-SEBC" nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

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

Questa voce riporta le passività derivanti da operazioni di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine effettuate con residenti e non residenti nell'area dell'euro connesse alla gestione delle riserve in valuta estera della BCE.

12 Passività interne all'Eurosistema

Rappresentano le passività verso le BCN partecipanti derivanti dal trasferimento di riserve in valuta estera alla BCE. Le passività originarie sono state denominate in euro su base fissa determinata dal valore delle attività all'epoca del loro trasferimento e vengono remunerate al tasso applicato per le operazioni di rifinanziamento a breve termine dell'Eurosistema, corretto per tenere conto della componente infruttifera rappresentata dall'oro (cfr. "Note al conto economico", nota 1). L'incremento del totale della voce è determinato dal trasferimento delle attività da parte della Banca di Grecia all'inizio del 2001 (cfr. la sezione "Ingresso della Grecia nell'area dell'euro" nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

	Quote di partecipazione al capitale della BCE (in percentuale) €	
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,8658	1.432.900.000
Deutsche Bundesbank	24,4935	12.246.750.000
Banca di Grecia	2,0564	1.028.200.000
Banco de España	8,8935	4.446.750.000
Banque de France	16,8337	8.416.850.000
Central Bank of Ireland	0,8496	424.800.000
Banca d'Italia	14,8950	7.447.500.000
Banque centrale du Luxembourg	0,1492	74.600.000
De Nederlandsche Bank	4,2780	2.139.000.000
Oesterreichische Nationalbank	2,3594	1.179.700.000
Banco de Portugal	1,9232	961.600.000
Suomen Pankki/ Finlands Bank	1,3970	698.500.000
Totale	80,9943	40.497.150.000

13 Altre passività

La voce comprende principalmente interessi dovuti alle BCN in relazione ai crediti derivanti dal trasferimento delle attività di riserva alla BCE (cfr. nota 12). Questa voce include anche le passività della BCE connesse con il fondo pensioni per una somma pari a 53,9 milioni di euro (42,9 milioni di euro nel 2000), nonché altri ratei passivi.

14 Accantonamenti

Alla data del 31 dicembre 2001, in considerazione dell'elevata esposizione della BCE ai rischi di cambio e di tasso di interesse e della dimensione delle sue riserve da rivalutazione, è stato ritenuto opportuno costituire uno speciale accantonamento, volto a fronteggiare tali rischi, ammontante a 2.600 milioni di euro. Ai sensi dell'Articolo 49.2 dello Statuto del SEBC anche la Banca di Grecia ha contribuito a questi accantonamenti nel marzo 2001 per una somma pari a 67,7 milioni di euro (cfr. la sezione "Ingresso della Grecia nell'area dell'euro" nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio). Con cadenza annuale si valuterà se permanga l'esigenza di tale accantonamento.

Questa voce comprende anche gli accantonamenti per spese di amministrazione relative a beni e servizi. In base all'annuncio dato nel 2001 dalla BCE dell'intenzione di acquistare un terreno nella città di Francoforte sul Meno ove edificare la propria sede permanente, si è ritenuto opportuno costituire un idoneo accantonamento a fronte degli obblighi contrattuali connessi con l'impegno di ripristinare le condizioni originarie dell'edificio, attuale sede della BCE, dopo il rilascio dei locali.

15 Conti di rivalutazione

Tali conti rappresentano riserve da rivalutazione originate da plusvalenze non realizzate rilevate su attività e passività. I saldi comprendono i contributi erogati dalla Banca di Grecia ai sensi dell'Articolo 49.2 dello Statuto del

SEBC (cfr. la sezione "Ingresso della Grecia nell'area dell'euro" nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

	2001 €	2000 €
Oro	1.691.913.278	1.120.787.564
Valuta estera	7.428.130.700	6.228.835.267
Titoli	308.958.852	623.004.033
Totale	9.429.002.830	7.972.626.864

16 Capitale e riserve

Capitale

L'ammontare sottoscritto e interamente versato dalle BCN partecipanti a valere sul capitale della BCE (5 miliardi di euro) è pari a euro 4.049.715.000, così ripartiti:

	Quote di partecipazione al capitale della BCE (in percentuale)	€
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,8658	143.290.000
Deutsche Bundesbank	24,4935	1.224.675.000
Banca di Grecia	2,0564	102.820.000
Banco de España	8,8935	444.675.000
Banque de France	16,8337	841.685.000
Central Bank of Ireland	0,8496	42.480.000
Banca d'Italia	14,8950	744.750.000
Banque centrale du Luxembourg	0,1492	7.460.000
De Nederlandsche Bank	4,2780	213.900.000
Oesterreichische Nationalbank	2,3594	117.970.000
Banco de Portugal	1,9232	96.160.000
Suomen Pankki/ Finlands Bank	1,3970	69.850.000
Totale	80,9943	4.049.715.000

Le contribuzioni delle BCN non partecipanti pari al 5 per cento dell'ammontare che le stesse dovrebbero versare qualora i Paesi di rispettiva appartenenza partecipassero all'Unione monetaria, ammontano a euro 47.514.250 così ripartiti:

	Quote di partecipazione al capitale della BCE (in percentuale) €	
Danmarks Nationalbank	1,6709	4.177.250
Sveriges Riksbank	2,6537	6.634.250
Bank of England	14,6811	36.702.750
Totale	19,0057	47.514.250

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

Riserve

Sulla base dell'Articolo 33 dello Statuto del SEBC e a seguito della Decisione del Consiglio direttivo del 29 marzo 2001, un ammontare pari a 398 milioni di euro dell'utile netto dell'esercizio che si è concluso al 31 dicembre 2000 è stato trasferito al fondo di riserva generale. I rimanenti 10,4 milioni di euro inclusi in questa sottovoce si riferiscono ai contributi della Banca di Grecia alle riserve della BCE effettuati ai sensi dell'Articolo 49.2 dello Statuto del SEBC (cfr. la sezione "Ingresso della Grecia nell'area dell'euro" nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

17 Eventi successivi alla data di riferimento del bilancio

Il Consiglio Direttivo ha stabilito che la BCE e le dodici BCN partecipanti che, assieme formano l'Eurosistema, emettano le banconote in euro a partire dal 1° gennaio 2002.⁵ Alla BCE è stata attribuita una quota pari all'8 per cento del valore totale delle banconote in euro in circolazione dal 2002, mentre il restante 92 per cento sarà emesso dalle dodici BCN.

La quota della BCE sul totale dell'emissione delle banconote in euro troverà contropartita nei crediti nei confronti delle BCN dal momento che sono queste ultime a immettere le banconote in circolazione. Tali crediti, che produrranno interessi,⁶ saranno ripartiti fra le BCN in proporzione alle rispettive quote di capitale sottoscritto della BCE.

18 Procedura automatica per i prestiti in titoli (*Automatic security lending programme*)

Per gestire una parte dei fondi propri la BCE ha aderito nel 2001 a un accordo per una procedura automatica per i prestiti in titoli (*automatic security lending programme*) nell'ambito della quale è stato nominato un agente gestore dei titoli con l'incarico di effettuare operazioni di prestito in titoli per conto della BCE con un determinato numero di controparti ritenute idonee dalla stessa BCE. Sulla base di questo accordo al 31 dicembre 2001 risultavano in essere operazioni di vendita a pronti con patto di riacquisto e operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita, per un valore pari a 1,6 miliardi di euro (cfr. la sezione "Operazioni di vendita con patto di riacquisto" nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

19 Voci "fuori bilancio"

Le attività e le passività a termine alla data del 31 dicembre 2000 relative a contratti *swap* in valuta estera sono state liquidate nel corso del 2001.

Alla data del 31 dicembre 2001 non vi erano esposizioni rilevanti per passività potenziali.

⁵ Decisione della BCE del 6 dicembre 2001 avente per oggetto l'emissione delle banconote in euro (BCE/2001/15), GU L 337 del 20.12.2001, pp. 52-54.

⁶ Decisione della BCE del 6 dicembre 2001 avente per oggetto la distribuzione del reddito monetario delle banche centrali nazionali degli Stati membri dall'esercizio 2002 (BCE/2001/16) GU L 337 del 20 dicembre 2001, pp. 55-61.

Note al Conto economico

I Interessi attivi netti

Questa voce comprende interessi attivi, al netto di quelli passivi, relativi alle attività e passività denominate in valuta estera e interessi attivi netti sui saldi connessi a transazioni TARGET e su attività/passività denominate in euro. La remunerazione dei crediti delle BCN verso la BCE a fronte del trasferimento di attività di riserva ai sensi dell'Articolo 30.I dello Statuto del SEBC viene evidenziato a parte.

Gli interessi su attività di riserva in valuta estera sono di seguito evidenziati separatamente dagli interessi su passività di riserva in valuta estera:

	2001 €	2000 €
Interessi attivi lordi su attività di riserva in valuta estera	1.851.694.324	2.734.740.519
Interessi passivi lordi su passività di riserva in valuta estera	(144.262.865)	(227.575.627)
Interessi netti derivanti da attività di riserva in valuta estera	1.707.431.459	2.507.164.892

Il decremento degli interessi attivi netti rispetto al 2000 è dovuto principalmente a minori interessi su attività denominate in dollari statunitensi. Tale diminuzione è stata in parte compensata da una maggiore remunerazione percepita sui saldi rivenienti dalle transazioni TARGET, risultati in media più elevati nel 2001 rispetto al 2000.

I saldi delle voci "Altri interessi attivi" e "Altri interessi passivi" nel 2001 sono diminuiti a causa principalmente della compensazione bilaterale dei saldi TARGET attivata a partire dal 30 novembre 2000. Tutti i saldi bilaterali relativi a TARGET fra le BCN della UE e la BCE sono compensati alla fine di ogni giornata lavorativa tramite novazione nei confronti della BCE in modo che ogni BCN abbia una unica posizione bilaterale netta, esclusiva-

mente nei confronti della BCE (cfr. la sezione "Salda Intra-SEBC" nella note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

2 Utili/perdite da negoziazione derivanti da operazioni finanziarie

Utili netti da negoziazione sono stati realizzati principalmente a fronte di vendite di titoli effettuate nell'ambito della gestione ordinaria di portafoglio. Il decremento in questa voce, rispetto al 2000, è dovuto ai rilevanti utili conseguiti nel 2000 dagli interventi sul mercato valutario. Questa voce comprende anche gli utili realizzati per effetto delle cessioni dei proventi in valuta estera accumulati dall'inizio del 1999. Nel 2001 non sono stati effettuati interventi sul mercato valutario; sono state altresì sospese le cessioni dei proventi in valuta estera.

3 Svalutazioni di attività e posizioni finanziarie

Tali oneri sono dovuti quasi interamente all'appostazione di svalutazioni in diminuzione del costo di acquisizione di singoli titoli esposti nello Stato patrimoniale al prezzo di mercato del 31 dicembre 2001 a seguito della discesa delle relative quotazioni nella seconda parte del 2001 (cfr. "Rilevazione delle rendite e delle spese" nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

4 Proventi netti da provvigioni e commissioni

Questa voce comprende le rendite e le spese di seguito indicate. Le rendite sono derivate dall'applicazione di penalità alle banche per il mancato adempimento degli obblighi di riserva.

	2001 €	2000 €
Provvigioni e commissioni attive	931.206	1.296.112
Provvigioni e commissioni passive	(633.086)	(622.614)
Proventi netti da provvigioni e commissioni	298.120	673.498

5 Altre rendite

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

6 Spese per il personale

La voce comprende gli stipendi e le indennità per un importo pari a 82 milioni di euro (67 milioni di euro nel 2000), nonché i contributi a carico del datore di lavoro per il fondo pensioni della BCE e per l'assicurazione contro le malattie e per gli infortuni. Gli emolumenti corrisposti ai componenti il Comitato esecutivo della BCE ammontano a 1,9 milioni di euro (1,8 milioni nel 2000). Nel corso dell'anno non sono state liquidate pensioni a precedenti membri del Comitato esecutivo, né a persone a carico degli stessi. Gli stipendi e le indennità del personale, ivi comprese le remunerazioni dei dirigenti di grado superiore, sono in sostanza basati sullo schema retributivo delle Comunità europee e sono quindi confrontabili con esso.

Alla fine del 2001 la BCE presentava un organico di 1.043 dipendenti, di cui 75 dirigenti. Il numero medio dei dipendenti della BCE nel 2001 è stato di 997 unità, rispetto alle 823 del 2000. Nel periodo in esame sono stati assunti 176 dipendenti aggiuntivi, mentre 74 hanno rassegnato le dimissioni.

7 Piano pensionistico della BCE

La normativa che regola il piano pensionistico prevede una valutazione attuariale triennale completa. L'ultima valutazione attuariale è stata condotta con riferimento al 31 dicembre 2000 utilizzando il metodo *Projected Unit Credit*, nel rispetto delle passività minime corrispondenti agli importi forfettari pagabili al personale all'atto della cessazione dal servizio.

Il costo pensionistico relativo al predetto piano viene valutato secondo le indicazioni di un attuario qualificato. Il costo pensionistico complessivo per la BCE, inclusi gli accantonamenti per sussidi di invalidità e a pensionati, è stato di 14,9 milioni di euro (13,1 milioni di euro nel 2000). Questo ammontare comprende accantonamenti per le pensioni dei membri del Comitato esecutivo di 0,7 milioni di euro (0,6 milioni di euro nel 2000). Per il futuro si calcola che la BCE dovrà effettuare contribuzioni nella misura del 16,5 per cento delle voci pensionabili relative a tutto il personale.

8 Altre spese di amministrazione

In questa voce rientrano tutte le altre spese correnti relative agli affitti per immobili, alla manutenzione degli immobili, ai beni e alle apparecchiature di natura non capitalizzabile, agli onorari professionali e agli altri servizi e forniture nonché le spese sostenute per l'assunzione, il trasferimento, l'insediamento, l'addestramento e il rientro del personale nella sede di origine.

L'incremento delle spese di amministrazione è dovuto principalmente ai costi aggiuntivi relativi alla seconda sede della BCE, l'edificio della Eurotheum, nonché a maggiori oneri per consulenze, connessi questi ultimi principalmente con la preparazione della Campagna di informazione Euro 2002.

Al Presidente e al Consiglio direttivo
della Banca centrale europea

Francoforte sul Meno

Abbiamo esaminato l'accluso bilancio della Banca centrale europea al 31 dicembre 2001. Il Comitato esecutivo della Banca centrale europea è responsabile della redazione dei conti. È nostra responsabilità formarvi un'opinione indipendente sui conti stessi sulla base della nostra revisione e riferirvi tale opinione.

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

A nostro avviso i conti annuali, che sono stati redatti in base ai criteri contabili indicati nella prima parte della relativa nota integrativa, rappresentano in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria della Banca centrale europea al 31 dicembre 2001 e il risultato economico dell'esercizio che si è concluso in quella data.

Francoforte sul Meno, 13 marzo 2002

PricewaterhouseCoopers

GmbH
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

[firmato]
(Wagener)
Revisore dei conti

[firmato]
(Kern)
Revisore dei conti

Nota sulla distribuzione dell'utile netto

Questo documento non costituisce parte integrante del bilancio della BCE per l'anno 2001. Esso viene pubblicato nel Rapporto annuale per finalità informative.

Distribuzione dell'utile

L'Articolo 33 dello Statuto del SEBC stabilisce che l'utile netto della BCE è distribuito come segue:

- un importo determinato dal Consiglio direttivo, che non può superare il 20 per cento dell'utile netto, è trasferito al fondo di riserva generale entro un limite pari al 100 per cento del capitale;
- il rimanente utile netto è ripartito fra i detentori di quote della BCE in misura proporzionale alle rispettive quote versate.

Ai sensi di tale Articolo, il Consiglio direttivo ha deciso in data 21 marzo 2002 di trasferire una somma pari a 364 milioni di euro al fondo di riserva generale, consentendo la distribuzione dell'utile netto residuo alle banche centrali nazionali partecipanti in misura proporzionale alle rispettive quote versate del capitale sociale.

Le banche centrali nazionali non partecipanti non hanno titolo a ricevere quote di distribuzione dell'utile netto.

	2001 €	2000 €
Utile netto di esercizio	1.821.819.922	1.990.121.750
Trasferimenti al fondo di riserva generale	(364.363.984)	(398.024.350)
Utile netto distribuibile	1.457.455.938	1.592.097.400
Distribuzione alle BCN	(1.457.455.938)	(1.592.097.400)
Totale	0	0

Stato patrimoniale consolidato dell'Eurosistema al 31 dicembre 2001

(in milioni di euro)

Attivo	31 dicembre 2001	1° gennaio 2001 *	31 dicembre 2000
1 Oro e crediti in oro	126.801	118.610	117.073
2 Crediti denominati in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro			
2.1 Crediti verso l'FMI	32.008	27.106	26.738
2.2 Conti presso banche, investimenti in titoli, prestiti esteri e altre attività sull'estero	232.957	243.545	232.087
	264.965	270.651	258.825
3 Crediti denominati in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro	24.805	19.100	15.786
4 Crediti denominati in euro verso non residenti nell'area dell'euro			
4.1 Conti presso banche, investimenti in titoli e prestiti	5.707	4.149	3.750
4.2 Crediti derivanti dalla linea di credito nel quadro dello SME II	0	0	0
	5.707	4.149	3.750
5 Rifinanziamento denominato in euro a favore di istituzioni creditizie dell'area dell'euro connesso a operazioni di politica monetaria			
5.1 Operazioni di rifinanziamento principali	142.000	222.988	222.988
5.2 Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	60.000	45.000	45.000
5.3 Operazioni temporanee di <i>fine tuning</i>	0	0	0
5.4 Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0
5.5 Operazioni di rifinanziamento marginale	1.573	608	608
5.6 Crediti connessi a richieste di margini	24	53	53
	203.598	268.648	268.648
6 Altri crediti denominati in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	487	2.286	578
7 Titoli denominati in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	27.984	29.059	26.071
8 Crediti denominati in euro verso le Amministrazioni pubbliche	68.603	69.375	57.671
9 Altre attività	90.813	91.208	87.676
Totale attivo	813.762	873.086	836.078

Il totale generale e i totali parziali potrebbero non quadrare per effetto degli arrotondamenti.

* Il Bilancio consolidato al 1° gennaio 2001 mostra, al fine di poter effettuare un confronto, gli effetti dell'ingresso della Banca di Grecia nell'Eurosistema in tale data. I cambiamenti derivano principalmente dall'inclusione dei crediti e dei debiti della Banca di Grecia nonché dalla riclassificazione dei crediti e dei debiti dell'Eurosistema verso residenti in Grecia come crediti e debiti verso residenti nell'area dell'euro.

Passivo	31 dicembre 2001	1° gennaio 2001 *	31 dicembre 2000
1 Banconote in circolazione	269.556	380.281	371.370
2 Passività denominate in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro connesse a operazioni di politica monetaria			
2.1 Conti correnti (inclusi i depositi di riserva obbligatoria)	147.580	126.599	124.402
2.2 Depositi <i>overnight</i>	488	240	240
2.3 Depositi a tempo determinato	0	0	0
2.4 Operazioni temporanee di <i>fine tuning</i>	0	0	0
2.5 Depositi connessi a richieste di margini	4	0	10
	148.072	126.839	124.642
3 Altre passività denominate in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	37.159	10.950	305
4 Certificati di debito emessi	2.939	3.784	3.784
5 Passività denominate in euro verso altri residenti nell'area dell'euro			
5.1 Passività verso le Amministrazioni pubbliche	44.970	53.894	53.353
5.2 Altre passività	6.307	6.020	3.694
	51.277	59.914	57.047
6 Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro	9.446	11.412	10.824
7 Passività denominate in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro	2.525	6.143	806
8 Passività denominate in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro			
8.1 Depositi, conti diversi e altre passività	20.227	14.193	12.414
8.2 Passività derivanti dalla linea di credito nel quadro dello SME II	0	0	0
	20.227	14.193	12.414
9 Contropartita dei diritti speciali di prelievo assegnati dall'FMI	6.967	6.848	6.702
10 Altre passività	76.107	74.691	72.215
11 Conti di rivalutazione	125.367	117.972	117.986
12 Capitale e riserve	64.118	60.059	57.921
Totale passivo	813.762	873.086	836.078

Allegati

Glossario

Accesso remoto (a uno STIF) [remote access to an IFTS]: la procedura che consente a una **istituzione creditizia** situata in un paese (“paese d’origine”), di partecipare direttamente a un **sistema di trasferimento interbancario di fondi (STIF)** situato in un altro paese (“paese ospite”) e, a questo scopo, di detenere un conto di regolamento a proprio nome presso la banca centrale del paese ospite, senza necessariamente possedere una filiale in quel paese.

Acquis communautaire: termine usato comunemente per fare riferimento all’intero corpo legislativo comunitario, che comprende i Trattati, i regolamenti e le direttive della UE. I paesi devono aver recepito l’*acquis communautaire* esistente al momento dell’adesione.

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

Aggregati monetari [monetary aggregates]: somma delle **banconote e monete in circolazione** e delle consistenze in essere di alcune passività delle **Istituzioni finanziarie monetarie** e delle Amministrazioni centrali (Poste, Tesoro) il cui “carattere monetario” è particolarmente evidente (ossia la cui liquidità, intesa in senso lato, è elevata). L’aggregato monetario ristretto **M1** è definito come la somma delle banconote e monete in circolazione e dei **depositi a vista**. L’aggregato monetario “intermedio” **M2** è dato dalla somma di M1, dei **depositi con durata prestabilita** fino a due anni e dei **depositi rimborsabili su preavviso** fino a tre mesi. L’aggregato monetario ampio **M3** comprende M2 più le **operazioni pronti contro termine**, le quote dei fondi comuni monetari e i titoli del mercato monetario e le obbligazioni con scadenza fino a due anni. Il **Consiglio direttivo** ha annunciato un valore di riferimento per la crescita di M3 (cfr. anche **valore di riferimento per la crescita monetaria**).

Amministrazioni pubbliche [general government]: comprendono l’Amministrazione centrale, quelle statali (nei paesi a struttura federale) e locali e gli enti di previdenza, conformemente alla definizione del **Sistema europeo di conti nazionali 1995**.

Area dell’euro [euro area]: l’area comprendente gli Stati membri che hanno introdotto l’**euro** come moneta unica, secondo quanto previsto dal **Trattato**, e in cui viene attuata una politica monetaria unica sotto la responsabilità del **Consiglio direttivo** della **Banca centrale europea**. L’area dell’euro comprende attualmente Belgio, Germania, Grecia (entrata a farne parte il 1° gennaio 2001), Spagna, Francia, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia.

Associazione bancaria per l’euro [Euro Banking Association (EBA)]: organizzazione tra banche che costituisce un foro per l’indagine e la discussione di tutte le questioni di interesse per i suoi membri e, in particolare, di quelle relative all’uso dell’**euro** e al regolamento delle transazioni in euro. L’EBA ha istituito una Società di compensazione (ABE Clearing, Société par Actions Simplifiée à capital variable) con l’obiettivo di gestire il Sistema di compensazione in euro dal 1° gennaio 1999. Il Sistema di compensazione in euro (Euro 1) succede al Sistema di compensazione e regolamento dell’ECU.

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

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

Attività di primo livello [tier one asset]: un'attività negoziabile che soddisfa determinati criteri di idoneità, specificati dalla **BCE**, uniformi per tutta l'**area dell'euro**.

Attività di secondo livello [tier two asset]: un'attività negoziabile o non negoziabile che soddisfa determinati criteri di idoneità stabiliti da una banca centrale nazionale e soggetti ad approvazione da parte dalla **BCE**.

Banca centrale europea (BCE) [European Central Bank (ECB)]: la BCE è il centro del **Sistema europeo di banche centrali (SEBC)** e dell'**Eurosistema** e ha personalità giuridica in base alla legislazione comunitaria. Essa assicura che i compiti assegnati all'**Eurosistema** e al **SEBC** siano svolti per mezzo delle proprie attività o per il tramite delle banche centrali nazionali, secondo lo Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea. La BCE è governata dal **Consiglio direttivo**, dal **Comitato esecutivo** e, in qualità di terzo organo decisionale, dal **Consiglio generale**.

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

Banconote e monete in circolazione [currency in circulation]: le banconote e le monete comunemente utilizzate per effettuare pagamenti, cioè le banconote denominate in euro e nelle valute legali emesse dall'**Eurosistema** e da altre **Istituzioni finanziarie monetarie (IFM)** dell'**area dell'euro** (in Irlanda e nel Lussemburgo) e le monete coniate da alcune banche centrali dell'**Eurosistema** e dai governi nazionali. Per l'intero 2002, le banconote e le monete in circolazione comprenderanno le unità monetarie nazionali confluite nell'euro, anche se l'euro è dal 1° marzo 2002 l'unica valuta ad avere corso legale in tutti i paesi dell'area dell'euro. Questa decisione è stata presa in considerazione del fatto che le unità monetarie nazionali possono essere convertite in euro facilmente e a un tasso di conversione fisso. Le banconote e monete in circolazione comprese in **M3** sono da intendersi al netto, cioè si riferiscono soltanto a quelle detenute al di fuori del settore delle IFM (nel **bilancio consolidato delle IFM**, pertanto, le banconote e monete emesse, ma detenute da IFM – cioè la "cassa contante" – vengono sottratte). Le banconote e monete in circolazione non comprendono gli stock di banconote detenute dalle banche centrali (in quanto non emesse), né le monete commemorative, che non vengono comunemente utilizzate per effettuare pagamenti.

Benchmark: quando è utilizzato con riferimento agli investimenti finanziari, questo termine indica un portafoglio di riferimento, o indice, costruito in funzione degli obiettivi di liquidità, rischio e remuneratività degli investimenti stessi. Il *benchmark* serve come termine di raffronto per la valutazione dell'andamento del portafoglio effettivo. Con riferimento alla gestione delle riserve in valuta della **Banca centrale europea (BCE)**, il *benchmark* strategico rappresenta un portafoglio di riferimento che riflette le preferenze di lungo periodo della BCE in termini di rischio e rendimento; viene modificato solo in circostanze eccezionali. Il *benchmark* tattico riflette le preferenze della BCE in termini

di rischio e rendimento su un orizzonte temporale di pochi mesi, definite in base alle condizioni di mercato prevalenti, e viene rivisto mensilmente.

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

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

Coefficiente di riserva [reserve ratio]: rapporto definito dalla banca centrale per ciascuna delle categorie di **passività soggette a riserva**. Tale rapporto è utilizzato per il calcolo della **riserva obbligatoria**.

Collegamento tra sistemi di regolamento delle transazioni in titoli [link between securities settlement systems]: procedure e accordi che collegano due **sistemi di regolamento delle transazioni in titoli** consentendo il trasferimento di titoli tra paesi diversi mediante scrittura contabile.

Comitato economico e finanziario [Economic and Financial Committee]: organo consultivo della Comunità, istituito all'inizio della Terza fase dell'**Unione economica e monetaria** in concomitanza con lo scioglimento del Comitato monetario. Gli Stati membri, la **Commissione europea** e la **Banca centrale europea (BCE)** nominano ciascuno non più di due membri del Comitato. Uno dei membri nominati da ciascuno Stato membro è scelto tra gli alti funzionari dell'Amministrazione statale del paese; l'altro membro tra gli alti funzionari della rispettiva banca centrale nazionale. L'articolo 114 (2) del **Trattato** elenca i compiti del Comitato economico e finanziario, che comprendono l'esame della situazione economica e finanziaria degli Stati membri della Comunità.

Comitato esecutivo [Executive Board]: uno degli organi decisionali della **Banca centrale europea (BCE)**. Comprende il Presidente, il Vicepresidente e altri quattro membri nominati di comune accordo dai capi di Stato o di governo degli Stati membri che hanno introdotto l'**euro**.

Commissione europea [European Commission] o Commissione delle Comunità europee [Commission of the European Communities]: l'istituzione della Comunità europea che assicura l'applicazione delle disposizioni del **Trattato**, ha potere di iniziativa in materia di politiche comunitarie, propone la legislazione comunitaria ed esercita poteri in aree specifiche. Nel campo della politica economica la Commissione formula indirizzi di massima per le politiche economiche della Comunità e riferisce al **Consiglio UE** sull'evoluzione economica e le politiche economiche. Tiene sotto osservazione l'evoluzione della finanza pubblica nel quadro della sorveglianza multilaterale e presenta rapporti al Consiglio. È composta da venti membri, di cui due provenienti da Germania, Spagna, Francia, Italia e Regno Unito, e uno da ciascuno degli altri Stati membri.

Committee of European Securities Regulators (CESR): comitato, istituito nel giugno 2001 e composto da rappresentanti delle autorità nazionali che svolgono funzioni di regolamentazione dei mercati dei titoli. Fornisce consulenza alla **Commissione europea** sulle politiche attinenti ai titoli e svolge un ruolo importante nella conversione della legge comunitaria all'interno degli Stati membri.

Consegna anticipata di prima istanza [frontloading]: la distribuzione di banconote e/o monete in **euro** alle **istituzioni creditizie** prima del 2002.

Consegna anticipata di seconda istanza [sub-frontloading]: la distribuzione di banconote e/o monete in **euro** da parte delle **istituzioni creditizie** a determinati gruppi di operatori (ad esempio ai dettaglianti, alle società di trasporto valori, al settore delle macchine che accettano banconote e monete e al pubblico) prima del 2002.

Consiglio dei ministri [Council of Ministers]: cfr. **Consiglio UE**.

Consiglio direttivo [Governing Council]: l'organo decisionale supremo della **Banca centrale europea (BCE)**. Comprende tutti i membri del **Comitato esecutivo** della BCE e i governatori delle banche centrali nazionali degli Stati membri che hanno introdotto l'**euro**.

Consiglio europeo [European Council]: fornisce all'Unione europea l'impulso necessario allo sviluppo delle sue attività e ne definisce gli indirizzi politici generali. È composto dai capi di Stato o di governo degli Stati membri e dal Presidente della **Commissione europea** (cfr. anche **Consiglio UE**).

Consiglio generale [General Council]: uno degli organi decisionali della **Banca centrale europea (BCE)**. Comprende il Presidente e il Vicepresidente della BCE e i governatori di tutte le quindici banche centrali nazionali della UE.

Consiglio UE [EU Council]: organismo della Comunità europea composto dai rappresentanti dei governi degli Stati membri, in generale i ministri responsabili degli argomenti in esame (pertanto, viene spesso chiamato Consiglio dei ministri). La riunione del Consiglio UE nella composizione dei ministri delle finanze e dell'economia viene spesso denominata Consiglio **Ecofin**. Inoltre, possono aversi riunioni del Consiglio UE nella composizione dei capi di Stato o di governo (cfr. anche **Consiglio europeo**).

Controparte [counterparty]: parte opposta in una transazione finanziaria (per esempio, qualsiasi parte avente una transazione con la banca centrale).

Credito ai residenti nell'area dell'euro [credit to euro area residents]: misura (in base a una definizione estesa) dei finanziamenti forniti dal settore delle **Istituzioni finanziarie monetarie (IFM)** ai residenti nell'area dell'euro non appartenenti al settore stesso (**Amministrazioni pubbliche** e settore privato). Tale definizione comprende i prestiti e i titoli detenuti dalle IFM. Questi ultimi includono titoli di debito azioni e altri titoli di capitale emessi da soggetti residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM. Poiché i titoli possono essere considerati un canale alternativo di finanziamento rispetto ai prestiti, e poiché alcuni prestiti possono essere cartolarizzati, tale definizione fornisce un'informazione più accurata sull'ammontare totale dei finanziamenti del settore delle IFM all'economia rispetto a una definizione ristretta che si riferisca esclusivamente ai prestiti.

Criteri di Copenaghen [Copenhagen criteria]: l'insieme dei criteri che i paesi devono soddisfare come prerequisito per diventare membri dell'Unione europea (UE) è stato stabilito in termini generali dal **Consiglio europeo** di Copenaghen nel giugno del 1993. I criteri di Copenaghen richiedono: i) una stabilità istituzionale che garantisca la democrazia, lo stato di diritto, i diritti umani, il rispetto e la protezione delle minoranze; ii) una economia di mercato funzionante nonché la capacità di rispondere alle pressioni concorrenziali e alle forze del mercato all'interno della UE; iii) la capacità di assumersi gli obblighi derivanti dall'appartenenza alla UE, inclusa l'adesione agli obiettivi di unificazione politica, nonché dell'**Unione economica e monetaria**.

Depositi a vista [overnight deposits]: depositi con scadenza il giorno successivo. Comprendono principalmente depositi a vista trasferibili senza vincoli (per mezzo di assegni o strumenti simili). Comprendono inoltre depositi non trasferibili convertibili su richiesta o a chiusura della successiva giornata operativa.

Depositi con durata prestabilita [deposits with agreed maturity]: sono principalmente depositi a termine con scadenza prestabilita che, a seconda delle consuetudini nazionali, possono essere non convertibili prima della scadenza, oppure convertibili anteriormente alla scadenza solo dietro pagamento di una penale. Sono inclusi anche alcuni strumenti di debito non negoziabili, quali i certificati di deposito (al dettaglio) non negoziabili. I depositi con scadenza fino a due anni sono compresi in **M2** (e quindi in **M3**), mentre quelli con scadenza superiore ai due anni sono inclusi nelle passività finanziarie (non monetarie) a più lungo termine del settore delle **Istituzioni finanziarie monetarie (IFM)**.

Depositi presso la banca centrale [deposit facility]: categoria di **operazioni attivabili su iniziativa delle controparti**, che l'**Eurosistema** mette a disposizione delle proprie **controparti**; queste possono farne uso per effettuare depositi *overnight* presso le banche centrali, remunerati a un tasso di interesse prefissato (cfr. **tassi di interesse di riferimento della BCE**).

Depositi rimborsabili su preavviso [deposits redeemable at notice]: depositi a risparmio rimborsabili con un preavviso di durata prefissata. In alcuni casi è prevista la possibilità di prelevare un determinato ammontare a una certa data o anticipatamente dietro pagamento di una penale. I depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi sono compresi in **M2** (e quindi in **M3**), mentre quelli con preavviso maggiore sono inclusi nelle passività finanziarie (non monetarie) a più lungo termine del settore delle **Istituzioni finanziarie monetarie (IFM)**.

Ecofin: cfr. **Consiglio UE**.

ECU (Unità di conto europea) [ECU (European Currency Unit)]: l'ECU era una valuta paniere composta dalla somma di quantità fisse di dodici delle quindici valute degli Stati membri. Il valore dell'ECU veniva calcolato come media ponderata del valore delle valute che lo componevano. L'ECU è stato sostituito dall'**euro** al rapporto 1:1 il 1° gennaio 1999.

EONIA [euro overnight index average]: misura del tasso di interesse effettivo prevalente nel mercato interbancario *overnight* in **euro**. È calcolato come media ponderata dei tassi di interesse sui prestiti *overnight* non garantiti denominati in euro, comunicati da un gruppo selezionato di banche.

EURIBOR [euro interbank offered rate]: è il tasso al quale vengono concessi i prestiti in **euro** tra banche con elevato merito di credito. È calcolato quotidianamente per i depositi interbancari con scadenze comprese fra una e tre settimane e tra uno e dodici mesi, come media dei tassi lettera praticati da un gruppo rappresentativo di banche con elevato merito di credito, arrotondata al terzo decimale.

Euro: nome della valuta europea, adottato dal **Consiglio europeo** nel vertice di Madrid del 15 e 16 dicembre 1995, e utilizzato in luogo del termine **ECU** impiegato nel **Trattato**.

Eurogruppo [Eurogroup]: organismo informale che riunisce i ministri, membri del Consiglio **Ecofin**, che rappresentano gli Stati membri dell'**area dell'euro**. Si riunisce regolarmente (di solito prima degli incontri del Consiglio Ecofin) per discutere questioni connesse con le competenze specifiche che gli Stati membri dell'area dell'euro condividono in materia di moneta unica. La **Commissione europea**, e la **Banca centrale europea** ove opportuno, sono invitate a prendere parte alle sue riunioni.

Eurosistema [Eurosystem]: comprende la **Banca centrale europea (BCE)** e le Banche centrali nazionali (BCN) degli Stati membri che hanno introdotto l'**euro** nella Terza fase dell'**Unione economica e monetaria** (cfr. anche **area dell'euro**). Vi partecipano attualmente dodici BCN. È governato dal **Consiglio direttivo** e dal **Comitato esecutivo** della BCE.

Eurostat: l'Ufficio statistico delle Comunità europee, l'Eurostat, fa parte della **Commissione europea** ed è responsabile della produzione delle statistiche comunitarie.

Euro Stoxx: la società STOXX Limited (www.stoxx.com) pubblica gli indici Dow Jones Stoxx, che misurano gli andamenti dei prezzi azionari nei mercati di tutta Europa. L'indice Dow Jones Euro Stoxx è uno di tali indici, che aggrega i prezzi di un ampio insieme di azioni dei paesi membri dell'**area dell'euro**. Per l'indice Dow Jones Euro Stoxx sono disponibili tre tipi di indici settoriali (relativi ai settori economici, ai settori di mercato e ai gruppi industriali).

Franchigia [Jump-sum allowance]: ammontare fisso che un istituto può detrarre nel calcolo della propria **riserva obbligatoria** nell'ambito del sistema di riserva dell'**Eurosistema**.

Garanzia [collateral]: attività depositate a garanzia del rimborso di un finanziamento (ad esempio quello che le **istituzioni creditizie** ottengono dalle banche centrali) nonché attività cedute (ad esempio alle banche centrali dalle istituzioni creditizie) nell'ambito di **operazioni pronti contro termine**.

Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) [Harmonized Index of Consumer Prices (HICP)]: è l'indice utilizzato dal **Consiglio direttivo** per valutare la **stabilità dei prezzi**. Tale indice è stato sviluppato dalla **Commissione europea (Eurostat)**, in stretta collaborazione con gli istituti nazionali di statistica e con l'**Istituto monetario europeo**, e successivamente con la **Banca centrale europea**, al fine di soddisfare il requisito, stabilito nel **Trattato**, di un indice dei prezzi al consumo costruito in base a criteri comparabili, tenendo conto delle differenze tra le definizioni nazionali.

Interlinking [Interlinking mechanism]: una delle componenti del **sistema TARGET**. Il termine indica le infrastrutture e le procedure che legano i **sistemi RTGS** nazionali per gestire i pagamenti transfrontalieri mediante il sistema TARGET.

Istituto monetario europeo (IME) [European Monetary Institute (EMI)]: istituzione a carattere temporaneo costituita all'inizio della Seconda fase dell'**Unione economica e monetaria**, il 1° gennaio 1994. I due compiti principali dell'IME erano: rafforzare la cooperazione tra le banche centrali e il coordinamento delle politiche monetarie; svolgere i preparativi necessari per l'istituzione del **Sistema europeo di banche centrali**, per la conduzione della politica monetaria unica e per la creazione di una moneta unica nella Terza fase. È stato posto in liquidazione in seguito alla costituzione della **Banca centrale europea**, il 1° giugno 1998.

Istituzione creditizia [credit institution]: un istituto che corrisponda alla definizione di cui all'Articolo 1 (1) della Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio 2000/12/CE, del 20 marzo 2000, riguardante l'avvio e l'esercizio dell'attività delle istituzioni creditizie, quale risulta in seguito all'emendamento da parte della Direttiva 2000/28/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 settembre 2000. Secondo tale definizione una istituzione creditizia è: (i) un'impresa la cui attività consiste nell'accettare dal pubblico depositi o altri fondi rimborsabili e di concedere crediti per conto proprio, o (ii) un'impresa o qualsiasi persona giuridica, diverse da quelle di cui sub (i), che emette strumenti di pagamento in forma di moneta elettronica. Per "moneta elettronica" si intende un valore monetario, rappresentato da un credito nei confronti dell'emittente, che è: (a) memorizzato su un dispositivo elettronico; (b) emesso dietro ricezione di fondi il cui valore non sia inferiore al valore monetario emesso; (c) accettato come mezzo di pagamento da imprese diverse dall'emittente.

Istituzioni finanziarie monetarie (IFM) [Monetary Financial Institutions (MFIs)]: le istituzioni finanziarie che costituiscono il settore che crea moneta dell'**area dell'euro**. Esse includono le banche centrali le **istituzioni creditizie** residenti (come definite nella legislazione comunitaria) e tutte le altre istituzioni finanziarie residenti la cui attività consista nel ricevere da soggetti diversi dalle IFM depositi e/o strumenti facilmente sostituibili a essi e nel concedere crediti e/o effettuare investimenti in titoli per conto proprio (almeno in termini economici). Queste ultime istituzioni sono prevalentemente fondi comuni monetari. Alla fine del 2001 l'area dell'euro contava 8.868 IFM (la **Banca centrale europea**, 12 banche centrali nazionali, 7.218 istituzioni creditizie, 1.631 fondi comuni monetari e 6 istituzioni finanziarie di altro tipo).

M1, M2, M3: cfr. **aggregati monetari**.

Margine di variazione [variation margin o marking to market]: l'**Eurosistema** richiede il mantenimento nel tempo di uno specifico margine sul valore delle attività sottostanti utilizzate a fronte di un'**operazione temporanea**. Ne consegue che, se il valore di mercato delle attività sottostanti, misurato a intervalli regolari, scende al di sotto di un determinato livello, le **controparti** sono tenute a fornire attività aggiuntive (o contante). Similmente, se il valore di mercato delle attività sottostanti, a seguito di una loro rivalutazione, eccede il valore dovuto dalla controparte più il margine di variazione, la banca centrale è tenuta a restituire le attività in eccesso (o contante) alla controparte.

Mercato monetario [money market]: il mercato nel quale si raccolgono, si investono e si scambiano fondi a breve termine mediante l'utilizzo di strumenti che generalmente hanno scadenza originaria inferiore o uguale a un anno.

Modello di banche centrali corrispondenti [Correspondent central banking model (CCBM)]: meccanismo istituito dal **Sistema europeo di banche centrali** al fine di consentire alle **controparti** di trasferire attività stanziabili come **garanzia** tra i paesi della UE. In tale modello, le banche centrali nazionali (BCN) svolgono il ruolo di depositari l'una nei confronti dell'altra. Ciò significa che ciascuna BCN detiene un conto in titoli per ciascuna altra BCN e per la **Banca centrale europea**.

Moneta elettronica [electronic money (e-money)]: una riserva elettronica di valore monetario, immagazzinata in un dispositivo tecnico utilizzabile per l'esecuzione di pagamenti a imprese diverse da quelle emittenti e che opera come strumento prepagato al portatore senza coinvolgere necessariamente conti bancari (cfr. anche **carta prepagata multiuso**).

Operazione attivabile su iniziativa delle controparti [standing facility]: categoria di operazioni che una banca centrale mette a disposizione delle **controparti**, attivabili su iniziativa di queste

ultime. L'**Eurosistema** offre due categorie di operazioni di questo tipo, entrambe con scadenza *overnight*: le **operazioni di rifinanziamento marginale** e quelle di **deposito presso la banca centrale**.

Operazione di fine tuning [fine-tuning operation]: operazione di mercato aperto diversa da quelle regolari, effettuata dall'**Eurosistema** principalmente per rispondere a variazioni inattese delle condizioni di liquidità nel mercato.

Operazione di mercato aperto [open market operation]: operazione effettuata su iniziativa della banca centrale nei mercati finanziari, che comporta una delle seguenti transazioni: (i) acquisto o vendita di attività in via definitiva (a pronti o a termine); (ii) acquisto o **vendita** di attività **con patto di riacquisto**; (iii) concessione di crediti o indebitamento a fronte di **garanzia**; (iv) emissione di certificati di debito della banca centrale; (v) accettazione di depositi a scadenza fissa; o (vi) conduzione di **operazioni di swap in valuta** tra la moneta nazionale e quelle estere.

Operazione di rifinanziamento a più lungo termine [longer-term refinancing operation]: operazione regolare di **mercato aperto** effettuata dall'**Eurosistema** sotto forma di **operazione temporanea**. Tali operazioni sono eseguite tramite **aste standard** e hanno scadenza trimestrale.

Operazione di rifinanziamento marginale [marginal lending facility]: categoria di **operazioni attivabili su iniziativa delle controparti** messa a disposizione dall'**Eurosistema**, attraverso la quale le **controparti** possono ottenere dalle banche centrali nazionali, a fronte di attività idonee, un credito *overnight* a un tasso di interesse prefissato (cfr. **tassi di interesse di riferimento della BCE**).

Operazione di rifinanziamento principale [main refinancing operation]: operazione regolare di **mercato aperto** effettuata dall'**Eurosistema** sotto forma di **operazione temporanea**, tramite **aste standard** settimanali e normalmente con scadenza di due settimane.

Operazione di swap in valuta [foreign exchange swap]: transazioni simultanee, una a pronti e l'altra a termine, nelle quali si scambia una valuta contro un'altra. L'**Eurosistema** può effettuare **operazioni di mercato aperto** sotto forma di **swap** in valuta mediante le quali le banche centrali nazionali (o la **Banca centrale europea**) acquistano (o vendono) **euro** a pronti contro una valuta estera, e simultaneamente li rivendono (o riacquistano) in una transazione a termine.

Operazione di vendita con patto di riacquisto [repurchase agreement]: operazione consistente in una vendita di attività a pronti con contestuale impegno di riacquisto a termine a un prezzo prefissato o su richiesta. Si tratta di un'operazione simile all'indebitamento garantito, ma da esso differisce in quanto il possesso dei titoli non viene mantenuto dal venditore. L'**Eurosistema** utilizza questo tipo di operazione nelle sue **operazioni temporanee**. Le operazioni di vendita con patto di riacquisto sono incluse in **M3** nel caso in cui il venditore sia una **Istituzione finanziaria monetaria (IFM)** e la **controparte** sia un soggetto residente nell'**area dell'euro** diverso dalle Istituzioni finanziarie monetarie. Conformemente al regolamento della BCE riguardante il bilancio consolidato del settore delle IFM (BCE/2001/13 che sostituisce BCE/1998/16), le **operazioni pronti contro termine** sono classificate come passività di deposito in quanto non negoziabili.

Operazione pronti contro termine [repurchase operation (repo)]: un'operazione temporanea atta a fornire liquidità, basata su un'operazione di vendita con patto di riacquisto.

Operazione strutturale [Structural operation]: una **operazione di mercato aperto** effettuata dall'**Eurosistema** principalmente al fine di regolare la posizione di liquidità strutturale del settore finanziario nei confronti dell'Eurosistema.

Operazione temporanea [reverse transaction]: operazione mediante la quale la banca centrale acquista (vende) attività a pronti con patto di vendita (acquisto) a termine (**operazione di vendita con patto di riacquisto**), ovvero eroga credito a fronte di una **garanzia**.

Opzione [option]: una opzione è uno strumento finanziario che attribuisce al possessore il diritto, ma non l'obbligo, di comprare o vendere una determinata attività sottostante (ad esempio una obbligazione o un'azione) a un prezzo predefinito (il prezzo di esercizio o prezzo base) a una determinata data futura o entro quella data (la data di scadenza o di esercizio dell'opzione). Una opzione di acquisto (opzione *call*) attribuisce al possessore il diritto di acquistare l'attività sottostante a un prezzo di esercizio concordato, mentre una opzione di vendita (opzione *put*) attribuisce al possessore il diritto di vendere l'attività sottostante a un prezzo di esercizio concordato.

Paesi candidati all'adesione alla UE [accession countries]: attualmente vi sono tredici paesi dell'Europa centrale e orientale e dell'area mediterranea a cui il **Consiglio europeo** ha riconosciuto la qualifica di Paesi candidati all'adesione all'Unione europea (UE). Allo stato attuale, dodici paesi hanno formalmente avviato i negoziati per l'adesione: Bulgaria, Cipro, Estonia, Ungheria, Lettonia, Lituania, Malta, Polonia, Romania, Repubblica Ceca, Slovacchia e Slovenia. Anche la Turchia è un paese ufficialmente candidato all'adesione e, sebbene i negoziati non siano ancora stati avviati, è inclusa nel Dialogo economico della UE. Quando ci si riferisce ai Paesi candidati, in questo Rapporto annuale, si intendono i dodici paesi con i quali sono in corso negoziati per l'adesione alla UE.

Pagamenti di importo rilevante [large-value payments]: pagamenti, generalmente di ammontare molto elevato, che sono per lo più effettuati tra banche o tra i partecipanti ai mercati finanziari e di solito richiedono un regolamento urgente e tempestivo.

Pagamento contro pagamento [payment versus payment (PVP)]: meccanismo del sistema di regolamento delle transazioni sul mercato dei cambi che garantisce il trasferimento finale di una valuta solo nel momento in cui si verifichi il trasferimento dell'altra o delle altre valute oggetto della transazione.

Parlamento europeo [European Parliament]: comprende 626 rappresentanti dei cittadini degli Stati membri. Prende parte al processo legislativo, sebbene con prerogative diverse a seconda delle procedure attraverso le quali la legislazione della UE viene adottata. Nell'ambito dell'**Unione economica e monetaria**, il Parlamento ha principalmente poteri consultivi. Tuttavia, il **Trattato** stabilisce alcune procedure mediante le quali la **Banca centrale europea** rende conto del proprio operato al Parlamento (presentazione del rapporto annuale, dibattito generale sulla politica monetaria, audizioni presso le commissioni parlamentari competenti).

Passività soggette a riserva [reserve base]: somma delle voci di bilancio (in particolare passività) che costituiscono la base di calcolo per la **riserva obbligatoria** di una **istituzione creditizia**.

Patto di stabilità e crescita [Stability and Growth Pact]: è composto da due Regolamenti del **Consiglio UE**, rispettivamente sul rafforzamento della sorveglianza sulle posizioni di bilancio e della sorveglianza e del coordinamento delle politiche economiche e sulla accelerazione e chiarificazione dell'attuazione della procedura per i disavanzi eccessivi, nonché da una Risoluzione del **Consiglio Europeo** sul Patto di stabilità e crescita adottato in occasione del vertice di Amsterdam il 17 giugno 1997. È stato concepito come strumento per la salvaguardia di una finanza pubblica solida nella Terza

fase dell'**Unione economica e monetaria (UEM)**, al fine di rafforzare le condizioni per la **stabilità dei prezzi** e per una crescita forte e sostenibile che conduca alla creazione di posti di lavoro. Più in particolare, si menziona come obiettivo a medio termine degli Stati membri il raggiungimento di posizioni di bilancio vicine all'equilibrio o in avanzo, che consentirebbero loro di affrontare le normali fluttuazioni cicliche mantenendo, al tempo stesso, il disavanzo pubblico al di sotto del **valore di riferimento** del 3 per cento del PIL. Secondo il Patto di stabilità e crescita, i paesi partecipanti alla UEM dovranno predisporre **programmi di stabilità**, mentre quelli non partecipanti continueranno a fornire **programmi di convergenza**.

Periodo di mantenimento [maintenance period]: periodo considerato per l'adempimento dell'obbligo di riserva da parte delle **istituzioni creditizie**. Nel sistema di **riserva obbligatoria** dell'**Eurosistema** il periodo di mantenimento è pari a un mese, con inizio il 24° giorno di calendario di un mese e fine il 23° giorno di calendario del mese successivo.

Posizione di liquidità in valuta estera dell'Eurosistema [Eurosystem's foreign exchange liquidity position]: comprende le **riserve ufficiali dell'Eurosistema** e gli altri crediti e passività in valuta estera dell'**Eurosistema**, incluse le posizioni rispetto ai residenti nell'**area dell'euro** quali i depositi in valuta estera presso istituzioni bancarie residenti nell'area dell'euro.

Posizione patrimoniale verso l'estero (p.p.e) (o posizione attiva o passiva verso l'estero) [International investment position (i.i.p.) (o external asset or liability position)]: il valore e la composizione delle consistenze delle attività e delle passività finanziarie detenute da un'economia nei confronti del resto del mondo. Attualmente, la posizione patrimoniale verso l'estero dell'area dell'euro viene calcolata su base netta da dati nazionali aggregati.

Principio contabile del fair value [Fair Value Accounting (FVA)]: un criterio di valutazione che stabilisce l'uso del prezzo di mercato, ove esistente, oppure di una stima del prezzo di mercato quale, ad esempio, il valore attuale dei flussi di cassa attesi, per stabilire il valore di bilancio degli strumenti finanziari.

Procedura bilaterale [bilateral procedure]: procedura mediante cui la banca centrale tratta direttamente con una o un numero limitato di **controparti**, senza ricorrere a procedure d'asta. Le procedure bilaterali comprendono anche operazioni eseguite tramite borsa valori o agenti di cambio.

Programmi di convergenza [convergence programmes]: cfr. **Programmi di stabilità**.

Programmi di stabilità [stability programmes]: programmi governativi a medio termine e ipotesi sottostanti, presentati dagli Stati membri dell'**area dell'euro**, relativi all'andamento delle principali variabili economiche in vista del raggiungimento dell'obiettivo a medio termine di una posizione di bilancio vicina all'equilibrio o in avanzo, come indicato nel **Patto di stabilità e crescita**. I programmi mettono in rilievo i provvedimenti volti a risanare la posizione di bilancio e gli scenari economici sottostanti. Devono essere aggiornati annualmente. Sono esaminati dalla **Commissione europea** e dal **Comitato economico e finanziario**, i cui rapporti costituiscono la base per una valutazione da parte del Consiglio **Ecofin**, in particolare sul fatto che l'obiettivo di bilancio a medio termine stabilito nel programma fornisca o meno un adeguato margine di sicurezza per evitare un disavanzo eccessivo. I paesi non partecipanti all'area dell'euro devono presentare programmi di convergenza annuali, come previsto dal Patto di stabilità e crescita.

Proiezioni [projections]: il risultato di esercizi condotti dallo staff dell'**Eurosistema** sui possibili futuri sviluppi macroeconomici nell'**area dell'euro**. Le proiezioni sull'area dell'euro sono ottenute coerentemente con le proiezioni per i singoli paesi. Pubblicate due volte l'anno, le proiezioni sono parte integrante del secondo pilastro della **strategia di politica monetaria** della **Banca centrale europea** e costituiscono una delle diverse informazioni che confluiscono nella valutazione dei rischi per la **stabilità dei prezzi** da parte del **Consiglio direttivo**.

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

Rapporto debito pubblico/PIL [debt ratio]: è l'oggetto di uno dei criteri di convergenza relativi alla finanza pubblica previsti dall'Articolo 104 (2) del **Trattato**. È definito come il "rapporto tra il debito pubblico e il prodotto interno lordo ai prezzi di mercato"; il Protocollo n. 20 (sulla procedura per i disavanzi eccessivi) definisce il debito pubblico come il "debito totale lordo al valore nominale in essere alla fine dell'esercizio e consolidato tra e nei settori della pubblica Amministrazione". La definizione delle Amministrazioni pubbliche utilizzata è quella fornita nel **Sistema europeo di conti nazionali 1995**.

Rapporto disavanzo pubblico/PIL [deficit ratio]: è l'oggetto di uno dei criteri di convergenza relativi alla finanza pubblica previsti dall'Articolo 104 (2) del **Trattato**. È definito come il "rapporto tra il disavanzo pubblico previsto o effettivo e il prodotto interno lordo ai prezzi di mercato"; il Protocollo n. 20 (sulla procedura per i disavanzi eccessivi) definisce il disavanzo pubblico come "l'indebitamento netto della pubblica Amministrazione". La definizione delle Amministrazioni pubbliche utilizzata è quella fornita nel **Sistema europeo di conti nazionali 1995**.

Regola per la ripartizione delle perdite [loss-sharing rule o loss-sharing agreement]: accordo tra i partecipanti a un sistema di trasferimento o di compensazione riguardo all'allocazione di eventuali perdite nel caso in cui uno o più partecipanti non adempiano ai propri obblighi; l'accordo stabilisce, nel caso in cui sia attivato, le modalità di ripartizione delle perdite tra le parti interessate.

Riallineamento [realignment]: una modifica della parità centrale di una moneta che partecipa a un sistema di cambi fissi ma modificabili. Nel caso dello **SME II**, un riallineamento consiste in una variazione del **tasso centrale nei confronti dell'euro**.

Ridenominazione dei titoli [re-denomination of securities]: la denominazione di un titolo è la valuta in cui è espresso il valore nominale del titolo stesso (nella maggior parte dei casi, il valore facciale di un certificato). La ridenominazione fa riferimento a una procedura con cui la denominazione originale di un titolo emesso in valuta nazionale viene trasformata in **euro** ai tassi di conversione fissati irrevocabilmente.

Rischio di regolamento [settlement risk]: un termine generico che indica il rischio che il regolamento nell'ambito di un sistema di trasferimento possa non aver luogo come previsto. Tale rischio può comprendere i rischi sia di credito sia di liquidità.

Riserva obbligatoria [reserve requirement]: obbligo per le **istituzioni creditizie** di tenere riserve presso la banca centrale. Nel sistema di riserva obbligatoria dell'**Eurosistema**, il calcolo della riserva obbligatoria di un'istituzione creditizia avviene moltiplicando il **coefficiente di riserva** che si applica a ciascuna delle voci incluse nelle **passività soggette a riserva** per l'ammontare di quella

voce nel bilancio di quella istituzione. Le istituzioni, inoltre, possono detrarre una **franchigia** dalla loro riserva obbligatoria.

Riserve ufficiali dell'Eurosistema [*Eurosystem's international reserves*]: le attività di riserva dell'**area dell'euro** sono le attività di riserva dell'**Eurosistema**, cioè quelle della **Banca centrale europea (BCE)** e delle banche centrali nazionali (BCN) degli Stati membri partecipanti. Le attività di riserva devono: essere sotto l'effettivo controllo della competente autorità monetaria, sia essa la BCE o la BCN di uno degli Stati membri; consistere in crediti verso non residenti nell'area dell'euro denominati in valuta estera (cioè diversa dall'**euro**), altamente liquidi, negoziabili e con elevato merito di credito, oltre alle riserve auree, ai diritti speciali di prelievo e alle posizioni di riserva delle BCN dei paesi partecipanti presso il Fondo monetario internazionale.

Saldo primario [*primary balance*]: saldo del bilancio pubblico da cui sono esclusi gli interessi passivi.

Scarto di garanzia [*valuation haircut*]: una misura di controllo del rischio applicata alle attività sottostanti utilizzate nelle **operazioni temporanee** che comporta, nel calcolo del valore di tali attività da parte della banca centrale, la sottrazione di una certa percentuale (scarto) dal valore di mercato. L'**Eurosistema** applica gli scarti di garanzia in base alle caratteristiche delle specifiche attività, quale la loro scadenza residua.

Sistema di consegna contro pagamento [*delivery versus payment system (DVP)* o *delivery against payment system*]: in un **sistema di regolamento delle transazioni in titoli**, è il meccanismo volto ad assicurare che il trasferimento definitivo delle attività (titoli o altri strumenti finanziari) sia eseguito se, e solo se, ha luogo il contestuale trasferimento definitivo dell'attività (o delle attività) in contropartita.

Sistema di deposito accentrato (SDA) [*central securities depository (CSD)*]: ente preposto al deposito e alla gestione accentrati dei titoli o di altre attività finanziarie, che consente di effettuare trasferimenti di valori mobiliari mediante scritturazione contabile. Le attività possono esistere materialmente (sebbene immobilizzate nello SDA) oppure essere dematerializzate (ovvero consistere in scritturazioni elettroniche).

Sistema di regolamento delle transazioni in titoli (SRT) [*securities settlement system (SSS)*]: sistema che consente la detenzione e il trasferimento di titoli o di altre attività finanziarie gratuitamente o dietro pagamento (**Sistema di consegna contro pagamento**).

Sistema di regolamento su base netta (SRN) [*net settlement system (NSS)*]: **sistema di trasferimento fondi** in cui il regolamento dei saldi viene effettuato su base netta bilaterale o multilaterale.

Sistema di trasferimento fondi [*funds transfer system (FTS)*]: accordo formale, fondato su un contratto di diritto privato ovvero su disposizioni amministrative, caratterizzato da una pluralità di aderenti, norme comuni e procedure standardizzate, per la trasmissione e il regolamento di pagamenti tra i partecipanti.

Sistema di trasferimento interbancario di fondi (STIF) [*interbank funds transfer system (IFTS)*]: **sistema di trasferimento fondi** in cui la maggior parte (o tutti) i partecipanti sono **istituzioni creditizie**.

Sistema europeo di banche centrali (SEBC) [European System of Central Banks (ESCB)]: il SEBC è composto dalla **Banca centrale europea (BCE)** e dalle banche centrali nazionali di tutti e quindici gli Stati membri, ossia comprende, oltre all'**Eurosistema**, anche le banche centrali nazionali degli Stati membri che non hanno ancora introdotto l'**euro**. Il SEBC è governato dal **Consiglio direttivo** e dal **Comitato esecutivo** della BCE e, come terzo organo decisionale della BCE, dal **Consiglio generale**.

Sistema europeo di conti nazionali 1995 (SEC 95) [European System of Accounts 1995 (ESA 95)]: rappresenta un sistema di definizioni e classificazioni statistiche uniformi atte a fornire una descrizione quantitativa armonizzata delle economie degli Stati membri. Il SEC 95 è la versione comunitaria del sistema mondiale di conti nazionali 1993 (SCN 93). Il SEC 95 è una nuova versione del sistema europeo, il cui utilizzo è iniziato nel corso del 1999 conformemente a quanto disposto dal Regolamento del Consiglio (CE) n. 2223/96.

Sistema RTGS (sistema di regolamento lordo in tempo reale) [RTGS (real-time gross settlement) system]: sistema di regolamento in cui l'esecuzione e il regolamento avvengono per ogni singola transazione (ossia senza compensazione) in tempo reale (ossia in modo continuativo); cfr. anche **Sistema TARGET**.

Sistema TARGET (Sistema transeuropeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale) [TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer) system]: il sistema di regolamento lordo in tempo reale (**sistema RTGS**) per l'**euro**. È un sistema decentrato costituito dai quindici sistemi RTGS nazionali e dal meccanismo di pagamento della **BCE**, collegati tramite procedure comuni (**Interlinking**) al fine di consentire trasferimenti transfrontalieri tra i sistemi di regolamento nella UE.

Sistema universale di telecomunicazioni mobili [Universal Mobile Telecommunications System (UMTS)]: sistema per la "terza generazione" di telefonia mobile. I governi dei paesi della UE vendono o concedono a società di telecomunicazione licenze per frequenze di telefonia mobile.

SME II (Sistema monetario europeo II) [ERM II (Exchange rate mechanism II)]: è l'accordo di cambio che fornisce l'assetto per la cooperazione nelle politiche del cambio tra l'**area dell'euro** e gli Stati membri della UE che non ne fanno parte. L'adesione allo SME II è volontaria; tuttavia, ci si può attendere che gli Stati membri con deroga vi partecipino. Attualmente la corona danese partecipa allo SME II con una banda di oscillazione intorno al tasso centrale nei confronti dell'**euro** pari a $\pm 2,25$ per cento. Gli interventi sul mercato dei cambi e il finanziamento ai margini della banda di fluttuazione normale o di quella più stretta sono, in linea di principio, automatici e illimitati, con disponibilità di finanziamento a brevissimo termine. La **Banca centrale europea** e le banche centrali nazionali partecipanti non appartenenti all'area dell'euro possono tuttavia sospendere gli interventi automatici qualora questi confliggano con l'obiettivo primario del mantenimento della **stabilità dei prezzi**.

Stabilità dei prezzi [price stability]: il mantenimento della stabilità dei prezzi è l'obiettivo primario della **Banca centrale europea**. Il **Consiglio direttivo** ha pubblicato una definizione quantitativa di stabilità dei prezzi al fine di fornire un chiaro indirizzo alle aspettative sull'andamento futuro dei prezzi e di poter dar conto del proprio operato. Il Consiglio definisce la stabilità dei prezzi come un aumento sui dodici mesi dell'**Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)** per l'**area dell'euro** inferiore al 2 per cento. Il **Consiglio Direttivo** ha annunciato che la stabilità dei prezzi così definita deve essere mantenuta su un orizzonte di medio termine. La definizione stabilisce il limite superiore per il tasso di inflazione misurato; al tempo stesso, l'uso del termine "aumento" indica

che una deflazione, cioè una prolungata diminuzione del livello dello IAPC, non sarebbe considerata coerente con la stabilità dei prezzi.

Strategia di politica monetaria [Monetary policy strategy]: la strategia di politica monetaria della **Banca Centrale Europea (BCE)** si basa sulla definizione quantitativa della **stabilità dei prezzi** e su due schemi di analisi (“pilastri”) che contribuiscono a fornire una valutazione prospettica dei rischi per tale stabilità. Il primo pilastro assegna un ruolo preminente alla moneta; l’andamento della moneta e del credito viene analizzato attentamente per il suo contenuto informativo. Il primo pilastro comprende un valore di riferimento per la crescita della moneta e un insieme di modelli nei quali l’andamento della moneta e del credito ha un ruolo nel determinare o nel prevedere l’evoluzione dei prezzi. Il secondo pilastro si basa sull’analisi di un’ampia gamma di altri indicatori economici e finanziari. In esso sono compresi diversi modelli nei quali i fattori di pressione sui costi e le relazioni fra offerta e domanda di beni e servizi da una parte e il mercato del lavoro dall’altra determinano l’evoluzione dei prezzi.

Tassi di cambio effettivi (nominali/reali) [effective (nominal/real) exchange rates]: i tassi di cambio effettivi nominali consistono nella media ponderata di più tassi di cambio bilaterali; i tassi di cambio effettivi reali sono tassi di cambio effettivi nominali deflazionati con il rapporto tra una media ponderata di indici dei prezzi o dei costi esteri e un indice di quelli interni. Essi misurano pertanto la competitività di prezzo o di costo. La **Banca centrale europea** calcola indici del tasso di cambio effettivo nominale dell’**euro** nei confronti delle valute di un gruppo ristretto e di un gruppo esteso di partner commerciali dell’**area dell’euro**. Dal gennaio 2001, il gruppo ristretto è costituito da 12 paesi partner fra quelli industrializzati e di recente industrializzazione, mentre il gruppo esteso conta 38 partner commerciali fra i quali sono incluse le economie emergenti di mercato e quelle in fase di transizione. Gli indici di tasso di cambio effettivo reale sono calcolati utilizzando misure alternative di prezzi e costi.

Tassi di interesse di riferimento della BCE [key ECB interest rates]: i tassi di interesse della **Banca centrale europea (BCE)** che riflettono l’orientamento della politica monetaria della BCE e che vengono fissati dal **Consiglio Direttivo**. Attualmente i tassi di interesse di riferimento della BCE sono il **tasso minimo di offerta** per le **operazioni di rifinanziamento principali**, il tasso di interesse sulle **operazioni di rifinanziamento marginali** e quello sui **depositi presso la banca centrale**.

Tasso centrale nei confronti dell’euro [euro central rate]: tasso ufficiale di cambio delle valute aderenti allo **SME II** nei confronti dell’**euro**, rispetto al quale sono stati definiti i margini di oscillazione dello SME II.

Tasso minimo di offerta [minimum bid rate]: il limite inferiore ai tassi di interesse a cui le **controparti** possono presentare le proprie offerte nelle aste a tasso variabile. Come **tasso di interesse di riferimento della BCE**, svolge attualmente il ruolo svolto in precedenza dal tasso applicato alle aste a tasso fisso.

Transazione definitiva [outright transaction]: operazione mediante la quale la banca centrale acquista o vende attività sul mercato (a pronti o a termine) fino alla loro scadenza.

Trattato [Treaty]: il termine si riferisce al Trattato istitutivo della Comunità europea. Il Trattato è stato firmato a Roma il 25 marzo 1957 ed è entrato in vigore il 1° gennaio 1958. Esso prevedeva la creazione della Comunità economica europea (CEE), che attualmente si chiama Comunità europea (CE). Vi si è spesso fatto riferimento come “Trattato di Roma”. Il Trattato sull’Unione europea (a cui si fa spesso riferimento come “Trattato di Maastricht”) è stato firmato a Maastricht il 7 febbraio 1992

ed è entrato in vigore il 1° novembre 1993. Il Trattato sull'Unione europea ha emendato il Trattato che istituisce la Comunità europea, istituendo l'Unione europea. Il Trattato che istituisce la Comunità europea e quello sull'Unione europea sono stati emendati dal "Trattato di Amsterdam", firmato in quella città il 2 ottobre 1997 ed entrato in vigore il 1° maggio 1999. Analogamente, il "Trattato di Nizza", firmato il 26 febbraio 2001 a conclusione della Conferenza intergovernativa 2000, comporterà, una volta ratificato ed entrato in vigore, ulteriori emendamenti al Trattato che istituisce la Comunità europea e al Trattato sull'Unione europea.

UEM [EMU]: cfr. **Unione economica e monetaria.**

Unione economica e monetaria (UEM) [Economic and Monetary Union (EMU)]: il **Trattato** definisce le tre fasi del processo di realizzazione della UEM nell'Unione europea (UE). La Prima fase è iniziata nel luglio 1990 e si è conclusa il 31 dicembre 1993: è stata caratterizzata principalmente dallo smantellamento di tutte le barriere interne al libero movimento dei capitali in seno alla UE. La Seconda fase della UEM è iniziata il 1° gennaio 1994: è stata caratterizzata, tra l'altro, dalla costituzione dell'**Istituto monetario europeo**, dal divieto di finanziamento al settore pubblico da parte delle banche centrali e di accesso privilegiato alle istituzioni finanziarie per il settore pubblico e dall'obbligo di evitare disavanzi pubblici eccessivi. La Terza fase è iniziata il 1° gennaio 1999 con il trasferimento delle competenze monetarie alla **Banca centrale europea** e l'introduzione dell'**euro**. L'introduzione del contante in euro il 1° gennaio 2002 ha completato la costruzione della UEM.

Valore di riferimento per la crescita monetaria [reference value for monetary growth]: il **Consiglio direttivo** assegna alla moneta un ruolo preminente nella condotta della politica monetaria, per cui gli **aggregati monetari** e le loro contropartite sono attentamente analizzati con riferimento al loro contenuto informativo riguardo all'andamento futuro dei prezzi. Ciò è segnalato dall'annuncio di un valore di riferimento per il tasso di crescita dell'aggregato monetario **M3**. Tale valore è ottenuto in modo da essere coerente con la definizione di **stabilità dei prezzi** decisa dal Consiglio direttivo, e tale da favorire il suo conseguimento, sulla base di ipotesi a medio termine riguardanti il *trend* della crescita del PIL in termini reali e quello della velocità di circolazione di M3. In circostanze normali, deviazioni di rilievo o prolungate della crescita di M3 dal valore di riferimento indicano rischi per la stabilità dei prezzi nel medio termine. Tuttavia, il concetto di valore di riferimento non implica un impegno da parte del Consiglio direttivo a intervenire in modo meccanico per correggere le deviazioni della crescita di M3 da tale valore.

Valore di riferimento per la posizione di bilancio [reference value for the fiscal position]: il Protocollo n. 20 del **Trattato**, riguardante la procedura per i disavanzi eccessivi, fa esplicita menzione dei valori di riferimento per il **rapporto disavanzo pubblico/PIL** delle **Amministrazioni pubbliche** (3 per cento del PIL) e per il **rapporto debito pubblico/PIL** (60 per cento del PIL) (cfr. anche **Patto di stabilità e crescita**).

Volatilità implicita del tasso di interesse [implied interest rate volatility]: indicatore della volatilità attesa dei tassi di interesse futuri, a breve e a lungo termine, derivabile dai prezzi delle **opzioni**. Dato il prezzo di mercato osservato per una opzione, la volatilità implicita può essere calcolata utilizzando una formula standard in cui il prezzo di una opzione dipende in modo esplicito, tra altri fattori, dalla volatilità attesa del prezzo dell'attività sottostante durante il periodo fino alla scadenza dell'opzione. Le attività sottostanti possono essere contratti *future* sui tassi di interesse a breve termine, quale ad esempio l'**EURIBOR** a tre mesi, o su obbligazioni a lungo termine, quali i titoli di Stato decennali tedeschi. Sulla base di ipotesi appropriate, la volatilità implicita può essere interpretata come l'aspettativa prevalente sul mercato riguardo alla volatilità nel rimanente periodo di vita dell'opzione.

Cronologia delle decisioni di politica monetaria

2 gennaio 2001

Il 1° gennaio 2001 l'euro viene introdotto in Grecia. Quest'ultima diviene pertanto il dodicesimo paese membro della UE ad adottare la moneta unica e il primo a farlo dopo l'avvio, il 1° gennaio 1999, della Terza fase dell'Unione economica e monetaria (UEM). Di conseguenza, la Banca di Grecia è ora membro a pieno titolo dell'Eurosistema, con gli stessi diritti e doveri delle undici banche centrali nazionali dei paesi membri della UE che avevano già adottato l'euro. In base all'Articolo 49 dello Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea, la Banca di Grecia versa la parte rimanente del proprio contributo al capitale della BCE e la propria quota delle riserve della BCE; trasferisce inoltre a quest'ultima il proprio contributo alle attività di riserva della BCE.

4 gennaio 2001

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 4,75, 5,75 e 3,75 per cento, rispettivamente. Decide inoltre che in ciascuna delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine del 2001 verrà aggiudicato un ammontare pari a 20 miliardi di euro. Tale ammontare è stabilito tenendo conto del fabbisogno di liquidità atteso del sistema bancario dell'euro nel 2001 e del desiderio dell'Eurosistema di continuare a fornire la maggior parte del rifinanziamento al settore finanziario attraverso le operazioni di rifinanziamento principali.

18 gennaio, 1° febbraio, 15 febbraio, 1° marzo, 15 marzo, 29 marzo, 11 aprile e 26 aprile 2001

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 4,75, 5,75 e 3,75 per cento, rispettivamente.

10 maggio 2001

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 0,25 punti percentuali, al 4,50 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 15 maggio 2001. In aggiunta, decide di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 0,25 punti percentuali, rispettivamente al 5,50 e al 3,50 per cento, a decorrere dall'11 maggio 2001.

23 maggio, 7 giugno, 21 giugno, 5 luglio, 19 luglio e 2 agosto 2001

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 4,50, 5,50 e 3,50 per cento, rispettivamente.

30 agosto 2001

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 0,25 punti percentuali, al 4,25 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 5 settembre 2001. In aggiunta, decide di ridurre sia il tasso di interesse sulle

operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 0,25 punti percentuali, rispettivamente al 5,25 e al 3,25 per cento, a decorrere dal 31 agosto 2001.

13 settembre 2001

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 4,25, 5,25 e 3,25 per cento, rispettivamente.

17 settembre 2001

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 0,50 punti percentuali, al 3,75 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 19 settembre 2001. In aggiunta, decide di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 0,50 punti percentuali, rispettivamente al 4,75 e al 2,75 per cento, a decorrere dal 18 settembre 2001.

27 settembre, 11 ottobre e 25 ottobre 2001

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,75, 4,75 e 2,75 per cento, rispettivamente.

8 novembre 2001

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 0,50

punti percentuali, al 3,25 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 14 novembre 2001. In aggiunta, decide di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 0,50 punti percentuali, rispettivamente al 4,25 e al 2,25 per cento, a decorrere dal 9 novembre 2001. Il Consiglio direttivo decide, inoltre, che da questo momento in poi valuterà l'orientamento di politica monetaria della BCE – di regola – solo nel corso della prima riunione del mese.

6 dicembre 2001

Il Consiglio Direttivo della BCE decide che il tasso d'interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,25, 4,25 e 2,25 per cento, rispettivamente. Decide inoltre che il valore di riferimento per il tasso di crescita annuale dell'aggregato monetario ampio M3 rimanga al 4½ per cento.

3 gennaio 2002

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,25, al 4,25 e al 2,25 per cento, rispettivamente. Decide inoltre che in ciascuna delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine del 2002 verrà aggiudicato un ammontare pari a 20 miliardi di euro. Tale ammontare è stabilito tenendo conto del fabbisogno di liquidità atteso del sistema bancario dell'area dell'euro nel 2002 e del desiderio dell'Eurosistema di continuare a fornire la maggior parte del rifinanziamento al settore finanziario attraverso le operazioni di rifinanziamento principali. Il Consiglio direttivo si riserva di poter modificare il volume in aggiudicazione nel corso dell'anno a fronte di sviluppi inattesi nelle esigenze di liquidità.

7 febbraio, 7 marzo 2002

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3.25, al 4.25 e al 2.25 per cento, rispettivamente.

Strumenti giuridici adottati dalla Banca centrale europea nel 2001

Questo elenco illustra i principali strumenti giuridici adottati dalla BCE nel 2001 e pubblicati nella Gazzetta Ufficiale delle Comunità Europee. Questi e altri strumenti giuridici adottati dalla BCE e pubblicati nella Gazzetta Ufficiale possono essere richiesti all'Ufficio

delle Pubblicazioni ufficiali delle Comunità europee. L'elenco completo degli strumenti giuridici adottati dalla BCE dalla sua costituzione è disponibile sul sito Internet della BCE (<http://www.ecb.int>).

Numero	Titolo	Pubblicazione
BCE/2001/1	Indirizzo della Banca centrale europea del 10 gennaio 2001 che adotta talune disposizioni relative alle operazioni di sostituzione del contante nel 2002	GU L 55, 24.02.2001, pp. 80 – 83
BCE/2001/2	Raccomandazione della Banca centrale europea del 1° marzo 2001 per un regolamento del Consiglio che modifica il regolamento (CE) del Consiglio n. 2531/98 del 23 novembre 1998 sull'applicazione dell'obbligo di riserve minime da parte della Banca centrale europea	GU C 89, 20.03.2001, pp. 4 – 6
BCE/2001/3	Indirizzo della Banca centrale europea del 26 aprile 2001 relativo ad un sistema di trasferimento espresso trans-europeo automatizzato di regolamento lordo in tempo reale (TARGET)	GU L 140, 24.05.2001, pp. 72 – 86
BCE/2001/4	Regolamento della Banca centrale europea del 10 maggio 2001 che modifica il Regolamento BCE/1999/4 sul potere della Banca centrale europea di irrogare sanzioni	GU L 137, 19.05.2001, p. 24
BCE/2001/5	Indirizzo della Banca centrale europea del 21 giugno 2001 che modifica l'indirizzo BCE/2000/1 del 3 febbraio 2000 relativo alla gestione delle attività di riserva in valuta della Banca centrale europea da parte delle banche centrali nazionali e alla documentazione legale concernente le operazioni aventi per oggetto le attività di riserva in valuta della Banca centrale europea	GU L 190, 12.07.2001, pp. 26 – 28
BCE/2001/6	Decisione della Banca centrale europea del 5 luglio 2001 che modifica la Decisione BCE/1998/4 relativa all'adozione delle condizioni di impiego del personale della Banca centrale europea	GU L 201, 26.07.2001, p. 25
BCE/2001/7	Decisione della Banca centrale europea del 30 agosto 2001 relativa a tagli, specifiche, riproduzione, sostituzione e ritiro delle banconote in euro	GU L 233, 31.08.2001, pp. 55 – 57
BCE/2001/8	Indirizzo della Banca centrale europea del 13 settembre 2001 che adotta talune disposizioni relative alla consegna anticipata di banconote in euro al di fuori dell'area dell'euro	GU L 257, 26.09.2001, pp. 6 – 9
BCE/2001/9	Indirizzo della Banca centrale europea del 27 settembre 2001 relativo alle operazioni degli Stati membri partecipanti aventi ad oggetto le loro attività di riserva dei saldi operativi in conformità dell'Articolo 31.3 dello Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea	GU L 276, 19.10.2001, pp. 21 – 26

Numero	Titolo	Pubblicazione
BCE/2001/10	Indirizzo della Banca centrale europea del 25 ottobre 2001 che modifica l'Indirizzo BCE/2000/6 del 20 luglio 2000 sull'attuazione dell'Articolo 52 dello Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea dopo la fine del periodo transitorio	GU L 304, 21.11.2001, pp. 28 – 29
BCE/2001/11	Decisione della Banca centrale europea dell'8 novembre 2001 su alcune condizioni riguardanti l'accesso al sistema di monitoraggio delle contraffazioni (SMC)	GU L 337, 20.12.2001, pp. 49 – 51
BCE/2001/12	Indirizzo della Banca centrale europea del 16 novembre 2001 che modifica l'Indirizzo BCE/2000/1 relativo alla gestione delle attività di riserva in valuta della Banca centrale europea da parte delle banche centrali nazionali e alla documentazione legale concernente le operazioni aventi per oggetto le attività di riserva in valuta della Banca centrale europea	GU L 310, 28.11.2001, pp. 31 – 32
BCE/2001/13	Regolamento della Banca centrale europea del 22 novembre 2001 relativo al bilancio consolidato del settore delle istituzioni monetarie e finanziarie	GU L 333, 17.12.2001, pp. 1 – 46
BCE/2001/14	Decisione della Banca centrale europea del 3 dicembre 2001 che modifica la Decisione BCE/2001/7 relativa a tagli, specifiche, riproduzione, sostituzione e ritiro delle banconote in euro	GU L 5, 9.1.2002, pp. 26 – 28
BCE/2001/15	Decisione della Banca centrale europea del 6 dicembre 2001 sull'emissione delle banconote in euro	GU L 337, 20.12.2001, pp. 52 – 54
BCE/2001/16	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	GU L 337, 20.12.2001, pp. 55 – 61
BCE/2001/17	Raccomandazione della Banca centrale europea del 6 dicembre 2001 relativa all'abrogazione di norme presenti negli Stati membri partecipanti limitative dell'ammontare delle monete metalliche denominate in una unità monetaria nazionale che possono essere utilizzate in ogni singolo pagamento	GU C 356, 14.12.2001, pp. 9 – 10
BCE/2001/18	Regolamento della Banca centrale europea del 20 dicembre 2001 relativo alle statistiche sui tassi di interesse applicati dalle istituzioni finanziarie monetarie ai depositi detenuti dalle famiglie e dalle società non finanziarie nonché ai prestiti ad esse erogati	GU L 10, 12.1.2002, pp. 24 – 46
BCE/2001/19	Decisione della Banca centrale europea del 20 dicembre 2001 relativa all'approvazione del volume di conio delle monete metalliche nel 2002	GU L 344, 28.12.2001, p. 89

Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea

Scopo di questo elenco è informare i lettori sui principali documenti pubblicati dalla Banca centrale europea. Le pubblicazioni sono disponibili gratuitamente presso la Divisione Stampa e informazione della BCE. Si prega di inviare le richieste per iscritto all'indirizzo postale indicato sul retro del frontespizio.

Per l'elenco completo dei documenti pubblicati dall'Istituto monetario europeo, si prega di consultare il sito Internet della BCE (<http://www.ecb.int>).

Rapporto annuale

Rapporto annuale 1998, aprile 1999.

Rapporto annuale 1999, aprile 2000.

Rapporto annuale 2000, maggio 2001.

Rapporto sulla convergenza

Rapporto sulla convergenza 2000, maggio 2000.

Bollettino mensile

Articoli pubblicati dal gennaio 1999:

L'area dell'euro all'inizio della terza fase, gennaio 1999.

La strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, orientata alla stabilità, gennaio 1999.

Gli aggregati monetari dell'area dell'euro e il loro ruolo nella strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, febbraio 1999.

Il ruolo degli indicatori economici di breve termine nell'analisi dell'andamento dei prezzi nell'area dell'euro, aprile 1999.

Il settore bancario dell'area dell'euro: caratteristiche strutturali e tendenze, aprile 1999.

L'assetto operativo dell'Eurosistema: descrizione e prime valutazioni, maggio 1999.

L'attuazione del Patto di stabilità e crescita, maggio 1999.

Andamento di lungo periodo e variazioni cicliche dei principali indicatori economici nei paesi dell'area dell'euro, luglio 1999.

L'assetto istituzionale del Sistema europeo di banche centrali, luglio 1999.

Il ruolo internazionale dell'euro, agosto 1999.

I bilanci delle Istituzioni finanziarie monetarie dell'area dell'euro agli inizi del 1999, agosto 1999.

I differenziali d'inflazione in una unione monetaria, ottobre 1999.

I preparativi del SEBC per l'anno 2000, ottobre 1999.

Politiche orientate alla stabilità e andamento dei tassi di interesse reali a lungo termine negli anni novanta, novembre 1999.

TARGET e i pagamenti in euro, novembre 1999.

Gli strumenti giuridici della Banca centrale europea, novembre 1999.

L'area dell'euro un anno dopo l'introduzione della moneta unica: caratteristiche principali e mutamenti della struttura finanziaria, gennaio 2000.

Le riserve valutarie e le operazioni in valuta estera dell'Eurosistema, gennaio 2000.

L'Eurosistema e il processo di ampliamento della UE, febbraio 2000.

Il processo di consolidamento nel settore dei servizi di regolamento delle transazioni in titoli, febbraio 2000.

I tassi di cambio effettivi nominali e reali dell'euro, aprile 2000.

L'UEM e la vigilanza bancaria, aprile 2000.

Il contenuto informativo dei tassi di interesse e dei relativi derivati per la politica monetaria, maggio 2000.

Evoluzione e caratteristiche strutturali dei mercati del lavoro nell'area dell'euro, maggio 2000.

Il passaggio alle aste a tasso variabile nelle operazioni di rifinanziamento principali, luglio 2000.

La trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro, luglio 2000.

Invecchiamento della popolazione e politica di bilancio nell'area dell'euro, luglio 2000.

Indicatori dei prezzi e dei costi per l'area dell'euro: uno sguardo d'insieme, agosto 2000.

Il commercio con l'estero dell'area dell'euro: principali caratteristiche e tendenze recenti, agosto 2000.

Crescita del prodotto potenziale e output gap: concetto, utilizzi e stime, ottobre 2000.

I rapporti della BCE con le istituzioni e gli organi della Comunità europea, ottobre 2000.

I due pilastri della strategia di politica monetaria della BCE, novembre 2000.

Le problematiche connesse allo sviluppo della moneta elettronica, novembre 2000.

L'area dell'euro dopo l'ingresso della Grecia, gennaio 2001.

La politica monetaria in presenza di incertezza, gennaio 2001.

I rapporti della BCE con le organizzazioni e i consessi internazionali, gennaio 2001.

Caratteristiche del finanziamento alle imprese nell'area dell'euro, febbraio 2001.

Verso un livello uniforme di servizi per i pagamenti al dettaglio nell'area dell'euro, febbraio 2001.

La comunicazione esterna della Banca centrale europea, febbraio 2001.

Una valutazione delle statistiche economiche generali per l'area dell'euro, aprile 2001.

Il sistema delle garanzie per le operazioni di finanziamento dell'Eurosistema, aprile 2001.

L'introduzione delle banconote e delle monete in euro, aprile 2001.

Il quadro di riferimento e gli strumenti dell'analisi monetaria, maggio 2001.

La nuova regolamentazione sull'adeguatezza patrimoniale: il punto di vista della BCE, maggio 2001.

Fonti di finanziamento e investimenti finanziari dei settori non finanziari nell'area dell'euro, maggio 2001.

Nuove tecnologie e produttività nell'area dell'euro, luglio 2001.

Le misure dell'inflazione di fondo nell'area dell'euro, luglio 2001.

Le politiche di bilancio e la crescita economica, agosto 2001.

Le riforme dei mercati dei beni e dei servizi nell'area dell'euro, agosto 2001.

Il processo di consolidamento nei sistemi di compensazione con controparte centrale nell'area dell'euro, agosto 2001.

Alcune questioni riguardanti le regole di politica monetaria, ottobre 2001.

L'andamento delle richieste delle controparti nelle regolari operazioni di mercato aperto dell'Eurosistema, ottobre 2001.

La sostituzione del contante in euro nei mercati al di fuori dell'area dell'euro, ottobre 2001.

Il contenuto informativo degli indicatori compositi del ciclo economico dell'area dell'euro, novembre 2001.

Il quadro di riferimento per le politiche economiche nell'UEM, novembre 2001.

I fattori di fondo dell'economia e il tasso di cambio dell'euro, gennaio 2002.

I preparativi per le banconote in euro: dalla sostituzione del contante ai lavori previsti dopo la transizione, gennaio 2002.

Il mercato azionario e la politica monetaria, febbraio 2002.

La recente evoluzione della cooperazione internazionale, febbraio 2002.

Occasional Papers

- 1 *The impact of the euro on money and bond markets*, di Javier Santillán, Marc Bayle e Christian Thygesen, luglio 2000.
- 2 *The effective exchange rates of the euro*, di Luca Buldorini, Stelios Makrydakis e Christian Thimann, febbraio 2002.

Working Papers

- 1 *A global hazard index for the world foreign exchange markets*, di V. Brousseau e F. Scacciavillani, maggio 1999.
- 2 *What does the single monetary policy do? A SVAR benchmark for the European Central Bank*, di C. Monticelli e O. Tristani, maggio 1999.
- 3 *Fiscal policy effectiveness and neutrality results in a non-Ricardian world*, di C. Dekten, maggio 1999.
- 4 *From the ERM to the euro: new evidence on economic and policy convergence among EU countries*, di I. Angeloni e L. Dedola, maggio 1999.

- 5 *Core inflation: a review of some conceptual issues*, di M. Wynne, maggio 1999.
- 6 *The demand for M3 in the euro area*, di G. Coenen e J.-L. Vega, settembre 1999.
- 7 *A cross-country comparison of market structures in European banking*, di O. De Bandt e E. P. Davis, settembre 1999.
- 8 *Inflation zone targeting*, di A. Orphanides e V. Wieland, ottobre 1999.
- 9 *Asymptotic confidence bands for the estimated autocovariance and autocorrelation functions of vector autoregressive models*, di G. Coenen, gennaio 2000.
- 10 *On the effectiveness of sterilised foreign exchange intervention*, di R. Fatum, febbraio 2000.
- 11 *Is the yield curve a useful information variable for the Eurosystem?*, di J. M. Berk e P. van Bergeijk, febbraio 2000.
- 12 *Indicator variables for optimal policy*, di L. E. O. Svensson e M. Woodford, febbraio 2000.
- 13 *Monetary policy with uncertain parameters*, di U. Söderström, febbraio 2000.
- 14 *Assessing nominal income rules for monetary policy with model and data uncertainty*, di G. D. Rudebusch, febbraio 2000.
- 15 *The quest for prosperity without inflation*, di A. Orphanides, marzo 2000.
- 16 *Estimating the implied distribution of the future short-term interest rate using the Longstaff-Schwartz model*, di P. Hördahl, marzo 2000.
- 17 *Alternative measures of the NAIRU in the euro area: estimates and assessment*, di S. Fabiani e R. Mestre, marzo 2000.
- 18 *House prices and the macroeconomy in Europe: results from a structural VAR analysis*, di M. Iacoviello, aprile 2000.
- 19 *The euro and international capital markets*, di C. Detken e P. Hartmann, aprile 2000.
- 20 *Convergence of fiscal policies in the euro area*, di O. De Bandt e F. P. Mongelli, maggio 2000.
- 21 *Firm size and monetary policy transmission: evidence from German business survey data*, di M. Ehrmann, maggio 2000.
- 22 *Regulating access to international large-value payment systems*, di C. Holthausen e T. Rønde, giugno 2000.
- 23 *Escaping Nash inflation*, di In-Koo Cho e T. J. Sargent, giugno 2000.
- 24 *What horizon for price stability*, di F. Smets, luglio 2000.
- 25 *Caution and conservatism in the making of monetary policy*, di P. Schellekens, luglio 2000.
- 26 *Which kind of transparency? On the need for clarity in monetary policy-making*, di B. Winkler, agosto 2000.
- 27 *This is what the US leading indicators lead*, di M. Camacho e G. Perez-Quiros, agosto 2000.
- 28 *Learning, uncertainty and central bank activism in an economy with strategic interactions*, di M. Ellison e N. Valla, agosto 2000.
- 29 *The sources of unemployment fluctuations: an empirical application to the Italian case*, di S. Fabiani, A. Locarno, G. Oneto e P. Sestito, settembre 2000.
- 30 *A small estimated euro area model with rational expectations and nominal rigidities*, di G. Coenen e V. Wieland, settembre 2000.

- 31 *The disappearing tax base: Is foreign direct investment eroding corporate income taxes?*, di R. Gropp e K. Kostial, settembre 2000.
- 32 *Can indeterminacy explain the short-run non-neutrality of money?*, di F. de Fiore, settembre 2000.
- 33 *The information content of M3 for future inflation in the euro area*, di C. Trecroci e J.-L. Vega, ottobre 2000.
- 34 *Capital market development, corporate governance and the credibility of exchange rate pegs*, di O. Castrén e T. Takalo, ottobre 2000.
- 35 *Systemic risk: A survey*, di O. De Bandt e P. Hartmann, novembre 2000.
- 36 *Measuring core inflation in the euro area*, di C. Morana, novembre 2000.
- 37 *Business fixed investment: evidence of a financial accelerator in Europe*, di P. Vermeulen, novembre 2000.
- 38 *The optimal inflation tax when taxes are costly to collect*, di F. De Fiore, novembre 2000.
- 39 *A money demand system for euro area M3*, di C. Brand e N. Cassola, novembre 2000.
- 40 *Financial structure and the interest rate channel of ECB monetary policy*, di B. Mojon, novembre 2000.
- 41 *Why adopt transparency? The publication of central bank forecasts*, di P. M. Geraats, gennaio 2001.
- 42 *An area-wide model (AWM) for the euro area*, di G. Fagan, J. Henry e R. Mestre, gennaio 2001.
- 43 *Sources of economic renewal: from the traditional firm to the knowledge firm*, di D. Rodrigues Palenzuela, febbraio 2001.
- 44 *The supply and demand for Eurosystem deposits – the first 18 months*, di U. Bindseil e F. Seitz, febbraio 2001.
- 45 *Testing the rank of the Hankel matrix: A statistical approach*, di G. Camba-Mendez e G. Kapetanios, marzo 2001.
- 46 *A two-factor model of the German term structure of interest rates*, di N. Cassola e J. B. Luís, marzo 2001.
- 47 *Deposit insurance and moral hazard: does the counterfactual matter?*, di R. Gropp e J. Vesala, marzo 2001.
- 48 *Financial market integration in Europe: on the effects of EMU on stock markets*, di M. Fratzscher, marzo 2001.
- 49 *Business cycle and monetary policy analysis in a structural sticky-price model of the euro area*, di M. Casares, marzo 2001.
- 50 *Employment and productivity growth in service and manufacturing sectors in France, Germany and the US*, di T. von Wachter, marzo 2001.
- 51 *The functional form of the demand for euro area M1*, di L. Stracca, marzo 2001.
- 52 *Are the effects of monetary policy in the euro area greater in recessions than in booms?*, di G. Peersman e F. Smets, marzo 2001.

- 53 *An evaluation of some measures of core inflation for the euro area*, di J.-L.Vega e M.A.Wynne, aprile 2001.
- 54 *Assessment criteria for output gap estimates*, di G. Camba-Méndez e D. Rodriguez Palenzuela, aprile 2001.
- 55 *Modelling the demand for loans to the private sector in the euro area*, di A. Calza, G. Gartner e J. Sousa, aprile 2001.
- 56 *Stabilization policy in a two country model and the role of financial frictions*, di E. Faia, aprile 2001.
- 57 *Model-based indicators of labour market rigidity*, di S. Fabiani e D. Rodriguez Palenzuela, aprile 2001.
- 58 *Business cycle asymmetries in stock returns: evidence from higher order moments and conditional densities*, di G. Pérez-Quirós e A. Timmermann, aprile 2001.
- 59 *Uncertain potential output: implications for monetary policy*, di M. Ehrmann e F. Smets, aprile 2001.
- 60 *A multi-country trend indicator for euro area inflation: computation and properties*, di E. Angelini, J. Henry e R. Mestre, aprile 2001.
- 61 *Diffusion index-based inflation forecasts for the euro area*, di E. Angelini, J. Henry e R. Mestre, aprile 2001.
- 62 *Spectral based methods to identify common trends and common cycles*, di G. C. Mendez e G. Kapetanies, aprile 2001.
- 63 *Does money lead inflation in the euro area?*, di S. Nicoletti Altimari, maggio 2001.
- 64 *Exchange rate volatility and euro area imports*, di R. Anderson e F. Skudelny, maggio 2001.
- 65 *A system approach for measuring the euro area NAIRU*, di S. Fabiani e R. Mestre, maggio 2001.
- 66 *Can short-term foreign exchange volatility be predicted by the Global Hazard Index?*, di V. Brousseau e F. Scacciavillani, giugno 2001.
- 67 *The daily market for funds in Europe: has something changed with the EMU?*, di G. Pérez-Quirós e H. R. Mendizábal, giugno 2001.
- 68 *The performance of forecast-based monetary policy rules under model uncertainty*, di A. Levin, V. Wieland e J. C. Williams, luglio 2001.
- 69 *The ECB monetary policy strategy and the money market*, di V. Gaspar, G. Pérez-Quirós e J. Sicilia, luglio 2001.
- 70 *Central bank forecasts of liquidity factors: quality, publication and the control of the overnight rate*, di U. Bindseil, luglio 2001.
- 71 *Asset market linkages in crisis periods*, di P. Hartmann, S. Straetemans e C. G. de Vries, luglio 2001.
- 72 *Bank concentration and retail interest rates*, di S. Corvoisier e R. Gropp, luglio 2001.
- 73 *Interbank lending and monetary policy transmission – evidence for Germany*, di M. Ehrmann e A. Worms, luglio 2001.
- 74 *Interbank market integration under asymmetric information*, di X. Freixas e C. Holthausen, agosto 2001.

- 75 *Value at risk models in finance*, di S. Manganelli e R. F. Engle, agosto 2001.
- 76 *Rating agency actions and the pricing of debt and equity of European banks: what can we infer about private sector monitoring of bank soundness?*, di R. Gropp e A. J. Richards, agosto 2001.
- 77 *Cyclically adjusted budget balances: an alternative approach*, di C. Bouthevillain, P. Cour-Thimann, G. van den Dool, P. Hernández de Cos, G. Langenus, M. Mohr, S. Momigliano e M. Tujula, settembre 2001.
- 78 *Investment and monetary policy in the euro area*, di B. Mojon, F. Smets e P. Vermeulen, settembre 2001.
- 79 *Does liquidity matter? Properties of a synthetic divisia monetary aggregate in the euro area*, di L. Stracca, ottobre 2001.
- 80 *The microstructure of the euro money market*, di P. Hartmann, M. Manna e A. Manzanares, ottobre 2001.
- 81 *What can changes in structural factors tell us about unemployment in Europe?*, di J. Morgan e A. Mourougane, ottobre 2001.
- 82 *Economic forecasting: some lessons from recent research*, di D. Hendry e M. P. Clements, ottobre 2001.
- 83 *Chi-squared tests of interval and density forecasts, and the Bank of England's fan charts*, di K. F. Wallis, novembre 2001.
- 84 *Data uncertainty and the role of money as an information variable for monetary policy*, di G. Coenen, A. Levin e V. Wieland, novembre 2001.
- 85 *Determinants of the euro real effective exchange rate: a BEER/PEER approach*, di F. Maeso-Fernandez, C. Osbat e B. Schnatz, novembre 2001.
- 86 *Rational expectations and near rational alternatives: how best to form expectations*, di M. Beeby, S. G. Hall e S. B. Henry, novembre 2001.
- 87 *Credit rationing, output gap and business cycles*, di F. Boissay, novembre 2001.
- 88 *Why is it so difficult to beat the random walk forecast of exchange rates?*, di L. Kilian e M. P. Taylor, novembre 2001.
- 89 *Monetary policy and fears of instability*, di V. Brousseau e C. Detken, novembre 2001.
- 90 *Public pensions and growth*, di S. Lambrecht, P. Michel e J.-P. Vidal, novembre 2001.
- 91 *The monetary transmission mechanism in the euro area: more evidence from VAR analysis*, di G. Peersman e F. Smets, dicembre 2001.
- 92 *A VAR description of the effects of the monetary policy in the individual countries of the euro area*, di B. Mojon e G. Peersman, dicembre 2001.
- 93 *The monetary transmission mechanism at the euro-area level: issues and results using structural macroeconomic models*, di P. McAdam e J. Morgan, dicembre 2001.
- 94 *Monetary policy transmission in the euro area: what do aggregate and national structural models tell us?*, di P. van Els, A. Locarno, J. Morgan e J.-P. Villetelle, dicembre 2001.
- 95 *Some stylised facts on the euro area business cycle*, di A.-M. Agresti e B. Mojon, dicembre 2001.

- 96 *The reaction of bank lending to monetary policy measures in Germany*, di A. Worms, dicembre 2001.
- 97 *Asymmetries in bank lending behaviour. Austria during the 1990s*, di S. Kaufmann, dicembre 2001.
- 98 *The credit channel in the Netherlands: evidence from bank balance sheets*, di L. De Haan, dicembre 2001.
- 99 *Is there a bank lending channel of monetary policy in Spain?*, di I. Hernando e J. Martínez-Pagés, dicembre 2001.
- 100 *Transmission of monetary policy shocks in Finland: evidence from bank level data on loans*, di J. Topi e J. Vilmunen, dicembre 2001.
- 101 *Monetary policy and bank lending in France: are there asymmetries?*, di C. Loupias, F. Savignac e P. Sevestre, dicembre 2001.
- 102 *The bank lending channel of monetary policy: identification and estimation using Portuguese micro bank data*, di L. Farinha e C. Robalo Marques, dicembre 2001.
- 103 *Bank-specific characteristics and monetary policy transmission: the case of Italy*, di L. Gambacorta, dicembre 2001.
- 104 *Is there a bank lending channel of monetary policy in Greece? Evidence from bank level data*, di S. N. Brissimis, N. C. Kamberoglou e G. T. Simigiannis, dicembre 2001.
- 105 *Financial systems and the role of banks in monetary policy transmission in the euro area*, di M. Ehrmann, L. Gambacorta, J. Martínez-Pagés, P. Sevestre e A. Worms, dicembre 2001.
- 106 *Investment, the cost of capital, and monetary policy in the nineties in France: a panel data investigation*, di J. B. Chatelain e A. Tiomo, dicembre 2001.
- 107 *The interest rate and credit channel in Belgium: an investigation with micro-level firm data*, di P. Butzen, C. Fuss e P. Vermeulen, dicembre 2001.
- 108 *Credit channel and investment behaviour in Austria: a micro-econometric approach*, di M. Valderrama, dicembre 2001.
- 109 *Monetary transmission in Germany: new perspectives on financial constraints and investment spending*, di U. von Kalckreuth, dicembre 2001.
- 110 *Does monetary policy have asymmetric effects? A look at the investment decisions of Italian firms*, di E. Gaiotti e A. Generale, dicembre 2001.
- 111 *Monetary transmission: empirical evidence from Luxembourg firm level data*, di P. Lünnemann e T. Mathä, dicembre 2001.
- 112 *Firm investment and monetary transmission in the euro area*, di J. B. Chatelain, A. Generale, I. Hernando, U. von Kalckreuth e P. Vermeulen, dicembre 2001.
- 113 *Financial frictions and the monetary transmission mechanism: theory, evidence and policy implications*, di C. Bean, J. Larsen e K. Nikolov, gennaio 2002.
- 114 *Monetary transmission in the euro area: where do we stand?*, di I. Angeloni, A. Kashyap, B. Mojon e D. Terlizzese, gennaio 2002.
- 115 *Monetary policy rules, macroeconomic stability and inflation: a view from the trenches*, di A. Orphanides, dicembre 2001.

- I 16 *Rent indices for housing in west Germany 1985 to 1998*, di J. Hoffmann e C. Kurz, gennaio 2002.
- I 17 *Hedonic house prices without characteristics: the case of new multiunit housing*, di O. Bover e P. Velilla, gennaio 2002.
- I 18 *Durable goods, price indexes and quality change: an application to automobile prices in Italy, 1988-1998*, di G. M. Tomat, gennaio 2002.
- I 19 *Monetary policy and the stock market in the euro area*, di N. Cassola e C. Morana, gennaio 2002.
- I 20 *Learning stability in economics with heterogenous agents*, di S. Honkapohja e K. Mitra, gennaio 2002.
- I 21 *Natural rate doubts*, di A. Beyer e R. E.A. Farmer, febbraio 2002.
- I 22 *New technologies and productivity growth in the euro area*, di F. Vijselaar e R. Albers, febbraio 2002.
- I 23 *Analysing and combining multiple credit assessments of financial institutions*, di E. Tabakis e A. Vinci, febbraio 2002.
- I 24 *Monetary policy, expectations and commitment*, di G.W. Evans e S. Honkapohja, febbraio 2002.
- I 25 *Duration, volume and volatility impact of trades*, di S. Manganelli, febbraio 2002.
- I 26 *Optimal contracts in a dynamic costly state verification model*, di C. Monnet e E. Quintin, febbraio 2002.
- I 27 *Performance of monetary policy with internal central bank forecasting*, di S. Honkapohja e K. Mitra, febbraio 2002.
- I 28 *Openness, imperfect exchange rate pass-through and monetary policy*, di F. Smets e R. Wouters, marzo 2002.
- I 29 *Non-standard central bank loss functions, skewed risks and certainty equivalence*, di A. al-Nowaihi e L. Stracca, marzo 2002.

Altre pubblicazioni

The TARGET service level, luglio 1998.

Report on electronic money, agosto 1998.

Assessment of EU securities settlement systems against the standards for their use in ESCB credit operations, settembre 1998.

Money and banking statistics compilation guide, settembre 1998.

La politica monetaria unica nella terza fase: caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria del SEBC, settembre 1998.

Third progress report on the TARGET project, novembre 1998.

Correspondent central banking model (CCBM), dicembre 1998.

Payment systems in the European Union: Addendum incorporating 1997 figures, gennaio 1999.

Possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term, febbraio 1999.

Euro area monetary aggregates: conceptual reconciliation exercise, luglio 1999.

The effects of technology on the EU banking system, luglio 1999.

Payment systems in countries that have applied for membership of the European Union, agosto 1999.

Rendere più efficienti i pagamenti transfrontalieri al dettaglio – La posizione dell'Eurosistema, settembre 1999.

Compendium: raccolta di strumenti giuridici, giugno 1998 - maggio 1999, ottobre 1999.

European Union balance of payments/international investment position statistical methods, novembre 1999.

Money and Banking Statistics Compilation Guide, Addendum I: Money market paper, novembre 1999.

Money and Banking Statistic Sector Manual, seconda edizione, novembre 1999.

Report on the legal protection of banknotes in the European Union Member States, novembre 1999.

Correspondent central banking model (CCBM), novembre 1999.

Cross-border payments in TARGET: A users' survey, novembre 1999.

Money and Banking Statistics: Series keys for the exchange of balance sheet items time series, novembre 1999.

Money and Banking Statistics: Handbook for the compilation of flow statistics, dicembre 1999.

Payment systems in the European Union: Addendum incorporating 1998 figures, febbraio 2000.

Interlinking: Data dictionary, Versione 2.02, marzo 2000.

Asset prices and banking stability, aprile 2000.

EU banks' income structure, aprile 2000.

Informazioni statistiche raccolte ed elaborate dal SEBC, maggio 2000.

Correspondent central banking model (CCBM), luglio 2000.

Requisiti della Banca centrale europea nel campo delle statistiche economiche generali, agosto 2000.

Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area, agosto 2000.

Improving cross-border retail payment services, settembre 2000.

Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves, ottobre 2000.

European Union balance of payments/international investment position statistical methods, novembre 2000.

Information guide for credit institutions using TARGET, novembre 2000.

La politica monetaria unica nella terza fase. Caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema, novembre 2000.

EU banks' margin and credit standards, dicembre 2000.

Mergers and acquisitions involving the EU banking industry: facts and implications, dicembre 2000.

Annual report on the activities of the Anti-Fraud Committee of the European Central Bank, gennaio 2001.

Cross-border use of collateral: A user's survey, febbraio 2001.

Price effects of regulatory reform in selected net work industries, marzo 2001.

Il ruolo delle banche centrali nella vigilanza prudenziale, marzo 2001.

Money and banking statistics in the accession countries: Methodological manual, aprile 2001.

TARGET: Annual Report, maggio 2001.

A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises, giugno 2001.

Payment and securities settlement systems in the European Union, giugno 2001.

Why price stability?, giugno 2001.

The euro bond market, luglio 2001.

The euro money market, luglio 2001.

The euro equity markets, agosto 2001.

The monetary policy of the ECB, agosto 2001.

Monetary analysis: tools and applications, agosto 2001.

Review of the international role of the euro, settembre 2001.

The Eurosystem's policy line with regard to consolidation in central counterparty clearing, settembre 2001.

Provisional list of MFIs of the accession countries (as at the end of December 2000), ottobre 2001.

TARGET: the Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system – update 2001, novembre 2001.

European Union balance of payments/international investment position statistical methods, novembre 2001.

Fair value accounting in the banking sector, novembre 2001.

Towards an integrated infrastructure for credit transfers in euro, novembre 2001.

Accession countries: Balance of payments/international investment position statistical methods, febbraio 2002.

List of Monetary Financial Institutions and institutions subject to minimum reserves, febbraio 2002.

Labour market mismatches in euro area countries, marzo 2002.

Opuscoli informativi

TARGET: Facts, figures, future, settembre 1999.

The ECB payment mechanism, agosto 2000.

The euro: integrating financial services, agosto 2000.

TARGET, agosto 2000.

The European Central Bank, aprile 2001.

Le banconote e le monete in euro, maggio 2001.

TARGET – update 2001, luglio 2001.

The euro and the integration of financial services, settembre 2001.

