



BANCA CENTRALE EUROPEA

RAPPORTO ANNUALE 2004

RAPPORTO ANNUALE
2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

ECB EZB EKT EKP



BANCA CENTRALE EUROPEA



BANCA CENTRALE EUROPEA



RAPPORTO ANNUALE 2004

Nel 2005 tutte
le pubblicazioni della BCE
saranno caratterizzate
da un motivo tratto
dalla banconota
da 50 euro

© Banca Centrale Europea, 2005

Indirizzo

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main,
Germany

Indirizzo postale

Postfach 16 03 19
60066 Frankfurt am Main,
Germany

Telefono

+49 69 1344 0

Sito internet

<http://www.ecb.int>

Fax

+49 69 1344 6000

Telex

411 144 ecb d

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

Fotografie:

Claudio Hils

Martin Joppen

Stefan Laub

Constantin Meyer

Marcus Thelen

Parlamento Europeo

*I dati contenuti in questo Rapporto
sono aggiornati al 25 febbraio 2005.*

ISSN 1561-4530 (stampa)

ISSN 1725-2903 (online)

INDICE

| | | | |
|---|------------|---|------------|
| PREFAZIONE | 9 | 3.3 L'emissione e la produzione di banconote | 102 |
| CAPITOLO I L'EVOLUZIONE ECONOMICA E LA POLITICA MONETARIA | 4 | LE STATISTICHE | 104 |
| 1 DECISIONI DI POLITICA MONETARIA | 16 | 4.1 Ulteriori miglioramenti nel quadro statistico di riferimento per l'area dell'euro | 104 |
| 2 GLI ANDAMENTI MONETARI, FINANZIARI ED ECONOMICI | 20 | 4.2 Statistiche nuove o più esaustive | 105 |
| 2.1 Il contesto macroeconomico internazionale | 20 | 4.3 Statistiche sulla finanza pubblica | 106 |
| 2.2 Andamenti monetari e finanziari | 23 | 5 LA RICERCA ECONOMICA | 107 |
| 2.3 I prezzi | 44 | 5.1 I programmi di ricerca | 107 |
| 2.4 La produzione, la domanda e il mercato del lavoro | 53 | 5.2 I <i>network</i> di ricerca | 108 |
| 2.5 La finanza pubblica | 62 | 5.3 I modelli macroeconomici dell'area dell'euro | 109 |
| 2.6 I tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti | 69 | 6 ALTRI COMPITI E ATTIVITÀ | 111 |
| 3 L'EVOLUZIONE ECONOMICA E MONETARIA NEI PAESI MEMBRI DELL'UE NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO | 74 | 6.1 Rispetto dei divieti concernenti il finanziamento monetario e l'accesso privilegiato | 111 |
| | | 6.2 Le funzioni consultive | 111 |
| | | 6.3 La gestione delle operazioni di prestito e indebitamento per conto della Comunità europea | 112 |
| CAPITOLO 2 LE OPERAZIONI E LE ATTIVITÀ DELL'EUROSISTEMA COME BANCA CENTRALE | | CAPITOLO 3 LA STABILITÀ FINANZIARIA E L'INTEGRAZIONE | |
| 1 LE OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA, LE OPERAZIONI SUI MERCATI DEI CAMBI E LE ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO | 86 | 1 LA STABILITÀ FINANZIARIA | 116 |
| 1.1 Le operazioni di politica monetaria | 86 | 1.1 Il monitoraggio della stabilità finanziaria | 116 |
| 1.2 Le operazioni sul mercato dei cambi | 91 | 1.2 La cooperazione in situazioni di crisi | 119 |
| 1.3 Le attività di investimento | 92 | 2 LA REGOLAMENTAZIONE E LA VIGILANZA FINANZIARIA | 120 |
| 2 I SISTEMI DI PAGAMENTO E DI REGOLAMENTO DELLE TRANSAZIONI IN TITOLI | 94 | 2.1 Il settore bancario | 120 |
| 2.1 Il sistema Target | 94 | 2.2 Il settore dei valori mobiliari | 121 |
| 2.2 Il sistema Target2 | 96 | 2.3 I principi contabili | 121 |
| 2.3 L'utilizzo transfrontaliero delle garanzie | 97 | 3 L'INTEGRAZIONE FINANZIARIA | 122 |
| 3 LE BANCONOTE E LE MONETE | 99 | 4 LA SORVEGLIANZA SULL'INFRASTRUTTURA DI MERCATO | 127 |
| 3.1 La circolazione delle banconote e delle monete | 99 | 4.1 La sorveglianza sull'infrastruttura e sui sistemi di pagamento di importo rilevante in euro | 127 |
| 3.2 La contraffazione delle banconote in euro e i relativi deterrenti | 100 | 4.2 I servizi di pagamento al dettaglio | 128 |
| | | 4.3 I sistemi di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli | 129 |

| | | | |
|---|------------|--|------------|
| CAPITOLO 4 | | | |
| LE RELAZIONI EUROPEE E INTERNAZIONALI | | | |
| I LE TEMATICHE EUROPEE | 138 | | |
| 1.1 Le tematiche relative alle politiche economiche | 138 | 1.2 Il Consiglio direttivo | 172 |
| 1.2 Problematiche istituzionali | 140 | 1.3 Il Comitato esecutivo | 174 |
| | | 1.4 Il Consiglio generale | 176 |
| | | 1.5 I comitati dell'Eurosistema/SEBC e il Comitato per il bilancio preventivo | 177 |
| 2 PROBLEMATICHE INTERNAZIONALI | 142 | 1.6 Il governo societario | 177 |
| 2.1 I principali sviluppi nel sistema monetario e finanziario internazionale | 142 | 2 GLI SVILUPPI ORGANIZZATIVI | 180 |
| 2.2 La cooperazione con paesi al di fuori dell'UE | 145 | 2.1 Le risorse umane | 180 |
| | | 2.2 La nuova sede della BCE | 181 |
| | | 3 IL "DIALOGO SOCIALE" NELL'AMBITO DEL SEBC | 183 |
| CAPITOLO 5 | | 4 IL BILANCIO DELLA BCE | 185 |
| LA RESPONSABILITÀ PER IL PROPRIO OPERATO | | Relazione sulla gestione per l'esercizio terminato il 31 dicembre 2004 | 186 |
| I LA RESPONSABILITÀ PER IL PROPRIO OPERATO NEI CONFRONTI DEI CITTADINI E DEL PARLAMENTO EUROPEO | 150 | Stato patrimoniale al 31 dicembre 2004 | 190 |
| | | Conto economico per l'esercizio terminato il 31 dicembre 2004 | 192 |
| | | Criteria di rilevazione contabile e di redazione del bilancio | 193 |
| 2 LE POSIZIONI DELLA BCE SU ALCUNE QUESTIONI SPECIFICHE SOLLEVATE DURANTE GLI INCONTRI CON IL PARLAMENTO EUROPEO | 151 | Note allo stato patrimoniale | 197 |
| | | Note al conto economico | 205 |
| | | Nota sulla ripartizione delle perdite | 208 |
| | | Relazione del revisore | 209 |
| | | 5 STATO PATRIMONIALE CONSOLIDATO DELL'EUROSISTEMA AL 31 DICEMBRE 2004 | 210 |
| CAPITOLO 6 | | | |
| L'ATTIVITÀ DI COMUNICAZIONE ESTERNA | | ALLEGATI | |
| I LA POLITICA DI COMUNICAZIONE | 156 | STRUMENTI GIURIDICI ADOTTATI DALLA BCE | 214 |
| 2 ATTIVITÀ DI COMUNICAZIONE | 157 | PARERI ADOTTATI DALLA BCE | 217 |
| | | DOCUMENTI PUBBLICATI DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA DAL GENNAIO 2004 | 221 |
| CAPITOLO 7 | | CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA | 227 |
| L'ALLARGAMENTO DELL'UNIONE EUROPEA | | GLOSSARIO | 229 |
| I L'ESITO POSITIVO DEL PROCESSO DI ADESIONE DI DIECI NUOVI STATI MEMBRI | 162 | | |
| 2 LE RELAZIONI CON I PAESI CANDIDATI ALL'ADESIONE ALL'UE | 167 | ELENCO DEI RIQUADRI | |
| | | 1 Andamenti degli investimenti finanziari del settore non finanziario dell'area dell'euro nel 2004 | 26 |
| CAPITOLO 8 | | Tavola Investimenti finanziari del settore non finanziario nell'area dell'euro | 26 |
| L'ASSETTO ISTITUZIONALE, L'ORGANIZZAZIONE E IL BILANCIO | | | |
| I GLI ORGANI DECISIONALI E IL GOVERNO SOCIETARIO DELLA BCE | 170 | | |
| 1.1 L'Eurosistema e il Sistema europeo di banche centrali | 170 | | |

| | | | | |
|---|--|-----------|---|------------|
| 2 | I possibili effetti dell'eccesso di liquidità nell'area dell'euro | 29 | Figura A Consistenze dei titoli di debito pubblico in essere nell'area dell'euro nel 2004 suddivisi per paese emittente | 64 |
| | Figura Presentazione schematica del possibile utilizzo della liquidità in eccesso | 29 | Tavola Struttura delle consistenze dei titoli emessi dalle amministrazioni pubbliche dei paesi dell'area dell'euro | 64 |
| 3 | Tendenze comuni della volatilità implicita dei mercati finanziari | 34 | Figura B Differenziali di rendimento dei titoli di Stato a lungo termine nei confronti dei corrispondenti titoli tedeschi | 65 |
| | Figura A Volatilità implicita dei mercati finanziari nell'area dell'euro | 35 | Figura C Variazioni nei rapporti relativi debito pubblico/PIL nei confronti della Germania e variazioni nei differenziali di rendimento tra il 2001 e il 2004 | 66 |
| | Figura B Volatilità implicita dei mercati azionari e obbligazionari nell'area dell'euro e negli Stati Uniti | 36 | 9 La politica di bilancio e la stabilità macroeconomica | 67 |
| 4 | Disparità nelle condizioni di finanziamento fra piccole e medie imprese e grandi aziende nell'area dell'euro nel 2004 | 41 | 10 Principali elementi dei nuovi accordi europei di cambio | 79 |
| | Figura A Variazione nei criteri per la concessione di prestiti e l'apertura di linee di credito alle società non finanziarie | 41 | 11 I servizi di gestione delle riserve offerti dall'Eurosistema | 113 |
| | Figura B Tassi di interesse applicati dalle IFM sui prestiti alle società non finanziarie: differenziali fra prestiti di ammontare contenuto e prestiti di ammontare elevato | 42 | 12 Il <i>Network</i> di ricerca sul sistema finanziario e l'integrazione dei mercati finanziari in Europa | 123 |
| 5 | I prezzi del petrolio e l'economia dell'area dell'euro | 47 | 13 L'integrazione finanziaria del mercato del credito nell'area dell'euro | 126 |
| | Figura A Prezzo del petrolio greggio (qualità Brent) | 47 | 14 Standard per la compensazione e il regolamento delle operazioni in titoli nell'Unione europea | 131 |
| | Tavola Incrementi nominali del prezzo del petrolio su diversi periodi | 48 | 15 Dichiarazione sulla missione dell'Eurosistema | 171 |
| | Figura B Prezzo del petrolio e contributo delle componenti energetiche all'inflazione armonizzata | 48 | ELENCO DELLE TAVOLE | |
| | Figura C Prezzo del petrolio e contributo delle componenti dei trasporti all'inflazione armonizzata | 48 | 1 Andamenti dei prezzi | 45 |
| 6 | I progressi delle riforme strutturali dei mercati del lavoro e dei beni nell'UE | 54 | 2 Indicatori del costo del lavoro | 51 |
| 7 | I potenziali effetti dell'evoluzione demografica nell'area dell'euro | 58 | 3 Crescita del PIL in termini reali e delle sue componenti | 52 |
| | Figura Principali sviluppi demografici nell'area dell'euro | 59 | 4 Evoluzione del mercato del lavoro | 56 |
| 8 | Andamento delle emissioni di titoli pubblici nell'area dell'euro | 63 | 5 Posizioni di bilancio nell'area dell'euro | 62 |
| | | | 6 Crescita del PIL in termini reali negli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e nell'area dell'euro | 74 |
| | | | 7 Inflazione misurata sullo IAPC negli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e nell'area dell'euro | 75 |
| | | | 8 Posizione di bilancio negli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e nell'area dell'euro | 76 |

| | | | |
|---|-----|---|-----|
| 9 Bilancia dei pagamenti degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e nell'area dell'euro | 78 | 17 Rapporto debito/PIL e crescita dei prestiti alle famiglie | 39 |
| 10 Andamenti negli AEC II | 80 | 18 Indicatori dei costi di finanziamento sui mercati delle società non finanziarie | 40 |
| 11 Strategia ufficiale di politica monetaria degli Stati membri non appartenenti all'area dell'euro | 81 | 19 Debito delle società non finanziarie: contributi al tasso di crescita sul periodo corrispondente | 44 |
| 12 Pagamenti gestiti da Target | 95 | 20 Indicatori di bilancio per le società non finanziarie | 44 |
| 13 Disponibilità complessiva di Target | 95 | 21 Dinamica delle principali componenti dello IAPC | 46 |
| 14 Distribuzione delle banconote false per taglio | 101 | 22 Contributi delle componenti alla crescita dello IAPC | 46 |
| 15 Assegnazione della produzione di banconote nel 2004 | 102 | 23 Andamenti dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro | 51 |
| 16 Principali indicatori economici dell'UE con e senza i nuovi Stati membri | 163 | 24 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria | 51 |
| ELENCO DELLE FIGURE | | | |
| 1 Tassi di interesse della BCE e tassi di mercato monetario | 16 | 25 Redditi per occupato per settore | 52 |
| 2 I principali andamenti delle maggiori economie industrializzate | 20 | 26 Contributi alla crescita trimestrale del PIL in termini reali | 53 |
| 3 Principali andamenti dei mercati delle materie prime | 23 | 27 Produttività del lavoro | 57 |
| 4 M3 e M3 corretta per l'impatto stimato delle riallocazioni di portafoglio | 24 | 28 Disoccupazione | 57 |
| 5 Contributi al tasso di crescita sui dodici mesi di M3 | 24 | 29 Tassi di cambio effettivi dell'euro nominali e reali | 70 |
| 6 Tassi di interesse delle IFM a breve termine sui depositi | 25 | 30 Saldo di conto corrente e delle sue componenti | 70 |
| 7 Variazioni di M3 e delle sue contropartite | 27 | 31 Saldo del conto finanziario e delle sue componenti | 72 |
| 8 Stime del <i>gap</i> monetario | 28 | 32 Variazioni dei tassi di cambio dell'euro nei confronti delle valute dell'UE non incluse negli AEC II | 80 |
| 9 Tassi di interesse a breve termine e pendenza della curva dei rendimenti del mercato monetario | 31 | 33 Importi richiesti e aggiudicati nelle ORP settimanali nel 2004 | 87 |
| 10 Tassi <i>future</i> sull'Euribor a tre mesi e volatilità implicita nei prezzi delle opzioni sui contratti <i>future</i> basati sull'Euribor a tre mesi | 31 | 34 Determinanti della posizione di liquidità e andamento delle banconote nell'area dell'euro nel 2004 | 88 |
| 11 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine | 32 | 35 Attività idonee negoziabili | 89 |
| 12 Rendimenti reali dei titoli a lungo termine e tassi di inflazione di pareggio nell'area dell'euro | 33 | 36 Utilizzo delle attività negoziabili come garanzia | 89 |
| 13 Principali indici dei corsi azionari | 37 | 37 Valore totale delle banconote in circolazione nel periodo 2000-2004 | 99 |
| 14 Crescita degli utili societari effettivi e attesi | 37 | 38 Numero delle banconote in circolazione nel periodo 2002-2004 | 99 |
| 15 Andamento del mercato immobiliare e dei prestiti nei paesi dell'area dell'euro | 38 | 39 Numero delle banconote in circolazione nel periodo 2000-2004 | 100 |
| 16 Tassi delle IFM sui prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie | 38 | 40 Numero di banconote false ritirate dalla circolazione nel periodo 2002-2004 | 100 |
| | | 41 <i>Working Paper Series</i> della BCE: classificazione del <i>Journal of Economic Literature</i> | 108 |

SIGLARIO

PAESI

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

ALTRE

| | |
|--------|--|
| BCE | Banca centrale europea |
| BCN | Banche centrali nazionali |
| BRI | Banca dei regolamenti internazionali |
| CLUPM | Costo del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera |
| c.i.f. | costo, assicurazione e nolo al confine del paese dell'importatore |
| ECU | Unità monetaria europea |
| EUR | euro |
| FMI | Fondo monetario internazionale |
| f.o.b. | franco a bordo al confine del paese dell'esportatore |
| IAPC | Indice armonizzato dei prezzi al consumo |
| IFM | Istituzioni finanziarie monetarie |
| ILO | Organizzazione internazionale del lavoro |
| IME | Istituto monetario europeo |
| IPC | Indice dei prezzi al consumo |
| IPP | Indice dei prezzi alla produzione |
| MBP5 | Manuale del FMI sulla bilancia dei pagamenti (5ª edizione) |
| PIL | Prodotto interno lordo |
| SEBC | Sistema europeo di banche centrali |
| SEC 95 | Sistema europeo dei conti nazionali 1995 |
| TCE | Tasso di cambio effettivo |
| UE | Unione europea |
| UEM | Unione economica e monetaria |

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

La BCE organizza dal 1998 una serie di esposizioni dal titolo “Arte contemporanea dagli Stati membri dell’Unione Europea”. Ciascuna esposizione si propone, al personale della BCE e ai suoi ospiti, come un viaggio nell’arte di un determinato paese dell’UE. La scelta dell’arte contemporanea si ricollega al periodo in cui l’Unione Monetaria è divenuta una realtà.

Alcune delle opere d’arte vengono acquistate per far parte della *ECB Art Collection* (collezione artistica della BCE) che è in corso di ampliamento. Le otto pagine poste a divisione dei capitoli del presente Rapporto rappresentano una selezione di opere da tale collezione.

| | |
|--|-----|
| Artista: Stephan Jung Titolo: P.WPI, 2002 Materiali: Olio su tela, Formato: 230 × 265 cm | 14 |
| Artista: Isa Dahl Titolo: “eben still”, 2004 Materiali: Olio su tela, Formato: Ø 190 cm | 84 |
| Artista: Jacob Dahlgren Titolo: Krakow, 2002 Materiali: Vasetti di yoghurt montati su alluminio, Formato: 184 × 148 × 10 cm | 114 |
| Artista: Ana Luísa Ribeiro Titolo: Senza titolo, 2002 Materiali: Olio su tela, Formato: 150 × 230 cm | 136 |
| Artista: Xenia Hausner Titolo: Traumspiel, 2004 Materiali: Cromolitografia su carta lavorata a mano (16/25), Formato: 96 × 129 cm | 148 |
| Artista: Philippe Cognée Titolo: Foule, Place St. Pierre de Rome, Pâques, 1999 Materiali: Encausto su tela, Formato: 154 × 153 cm | 154 |
| Artista: Jan Fabre Titolo: Senza titolo, 1987 Materiali: Inchiostro di penna a sfera su carta, Formato: 200 × 158 cm | 160 |
| Artista: Reinhold A. Goelles Titolo: Senza titolo Materiali: Acrilico su tela, Formato: 152 × 100 cm | 168 |

PREFAZIONE



Da uno sguardo retrospettivo agli eventi dello scorso anno emerge la grande valenza storica dell'allargamento dell'Unione europea, avvenuto il 1° maggio 2004. Ci eravamo preparati con ampio anticipo negli ambiti di nostra competenza, in particolare invitando, non appena possibile, i colleghi governatori delle banche centrali dei dieci nuovi Stati membri alle riunioni del Consiglio generale in qualità di osservatori. L'intenso lavoro preliminare svolto dalla BCE e dal suo personale ha altresì contribuito al successo dell'allargamento. Un'ulteriore misura è consistita nell'apertura dei comitati del Sistema europeo di banche centrali (SEBC) agli esperti delle banche centrali dei nuovi paesi, che vi hanno preso parte in veste di osservatori. L'accuratezza e la cordialità che hanno contraddistinto la fase di preparazione hanno consentito l'ingresso ordinato di questi paesi nell'UE e delle loro banche centrali nel SEBC. Tutti noi abbiamo vissuto con una certa commozione la prima riunione del Consiglio generale successiva al 1° maggio 2004. Anche la prima riunione tenuta in teleconferenza dopo tale data ha rap-

presentato una tappa significativa; in tale occasione abbiamo potuto, infatti, constatare il perfetto funzionamento della nuova rete sicura di comunicazione e ci siamo dimostrati in grado di utilizzare questo canale per dialogare in maniera efficace attraverso il continente.

Non applicandosi una clausola di esenzione, i dieci nuovi Stati membri dell'UE hanno assunto l'impegno di introdurre, a tempo debito, l'euro. Siamo tutti d'accordo nell'affermare che, in piena conformità con le disposizioni del Trattato, è fondamentale prepararsi nel miglior modo possibile ad adottare la moneta unica, raggiungendo, cioè, un grado elevato di convergenza sostenibile in linea con i criteri di Maastricht.

Nel corso del 2004 le valute di Estonia, Lituania e Slovenia sono entrate a far parte del meccanismo dei nuovi accordi europei di cambio (AEC II), che comprendeva l'euro, in quanto valuta ancora, e la corona danese. I tre nuovi membri si sono impegnati a partecipare agli AEC II in modo tale da assicurare sia l'ordinato funzionamento del sistema, sia il miglior contributo possibile al conseguimento di una convergenza sostenibile.

Negli Stati membri dell'UE è in fase di ratifica il Trattato che adotta una Costituzione per l'Europa, sottoscritto di recente. La Costituzione attesta la chiara volontà dell'Europa di portare avanti l'approfondimento storico dell'Unione in parallelo al suo allargamento. L'Eurosistema, il cui obiettivo primario consiste nell'assicurare la stabilità dei prezzi, è pienamente consapevole del ruolo che è chiamato a svolgere nel contesto di tale approfondimento, ruolo che trova conferma nel testo costituzionale. La Costituzione conferma, altresì, tutti gli elementi essenziali dei due pilastri su cui poggia il quadro di riferimento per l'UEM, concernenti rispettivamente la politica monetaria e le politiche economiche e di bilancio. La BCE attende con vivo interesse la ratifica della Costituzione.

Il 2004 è stato un anno di moderata crescita economica nell'area dell'euro. Il PIL è aumentato dell'1,8 per cento nell'anno, rispetto allo 0,5 per cento del 2003. I tassi di espansione, relativamente sostenuti nei primi due trimestri e moderati nei successivi due, hanno nel complesso confermato la diagnosi di una ripresa graduale in atto fra incertezze sia all'interno dell'area sia a livello internazionale.

Per tutto il 2004 il Consiglio direttivo della BCE ha mantenuto il tasso di rifinanziamento principale sul livello eccezionalmente basso del 2 per cento e ha perseguito una politica monetaria tesa a preservare la stabilità dei prezzi in un contesto internazionale complesso, caratterizzato, in particolare, dal rincaro delle materie prime e del greggio, da episodi di volatilità sui mercati dei cambi, dal persistere di significativi squilibri su scala internazionale e dal notevole contributo all'espansione mondiale proveniente dal rapidissimo sviluppo di una serie di economie emergenti. Uno dei principali messaggi del Consiglio direttivo nell'anno ha riguardato la necessità di restare vigili nei confronti dei rischi inflazionistici connessi con i possibili effetti "di secondo impatto" degli incrementi dei salari e dei prezzi derivanti dall'andamento "a gobba" dell'inflazione complessiva, determinato principalmente dagli shock sui prezzi delle materie prime e del greggio. La chiara comprensione del nostro messaggio da parte degli operatori economici e delle parti sociali ha contribuito in misura apprezzabile a far sì che tali effetti rimanessero contenuti.

Nel primo semestre del 2004 abbiamo osservato una certa tendenza al rialzo delle stime a medio e lungo termine delle aspettative di inflazione, ricavate da varie indagini e dall'andamento delle obbligazioni indicizzate. Questa tendenza sfavorevole si è arrestata intorno a metà anno, per poi iniziare a invertirsi nel secondo semestre. Il fatto che, in tale periodo, il Consiglio direttivo abbia manifestato con fermezza il proprio atteggiamento vigile ha senz'altro concorso a mantenere le aspettative di inflazione ancorate, nell'insieme, a un livello in linea con la nostra

definizione di stabilità dei prezzi, ossia inferiore ma prossimo al 2 per cento.

L'ancoraggio delle aspettative di inflazione a medio e lungo termine nell'area dell'euro, che riflette la credibilità del Consiglio direttivo della BCE, costituisce un elemento cruciale. È in virtù di tale credibilità che la BCE, conformemente al mandato assegnatole dal Trattato, può assicurare la stabilità dei prezzi, anche in circostanze difficili, offrendo agli operatori economici un chiaro riferimento nel processo di formazione dei salari e dei prezzi. Grazie a questa l'area dell'euro può inoltre beneficiare di un contesto finanziario favorevole alla crescita e alla creazione di posti di lavoro, attraverso tassi di interesse di mercato a medio e lungo termine storicamente bassi, che incorporano aspettative di inflazione in linea con la nostra definizione di stabilità dei prezzi.

Una buona politica monetaria costituisce una condizione necessaria, ma non sufficiente, per la crescita sostenibile e la creazione di posti di lavoro. Deve essere, pertanto, affiancata da una politica di bilancio equilibrata e da un adeguato insieme di riforme strutturali.

Per questo motivo, l'Eurosistema ha sempre sostenuto con fermezza l'importanza di una corretta applicazione del Patto di stabilità e crescita e ha coerentemente sottolineato la necessità di salvaguardare la piena integrità del meccanismo correttivo del Patto, con particolare riferimento all'ancora nominale del 3 per cento del PIL quale limite per il disavanzo di bilancio, nonché della procedura per i disavanzi eccessivi.

Per la stessa ragione, l'Eurosistema ha vivamente esortato l'area dell'euro a imboccare con determinazione la strada delle riforme strutturali nei mercati del lavoro, nel settore dell'istruzione e della formazione, in quello della ricerca e dello sviluppo, nei mercati dei beni e servizi, nonché nella gestione della spesa previdenziale. Tali riforme rivestono fondamentale importanza al fine di incrementare il potenziale

di crescita dell'economia europea, promuovere la creazione di posti di lavoro e ridurre in misura significativa la disoccupazione. Per tutto il 2004 la BCE ha sostenuto le iniziative intraprese dalla Commissione europea e dal Consiglio UE per rilanciare e accelerare l'attuazione delle riforme strutturali concordate a Lisbona. Abbiamo, inoltre, accolto con favore le proposte contenute nel rapporto del gruppo di alto livello presieduto da Wim Kok. Tale rapporto, pubblicato alla fine del 2004, suggeriva di concentrare la strategia di Lisbona su un numero limitato di ambiti prioritari in grado di sostenere un aumento della crescita e dell'occupazione.

Passando all'organizzazione e al funzionamento della BCE, il 2004 è stato un anno ricco di sfide. La Banca ha registrato una perdita netta di 1.636 milioni di euro, a fronte di una perdita netta di 477 milioni nel 2003. Come per lo scorso esercizio, tale perdita è principalmente riconducibile all'andamento dei tassi di cambio, che ha inciso sul controvalore in euro delle attività denominate in valuta estera detenute dalla BCE. Poiché i nostri principi contabili sono improntati alla massima prudenza, queste minusvalenze non realizzate sono considerate come realizzate e imputate al conto economico a fine esercizio. Nel 2004 l'apprezzamento dell'euro ha comportato minusvalenze nette non realizzate derivanti da rivalutazione del tasso di cambio per un ammontare pari a quasi 2,1 miliardi di euro. Le plusvalenze non realizzate risultanti da rivalutazioni del tasso di cambio e dei prezzi di mercato non sono invece registrate come proventi nel conto economico, bensì iscritte direttamente nei conti di rivalutazione.

I proventi ordinari della BCE comprendono principalmente i redditi rivenienti dall'investimento delle riserve ufficiali da essa detenute e del capitale versato di 4,1 miliardi di euro, nonché gli interessi attivi sulla quota dell'8 per cento del valore totale delle banconote in euro in circolazione assegnata alla BCE. Anche nel 2004 gli interessi attivi netti della BCE sono risultati esigui, soprattutto a causa del livello

eccezionalmente basso dei tassi di interesse, in un contesto in cui il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali è stato mantenuto al 2 per cento per l'intero anno. Gli interessi attivi netti totali percepiti dalla BCE sono risultati pari a 690 milioni di euro, rispetto a 715 milioni nel 2003. Le spese di amministrazione della Banca per stipendi e costi connessi, affitti di immobili, acquisti di beni e servizi sono state pari a 340 milioni di euro. Alla fine del 2004 l'organico della BCE si componeva di 1.314 unità, rispetto alle 1.217 dell'anno precedente.

Lo scorso anno si è concluso il progetto *ECB in Motion* (la BCE in movimento) teso a rafforzare l'efficacia e l'efficienza della BCE, a migliorare la gestione delle risorse umane e a rinsaldare fra tutti i membri del personale i valori propri di una banca centrale. La maggior parte delle misure contenute nel programma e approvate dal Comitato esecutivo è già stata applicata, mentre alcune sono ancora in fase di attuazione. Questa importante iniziativa ha contribuito al miglioramento della nostra cultura di lavoro e al consolidamento dello spirito di squadra all'interno della Banca. Il Comitato esecutivo è pienamente impegnato a realizzare il programma e a mantenerne vivo lo spirito.

Nel 2004 sono state segnate altre due tappe importanti. La prima consiste nell'adozione dei valori fondamentali della BCE: competenza, efficacia ed efficienza, integrità, spirito di squadra, trasparenza e responsabilità di dar conto del proprio operato, lavorare per l'Europa. La seconda è invece rappresentata dalla decisione di intraprendere un esercizio di bilancio "a base zero". Dalla sua istituzione, il 1° giugno 1998, la BCE è cresciuta rapidamente per poter affrontare con successo le sfide storiche con cui si è confrontata. Avendo dato prova della propria efficacia, la BCE ha ritenuto che i tempi fossero maturi per un'analisi complessiva dell'efficienza del suo funzionamento. Nel 2004 il Comitato esecutivo ha, pertanto, avviato un esercizio di bilancio "a base zero", teso a vagliare tutti i compiti dell'istituzione e la rispettiva assegnazione di risorse umane.

Il progetto, attualmente in corso, sarà completato entro la metà del 2005.

Il Comitato esecutivo, il Consiglio direttivo e il Consiglio generale della BCE sono ispirati da uno straordinario spirito di squadra. La BCE e le dodici banche centrali nazionali dell'area dell'euro formano insieme un'unica entità, l'Eurosistema. Nel 2004 è stata adottata "La missione dell'Eurosistema" (riportata nel riquadro 15 del presente Rapporto), una dichiarazione comune per tredici istituzioni e il loro personale in tutta l'area dell'euro. Questo documento costituisce una dimostrazione evidente della nostra comune volontà di rafforzare ulteriormente l'Eurosistema al servizio dell'Europa e della moneta unica. La BCE è fiera di ricoprire un ruolo importante all'interno di questa compagine unica.

Francoforte sul Meno, marzo 2005



Jean-Claude Trichet

Artista

Stephan Jung

Titolo

P.WPI, 2002

Materiali

Olio su tela

Formato

230 × 265 cm

© VG Bild-Kunst, Bonn 2005



CAPITOLO I

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

I DECISIONI DI POLITICA MONETARIA

La ripresa dell'attività economica nell'area dell'euro, iniziata nella seconda metà del 2003, è proseguita nel 2004. L'economia dell'area si è rafforzata nel primo semestre, favorita dalla forte crescita economica mondiale, mentre ha leggermente perso slancio nel prosieguo dell'anno, anche a causa dell'aumento dei prezzi petroliferi. Nel complesso del 2004, la crescita del PIL in termini reali (calcolata su dati corretti per le giornate lavorative) è stata dell'1,8 per cento, in aumento dallo 0,5 e dallo 0,9 per cento registrati rispettivamente nel 2003 e nel 2002.

A fronte di un contesto caratterizzato da una graduale ripresa economica, le pressioni inflazionistiche di fondo interne all'area sono rimaste contenute, grazie in particolare ad aumenti salariali modesti, ma anche al lieve apprezzamento dell'euro in termini effettivi nominali. Nel corso del 2004 la dinamica dell'inflazione ha tuttavia risentito degli incrementi dei prezzi amministrati e delle imposte indirette, nonché, soprattutto nella seconda metà dell'anno, dei

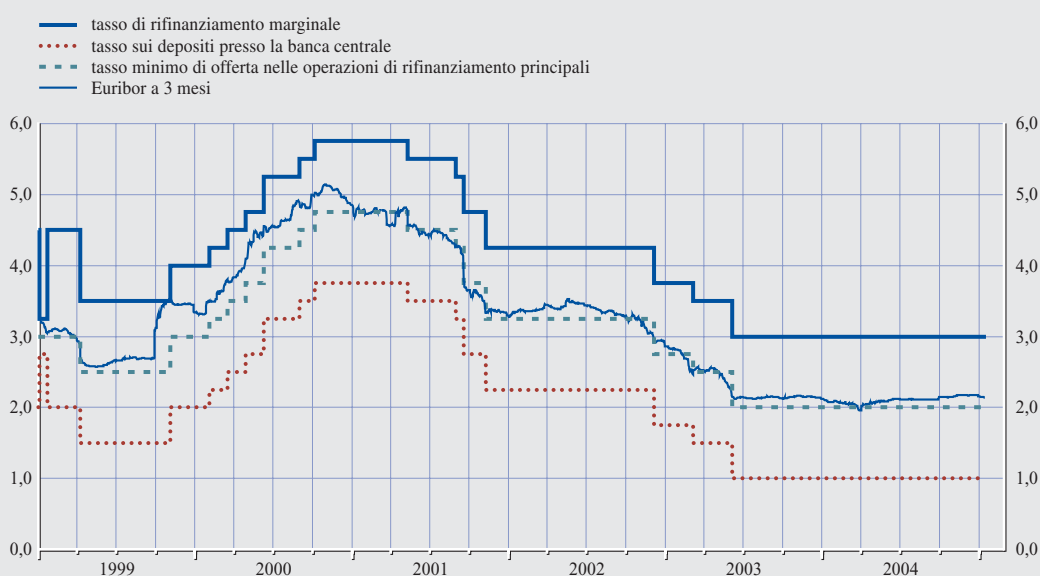
rincari petroliferi. Di conseguenza, l'inflazione armonizzata registrata nel complesso dell'anno è risultata pari al 2,1 per cento, invariata rispetto all'anno precedente.

In un quadro macroeconomico definito da contenute pressioni interne sui prezzi e da buone prospettive per la loro stabilità nel medio termine, il Consiglio direttivo ha lasciato invariati i tassi di interesse di riferimento della BCE su livelli storicamente bassi durante tutto il 2004. Il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali della BCE è stato mantenuto al 2 per cento e i tassi sui depositi presso la banca centrale e sulle operazioni di rifinanziamento marginale rispettivamente all'1 e al 3 per cento (cfr. figura 1).

Analizzando più nel dettaglio le decisioni di politica monetaria, i dati diffusi nei primi mesi del 2004 confermavano il proseguimento della graduale ripresa economica iniziata nella seconda metà del 2003. Dal lato esterno, le esportazioni crescevano a ritmo vivace, stimolate

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

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



Fonte: BCE.

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

dalla vigorosa dinamica dell'economia mondiale. Inoltre, le condizioni di finanziamento decisamente favorevoli all'interno dell'area dell'euro e i positivi effetti del risanamento dei bilanci sulle prospettive degli utili societari contribuivano a delineare un quadro favorevole per gli investimenti. Per quanto concerne i consumi privati, le aspettative di una graduale ripresa erano fondate sull'aumento atteso del reddito disponibile in termini reali e su un progressivo miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro. Dal lato dei prezzi, all'inizio del 2004 l'inflazione armonizzata era scesa al di sotto del 2 per cento, risentendo principalmente dell'apprezzamento dell'euro osservato negli ultimi mesi del 2003 e degli effetti base ricollegabili ai forti rincari dell'energia registrati agli inizi del 2003.

La decelerazione di M3, in atto dall'estate del 2003, proseguiva anche nel primo trimestre del 2004. Tale andamento rifletteva in larga parte l'inversione di precedenti movimenti di portafoglio, che si è concretizzata in una graduale riallocazione operata dagli investitori a favore di attività a più lungo termine e più rischiose, non comprese in M3, dopo un periodo di eccezionale preferenza per la liquidità associata con l'accresciuta incertezza economica e finanziaria tra il 2001 e la metà del 2003. Nonostante la crescita di M3 fosse tornata su valori normali, la liquidità nell'area dell'euro permaneva su livelli significativamente superiori a quelli necessari per finanziare una crescita economica non inflazionistica. Sebbene questa evidenza richiedesse un attento monitoraggio dei rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi, il Consiglio direttivo riteneva che, nel primo trimestre del 2004, le prospettive per l'inflazione fossero complessivamente favorevoli.

Gli andamenti economici osservati nel secondo trimestre del 2004 suggerivano due possibili scenari contrapposti. Da un lato, i dati disponibili segnalavano il protrarsi di una crescita vigorosa dell'economia mondiale e fornivano un quadro molto favorevole per le esportazioni dell'area dell'euro. Dall'altro, il marcato aumento dei prezzi del petrolio registrato a partire da

marzo aveva gradualmente intensificato i rischi al ribasso per la ripresa in atto. Nel complesso, con l'avanzare del trimestre, il primo scenario è prevalso, e gli indicatori economici hanno fornito sempre più conferme del fatto che la ripresa stesse acquistando slancio. Prima della fine del secondo trimestre i dati pubblicati indicavano che il recupero dell'attività economica osservato nell'area dell'euro nella prima metà del 2004 era stato persino più pronunciato del previsto, infondendo così ottimismo anche sulle prospettive di crescita. Nella prima metà dell'anno il PIL in termini reali era aumentato, sul periodo precedente, in media dello 0,6 per cento, facendo segnare l'incremento più elevato registrato nell'area dell'euro dal 2000. Il vigore della ripresa rispecchiava principalmente le maggiori esportazioni e, dopo un lungo periodo di ristagno, un iniziale rafforzamento dei consumi privati. In questo contesto, nelle loro proiezioni di giugno 2004, gli esperti dell'Eurosistema prevedevano per la crescita media del PIL in termini reali dell'area dell'euro valori compresi tra l'1,4 e il 2,0 per cento nel 2004 e tra l'1,7 e il 2,7 nel 2005. Anche le previsioni provenienti da organizzazioni internazionali e dal settore privato segnalavano attese di un rafforzamento della ripresa economica nella seconda metà del 2004.

Il forte aumento dei prezzi petroliferi ha esercitato considerevoli pressioni al rialzo sui prezzi al consumo nel breve termine e ha significativamente influenzato gli andamenti dell'inflazione. L'inflazione armonizzata ha ripreso ad aumentare nel secondo trimestre del 2004, anche per effetto dell'aumento dei prezzi amministrati e delle imposte indirette. Il Consiglio direttivo ha tuttavia ritenuto che, nell'ottica di medio periodo, le pressioni inflazionistiche sarebbero verosimilmente rimaste contenute, specie considerando la debolezza del mercato del lavoro e le attese di aumenti salariali moderati, dato il carattere soltanto graduale del miglioramento del mercato del lavoro e della ripresa economica. Queste valutazioni erano coerenti sia con le proiezioni formulate in giugno dagli esperti dell'Eurosistema, in base alle quali l'inflazione misurata sullo IAPC si

sarebbe in media situata tra l'1,9 e il 2,3 per cento nel 2004 e tra l'1,1 e il 2,3 per cento nel 2005, sia con le previsioni provenienti da organizzazioni internazionali e dal settore privato. Erano tuttavia emersi alcuni rischi al rialzo rispetto a tali previsioni, derivanti dall'andamento dei corsi petroliferi, dall'incertezza sulle variazioni delle imposte indirette e dei prezzi amministrati e dai potenziali effetti di secondo impatto prodotti dalle politiche di fissazione dei prezzi e dei salari. Inoltre, nello stesso periodo, le aspettative sull'inflazione a medio e a più lungo termine provenienti dai mercati finanziari erano lievemente aumentate.

Il tasso di crescita annuale di M3 ha continuato a contrarsi anche nel secondo trimestre del 2004, riflettendo una ulteriore normalizzazione delle scelte di portafoglio da parte dei detentori di moneta. Tale processo avanzava tuttavia piuttosto lentamente e la crescita di M3 permaneva su valori relativamente elevati, anche a causa dell'effetto di stimolo impartito dal basso livello dei tassi di interesse sulla domanda di attività liquide. Di conseguenza, il Consiglio direttivo continuava a nutrire preoccupazioni circa il livello persistentemente elevato dell'eccesso di liquidità nell'area dell'euro che, in una fase di recupero economico, avrebbe potuto dare origine a pressioni inflazionistiche sul medio periodo.

Mentre lo scenario dominante di una prosecuzione della ripresa non si è sostanzialmente modificato nella seconda metà dell'anno, è apparso in maniera sempre più evidente che il recupero dell'attività nell'area dell'euro sarebbe continuato a un ritmo leggermente più moderato del previsto. Tale rallentamento risultava principalmente ascrivibile alla temporanea decelerazione della crescita economica mondiale, al nuovo sostanziale aumento dei prezzi del petrolio osservato nel terzo trimestre e al marcato apprezzamento dell'euro registrato nel quarto trimestre. I dati macroeconomici diffusi nella seconda parte dell'anno hanno infatti confermato che i più elevati corsi petroliferi avevano significativamente influenzato il quadro macroeconomico, frenando la crescita della

domanda sia all'interno che all'esterno dell'area. Nel terzo e nel quarto trimestre del 2004 la crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro era risultata pari ad appena lo 0,2 per cento. Le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema pubblicate a dicembre 2004 indicavano che la crescita del PIL si sarebbe situata tra l'1,4 e il 2,4 per cento nel 2005 e tra l'1,7 e il 2,7 per cento nel 2006. Il Consiglio direttivo sottolineava inoltre che tali proiezioni erano soggette a rischi al ribasso riconducibili ad andamenti potenzialmente avversi nel mercato del petrolio.

Per quanto riguarda i prezzi, nella seconda metà del 2004 il tasso di inflazione annuale calcolato sullo IAPC ha continuato a oscillare appena sopra al 2 per cento, principalmente per effetto dei rialzi nei corsi petroliferi. Non vi erano tuttavia indicazioni di un accumularsi di più forti pressioni inflazionistiche interne. A partire dall'ultimo trimestre del 2003 gli aumenti salariali continuavano a essere contenuti e la tendenza appariva destinata a proseguire, visto che la crescita si manteneva moderata e data la protratta debolezza del mercato del lavoro. In tale contesto, le proiezioni di dicembre 2004 degli esperti dell'Eurosistema situavano l'inflazione annua all'interno dell'area tra l'1,5 e il 2,5 per cento nel 2005 e tra l'1,0 e il 2,2 per cento nel 2006. I rischi relativi a tali proiezioni restavano tuttavia leggermente orientati al rialzo essendo in larga parte associati agli andamenti dei prezzi del petrolio, all'incertezza circa nuovi incrementi di imposte indirette e prezzi amministrati, nonché ai potenziali effetti di secondo impatto derivanti dalle politiche di fissazione dei prezzi e dei salari.

Tali rischi venivano sempre più evidenziati anche dall'analisi monetaria della BCE. Nella seconda metà del 2004 l'impatto al rialzo sulla crescita di M3, e in particolare delle sue componenti più liquide, derivante dal livello ancora basso dei tassi di interesse è prevalso su quello al ribasso esercitato dalla graduale normalizzazione delle scelte di portafoglio. Il contenuto livello dei tassi ha inoltre ulteriormente alimentato la domanda di credito del settore privato. In particolare, la domanda di prestiti per

l'acquisto di abitazioni, già robusta, è aumentata e ha contribuito a rendere vivace la dinamica dei prezzi degli immobili residenziali in vari paesi dell'area dell'euro. In tale contesto, il Consiglio direttivo ha rilevato che livelli persistentemente elevati dell'eccesso di liquidità e una forte crescita del credito erano considerati non soltanto come rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi ma anche quale fonte potenziale di aumenti non sostenibili dei prezzi delle attività, in particolare nel mercato immobiliare. Nella prima parte del 2005 il quadro non è sostanzialmente cambiato. È proseguita la forte crescita monetaria osservata a partire dalla metà del 2004 e la liquidità nell'area dell'euro è rimasta su livelli significativamente superiori a quelli necessari per finanziare una crescita non inflazionistica.

Nel complesso, nella seconda metà del 2004 e nella prima parte del 2005 il Consiglio direttivo ha espresso una crescente preoccupazione circa l'evoluzione avversa dell'inflazione nel breve termine, rilevando nel contempo l'assenza di indicazioni a favore dell'accumularsi di pressioni inflazionistiche di fondo all'interno dell'area. In tale contesto, i tassi di riferimento della BCE sono stati mantenuti invariati durante tutto il periodo. Il Consiglio direttivo ha tuttavia sottolineato la necessità di mantenere sotto continua vigilanza un certo numero di fonti di rischio per la stabilità dei prezzi nel medio periodo.

2 GLI ANDAMENTI MONETARI, FINANZIARI ED ECONOMICI

2.1 IL CONTESTO MACROECONOMICO INTERNAZIONALE

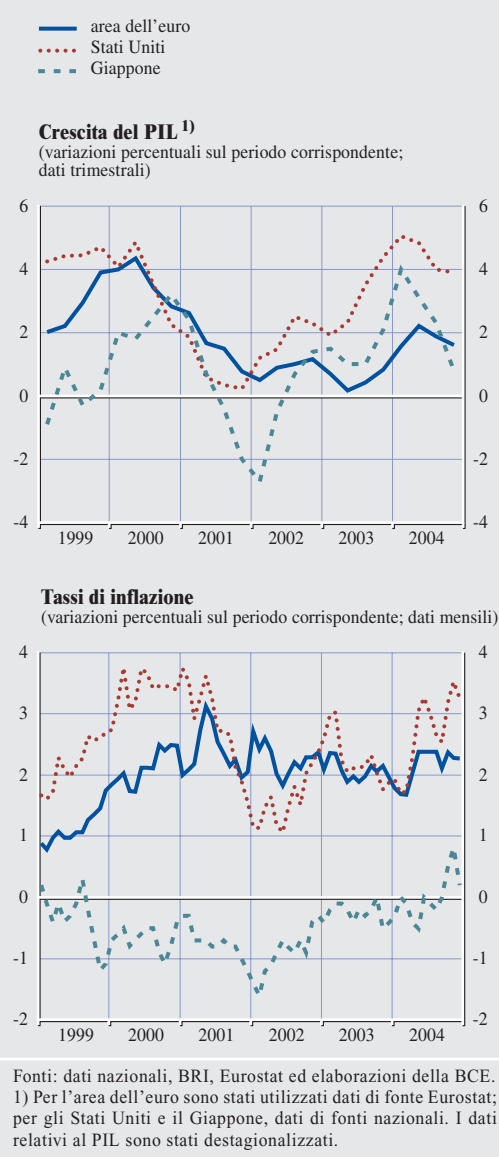
L'ECONOMIA MONDIALE HA SEGNATO LA CRESCITA PIÙ VIGOROSA DA OLTRE VENT'ANNI

Nel 2004 l'economia mondiale ha registrato il tasso di espansione più elevato dal 1976, in un contesto di crescita relativamente generalizzata nelle varie regioni (cfr. figura 2). La dinamica del prodotto è stata particolarmente vivace in Asia, dove sono emersi segnali di surriscaldamento dell'economia cinese. A sostenere la forte crescita dell'attività economica internazionale hanno contribuito le favorevoli condizioni di finanziamento e l'orientamento espansivo delle politiche macroeconomiche in numerosi paesi. Vi si è accompagnata la robusta espansione dell'interscambio commerciale mondiale, che nel 2004 ha raggiunto il livello più elevato dal 2000.

La crescita dell'economia globale, particolarmente elevata nei primi mesi dell'anno, ha poi subito un rallentamento in gran parte dei paesi, che ha anche riflesso sia il ritorno a condizioni di normalità dopo la forte dinamica dei trimestri precedenti sia il progressivo attenuarsi dell'azione di stimolo delle politiche economiche. L'aumento cospicuo del prezzo del petrolio, che in ottobre ha raggiunto un picco, ha esercitato un ulteriore effetto negativo sulla crescita. In molti paesi il rincaro del petrolio ha contribuito a un moderato incremento dell'inflazione, in larga misura riconducibile all'evoluzione dei prezzi delle componenti dell'energia. Ciò nonostante, il fatto che l'andamento tendenziale dell'inflazione di fondo sia rimasto relativamente stabile indica che gli effetti di secondo impatto sono stati alquanto contenuti (cfr. figura 2).

Il proseguimento di una crescita vigorosa negli Stati Uniti (in particolare rispetto a quella di alcuni paesi partner commerciali) ha concorso ad ampliare ulteriormente il disavanzo di conto corrente del paese. Assieme alle incertezze sulle prospettive della politica di bilancio, questo andamento ha riacutizzato le preoccupazioni del mercato circa la sostenibilità degli squilibri internazionali. Riflettendo in parte questi

Figura 2 I principali andamenti delle maggiori economie industrializzate



timori, negli ultimi mesi dell'anno il cambio del dollaro statunitense ha subito un deprezzamento relativamente generalizzato.

Negli Stati Uniti, la crescita è proseguita a un ritmo generalmente sostenuto; nella media del 2004 il PIL in termini reali è aumentato (secondo stime preliminari) del 4,4 per cento. L'espansione si è inoltre estesa al mercato del lavoro, dove si è registrato finalmente un

miglioramento. A sostenere la crescita del PIL ha concorso il permanere di una dinamica sostenuta dei consumi delle famiglie e degli investimenti delle imprese (soprattutto in macchinari e software), mentre il commercio con l'estero ha fornito un contributo netto negativo alla crescita.

La dinamica dei consumi privati è rimasta robusta per gran parte dell'anno, riflettendo il permanere di politiche macroeconomiche accomodanti, il forte aumento dei prezzi nel mercato immobiliare e il considerevole miglioramento dell'andamento dell'occupazione dipendente. Anche se la crescita dell'occupazione ha segnato una ripresa dopo svariati anni di debolezza, le pressioni al rialzo sui salari sono rimaste generalmente contenute soprattutto per il permanere di risorse inutilizzate nel mercato del lavoro. L'evoluzione moderata del costo del lavoro e gli elevati corsi petroliferi hanno contribuito a contenere la crescita del reddito disponibile in termini reali nella seconda metà del 2004. L'operare di questi due fattori avrebbe depresso ulteriormente il tasso di risparmio delle famiglie, in assenza del sostegno straordinario derivante dalla distribuzione di dividendi eccezionalmente cospicui nel mese di dicembre. Nel contempo l'incidenza dell'indebitamento delle famiglie sul reddito disponibile ha raggiunto un massimo storico nel 2004.

Gli investimenti delle imprese hanno registrato una crescita robusta nel 2004, trainati dall'aumento della spesa in macchinari e software, in un contesto contraddistinto da condizioni favorevoli di finanziamento, incentivi fiscali temporanei e bassi livelli delle scorte associati a un andamento vivace della domanda. Benché il rincaro del petrolio abbia concorso all'aumento del costo delle materie prime, la redditività delle imprese è rimasta elevata. Riflettendo in parte il miglioramento del mercato del lavoro, nel 2004 la produttività ha decelerato, pur mantenendo nella media dell'anno un ritmo di crescita relativamente elevato.

Il saldo esterno degli Stati Uniti ha continuato a deteriorarsi nel 2004. Il disavanzo del conto

corrente e il disavanzo commerciale, misurati in rapporto al PIL, sono saliti a livelli storicamente elevati. Nonostante il deprezzamento del dollaro statunitense in atto dai primi mesi del 2002, l'aumento delle importazioni in termini reali ha continuato a essere superiore a quello delle esportazioni, riflettendo una dinamica della domanda interna più sostenuta rispetto a quella dei principali partner commerciali degli Stati Uniti. Il connesso squilibrio fra risparmio e investimenti interni è ascrivibile al saggio di risparmio storicamente basso delle famiglie e al persistente risparmio negativo del settore pubblico.

Nel 2004 l'inflazione al consumo è tornata a salire, soprattutto per effetto del rialzo dei prezzi energetici, e la crescita dell'IPC sui dodici mesi è stata pari al 3,3 per cento alla fine dell'anno. Anche l'indice calcolato al netto dei prodotti energetici e alimentari ha invertito la tendenza al ribasso degli ultimi anni, salendo al 2,2 per cento sui dodici mesi. Le spinte verso l'alto sono tuttavia rimaste relativamente moderate, per effetto del miglioramento solo graduale del mercato del lavoro, del permanere di una crescita sostenuta della produttività e della traslazione solo limitata del deprezzamento del dollaro statunitense sui prezzi al consumo. Di conseguenza, le attese di inflazione sul più lungo periodo ricavate dai sondaggi e quelle provenienti dai mercati finanziari sono rimaste contenute, pur in presenza di un moderato aumento delle seconde.

Da un livello storicamente basso, nel 2004 il Federal Open Market Committee (FOMC) del Federal Reserve System ha innalzato di 125 punti base il tasso obiettivo sui *federal fund*. In seguito a cinque incrementi consecutivi di 25 punti base ciascuno attuati a partire da giugno, alla fine dell'anno il tasso risultava pari al 2,25 per cento (agli inizi di febbraio 2005 ha raggiunto il 2,5 per cento). Pur rilevando che la rimozione delle condizioni monetarie accomodanti proseguirebbe in modo graduale, il FOMC ha sottolineato che reagirebbe ai mutamenti delle prospettive economiche in tempi e modi tali da assolvere al proprio obbligo di

mantenimento della stabilità dei prezzi. Per quanto riguarda la politica fiscale, nell'esercizio 2004 il disavanzo del bilancio federale è salito al 3,6 per cento del PIL, malgrado la ripresa dell'attività economica.

In Giappone, la ripresa economica ha perso slancio nel corso del 2004. Dopo la forte espansione registrata nel primo trimestre del 2004, l'attività economica ha significativamente decelerato nella restante parte dell'anno. Il rallentamento ha riflesso in particolare il calo della spesa pubblica e l'indebolimento della domanda privata interna, oltreché la più moderata dinamica delle esportazioni. Tuttavia, grazie a un effetto base e alla robusta espansione del primo trimestre, nel complesso del 2004 il PIL è cresciuto al tasso più elevato dal 1996 (2,6 per cento). Il mercato del lavoro ha mostrato segni di graduale miglioramento. Contemporaneamente, la ristrutturazione dei bilanci delle imprese e il processo di riduzione dei costi hanno concorso a una più elevata crescita degli utili societari, mentre il settore bancario ha ridotto ulteriormente la consistenza delle partite in sofferenza.

I rischi di deflazione si sono lievemente attenuati in corso d'anno, senza tuttavia venire completamente meno. I prezzi alla produzione sono aumentati, soprattutto per il rincaro delle materie prime, mentre quelli dei prodotti finali hanno continuato a registrare un calo contenuto. Il tasso di variazione dei prezzi al consumo nella media del 2004 è stato nullo, a fronte di un -0,3 per cento nel 2003. In ottobre, i segnali di moderazione delle spinte deflazionistiche hanno indotto alcuni membri del *Policy Board* della Banca del Giappone a prevedere un lieve aumento dell'indice IPC, al netto degli alimentari freschi, per l'esercizio finanziario 2005. Verso la fine del 2004, tuttavia, sono riemerse pressioni deflazionistiche in seguito al calo dei prezzi nel settore liberalizzato dei servizi di pubblica utilità. Nel gennaio 2004 la Banca del Giappone ha innalzato a 30-35 mila miliardi di yen l'intervallo obiettivo per il saldo sui conti correnti detenuti presso di essa. Durante la parte

rimanente dell'anno l'orientamento monetario è rimasto invariato.

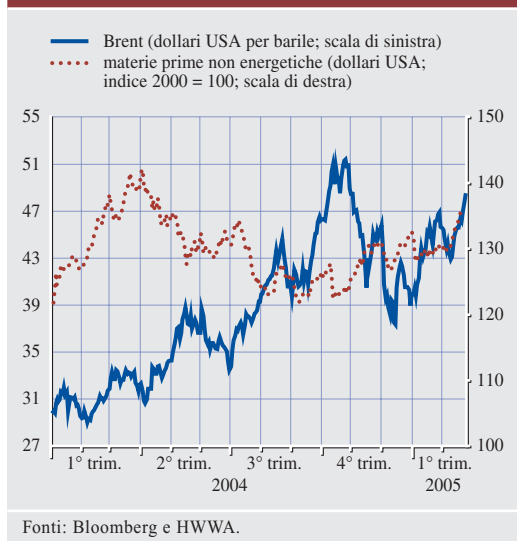
Mantenendo il notevole slancio dell'anno precedente, i paesi asiatici, escluso il Giappone, hanno registrato tassi di crescita molto sostenuti anche nel 2004, grazie in particolare alla robusta dinamica della domanda estera, al rafforzamento della domanda interna e alla forte espansione degli investimenti in Cina. Come indicato dalla rapida crescita degli scambi commerciali e dei flussi per investimenti tra i paesi della regione, l'integrazione in Asia si è rafforzata. Verso la fine dell'anno, tuttavia, la crescita ha perso vigore in un contesto di moderazione della domanda estera e di elevati prezzi petroliferi. Con riferimento ai singoli paesi, la Cina ha continuato a registrare una robusta espansione economica, in presenza di segnali di surriscaldamento nella prima metà dell'anno. Durante il secondo semestre l'adozione di misure restrittive di politica economica ha contribuito a rallentare gli investimenti ma non l'attività economica complessiva. Nell'insieme dell'anno il PIL cinese è cresciuto del 9,5 per cento.

In America latina la situazione economica è notevolmente migliorata grazie al sostegno delle esportazioni e della domanda interna. La crescita in Brasile e in Messico si è rafforzata nel corso del 2004, sostenuta principalmente dal vigoroso andamento delle esportazioni e dall'espansione degli investimenti. In Argentina la ripresa è rimasta robusta, pur moderandosi lievemente nel corso dell'anno.

I PREZZI DELLE MATERIE PRIME SONO AUMENTATI NOTEVOLMENTE NEL 2004

I corsi petroliferi sono aumentati per gran parte dell'anno in un contesto di elevata variabilità. Alla fine di ottobre il prezzo del greggio di qualità Brent ha raggiunto un picco di 51 dollari statunitensi, dai 30 dell'inizio dell'anno (cfr. figura 3). Per il complesso del 2004 il suo prezzo è stato mediamente pari a 38 dollari, un livello superiore del 33 per cento a quello medio del 2003 (del 20 per cento esprimendo il prezzo in termini di euro). L'aumento delle quotazioni nel 2004 va ricondotto principalmente alla forte

Figura 3 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



espansione della domanda mondiale di petrolio, ai timori di interruzioni nelle forniture di greggio e agli squilibri fra la domanda e l'offerta delle diverse qualità di petrolio.

La domanda di petrolio è accelerata, in particolare in Asia e in Nord America, risultando per tutto l'anno superiore alle attese, in un contesto di robusta crescita economica. Secondo le stime dell'Agenzia internazionale per l'energia, la crescita della domanda mondiale di petrolio nel 2004 è stata del 3,4 per cento, il tasso più elevato in quasi trent'anni.

Con riferimento alle condizioni dell'offerta, nel primo scorcio del 2004 le dichiarazioni dell'Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio (OPEC) hanno generato nel mercato attese di imminenti tagli alla produzione da parte dell'OPEC, poi di fatto non attuati. Al contrario, nel corso dell'anno i volumi della produzione dei paesi OPEC e non OPEC sono considerevolmente aumentati. All'espansione dell'offerta mondiale di petrolio si è accompagnato il notevole assottigliarsi dei margini inutilizzati di capacità produttiva e di raffinazione, rendendo il mercato assai esposto agli effetti di interruzioni impreviste dell'offerta. Di conseguenza, nel 2004 i corsi petroliferi hanno evidenziato

un'elevata reattività a variazioni impreviste della domanda e dell'offerta e alle percezioni degli operatori sulla sicurezza degli approvvigionamenti di greggio e sull'adeguatezza del livello delle scorte. Inoltre, la rapida espansione della domanda nel comparto dei prodotti petroliferi finali, a fronte di un aumento dell'offerta di greggio, ha determinato, al margine, squilibri tra la domanda e l'offerta delle diverse qualità di petrolio; ciò si è tradotto in premi eccezionalmente ampi per tipologie di greggio di qualità elevata quali il Brent.

I prezzi delle materie prime non energetiche, in notevole crescita fin dalla seconda metà dell'anno precedente, hanno raggiunto un punto di massimo nel primo semestre del 2004 (cfr. figura 3), grazie alla robusta ripresa dell'economia mondiale. Nel prosieguo dell'anno essi hanno registrato nel complesso una lieve riduzione, riflettendo il calo dai massimi precedenti dei prezzi dei beni alimentari e di quelli delle materie prime agricole, a fronte dell'ulteriore aumento di quelli dei metalli. Nella media del 2004 i prezzi delle materie prime non energetiche in termini di dollari statunitensi sono risultati nel complesso superiori del 22 per cento a quelli del 2003.

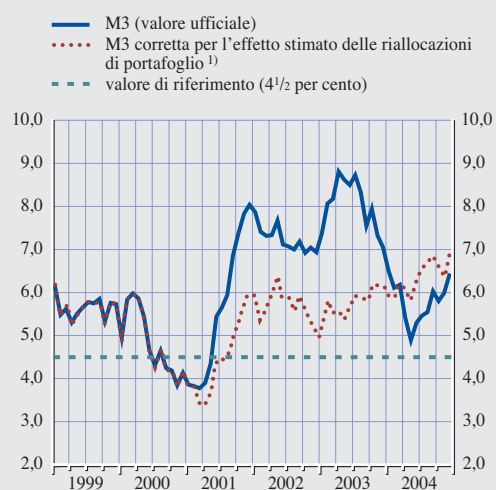
2.2 ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

DUE FATTORI DAGLI EFFETTI CONTRAPPOSTI INFLUISCONO SULLA CRESCITA DI M3

Nel contesto dell'orientamento della politica monetaria e degli andamenti del mercato dei capitali, nel 2004 due fattori hanno avuto effetti contrapposti sulla dinamica della moneta: da un lato, il basso livello dei tassi di interesse; dall'altro, la normalizzazione delle scelte di portafoglio operate dai residenti nell'area, dopo la spiccata preferenza per le attività liquide mostrata da questi ultimi tra il 2001 e la metà del 2003. Nella prima metà del 2004 è prevalso l'effetto moderatore della normalizzazione delle scelte di portafoglio: il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 ha proseguito il rallentamento iniziato nell'estate del 2003, scendendo al 5,3 per cento nel giugno del 2004. Nella

Figura 4 M3 e M3 corretta per l'impatto stimato delle riallocazioni di portafoglio

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

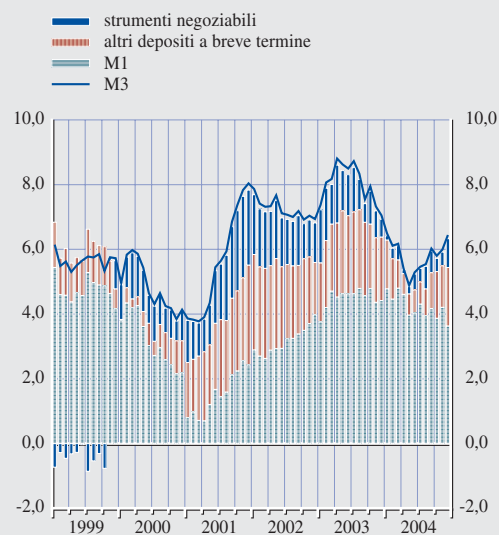


Fonte: BCE.

1) Le stime dell'impatto delle riallocazioni di portafoglio su M3 sono costruite sulla base dell'approccio discusso nella sezione 4 dell'articolo *Analisi monetaria in tempo reale*, nel numero di ottobre 2004 del Bollettino mensile.

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

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



Fonte: BCE.

seconda metà del 2004, invece, una nuova accelerazione di M3 ha portato il tasso di variazione sui dodici mesi al 6,4 per cento a fine anno, a seguito dell'effetto di stimolo del basso livello dei tassi di interesse e del conseguente contenuto costo opportunità di detenere attività monetarie, rafforzato da una nuova riduzione dei tassi di interesse a lungo termine. Nel contempo, sulla crescita monetaria nel 2004 ha altresì inciso il più sostenuto ritmo di crescita del prodotto rispetto al 2003.

La normalizzazione delle scelte di portafoglio osservata nel 2004 è proceduta a rilento. In effetti, sebbene l'eccezionale incertezza che aveva contraddistinto l'economia e i mercati finanziari negli anni precedenti si fosse ridotta, l'avversione al rischio, tra l'altro, del settore delle famiglie dell'area sembrerebbe essere rimasta pronunciata, stante il prolungato periodo di perdite in conto capitale sui mercati azionari fra il 2000 e la metà del 2003. Tale avversione potrebbe anche spiegare la preferenza degli investitori per le attività liquide,

risultata maggiore del normale in questa fase del ciclo economico. Inoltre, è possibile che l'effetto di stimolo dei bassi tassi di interesse sulle consistenze monetarie sia particolarmente rilevante quando essi si collocano su livelli molto bassi, in quanto gli eventuali costi di transazione associati alla sostituzione delle attività liquide potrebbero ridurre ulteriormente il costo opportunità di queste ultime.

La sempre maggiore incidenza dei bassi tassi di interesse nella determinazione delle dinamiche dell'aggregato monetario ampio può essere illustrata mediante una misura di M3 corretta per l'impatto stimato delle riallocazioni di portafoglio sull'aggregato stesso¹ nel periodo di eccezionale incertezza sui mercati finanziari compreso fra il 2001 e la metà del 2003. Per costruzione, questa misura non risente della successiva normalizzazione delle scelte di portafoglio e dovrebbe quindi fornire indicazioni

¹ Per una spiegazione più approfondita, cfr. la sezione 4 dell'articolo *Analisi monetaria in tempo reale*, nel numero di ottobre 2004 del Bollettino mensile.

più chiare sugli effetti dei tassi di interesse rispetto alla serie ufficiale di M3. Va sottolineato che le stime della M3 corretta per l'impatto delle riallocazioni di portafoglio sono caratterizzate da un considerevole grado di incertezza e dovrebbero pertanto essere interpretate con cautela. Negli ultimi tre trimestri del 2004, il tasso di crescita ufficiale di M3 è stato inferiore a quello della serie di M3 corretta, suggerendo che la normalizzazione delle scelte di portafoglio abbia esercitato un effetto moderatore. Tuttavia, il fatto che entrambi i tassi di variazione siano aumentati nella seconda metà del 2004 potrebbe indicare che la determinante principale degli andamenti di M3 sia stato lo stimolo associato ai bassi tassi di interesse, anziché la normalizzazione delle scelte di portafoglio (cfr. figura 4).

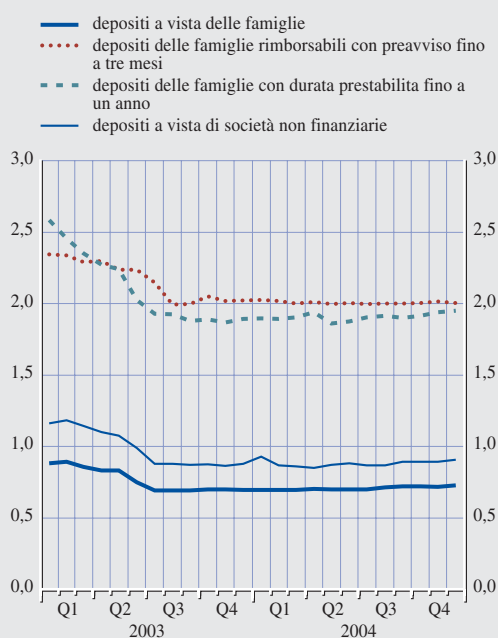
Come nell'anno precedente, anche nel 2004 il principale contributo all'incremento sui dodici mesi di M3 è provenuto dalle componenti più liquide, ossia quelle incluse nell'aggregato monetario ristretto M1 (cfr. figura 5), e in particolare, dalla ragguardevole crescita delle banconote e monete in circolazione e dei depositi a vista. L'espansione del circolante va ricondotta al perdurare della forte domanda di banconote in euro, sia all'interno che all'esterno dell'area (cfr. anche la sezione 3 del capitolo 2 su banconote e monete).

Il tasso di crescita dei depositi a vista si è mantenuto su livelli piuttosto elevati nel 2004, sostenuto dal loro costo opportunità molto ridotto. Rispetto al corrispondente periodo del 2003, i tassi di interesse medi corrisposti sui depositi a vista delle famiglie e delle società non finanziarie sono rimasti sostanzialmente invariati, collocandosi, rispettivamente, allo 0,73 e allo 0,90 per cento alla fine del 2004 (cfr. figura 6). Questi andamenti hanno seguito l'evoluzione dei tassi del mercato monetario.

Nel 2004 il contributo fornito alla crescita di M3 dai depositi a breve termine diversi da quelli a vista, pari a circa 1,1 punti percentuali, è stato nettamente inferiore a quello dell'anno precedente. Il calo è principalmente imputabile alla

Figura 6 Tassi di interesse delle IFM a breve termine sui depositi

(variazioni percentuali in ragione d'anno; tassi sulle nuove operazioni; tassi ponderati¹⁾)



Fonte: BCE.

1) Per il periodo a partire da dicembre 2003 i tassi di interesse delle IFM ponderati sono calcolati usando per ciascun paese pesi basati sulla media mobile a dodici mesi dei volumi delle nuove operazioni. Per il periodo precedente, da gennaio a novembre 2003, i tassi di interesse delle IFM ponderati sono ottenuti usando pesi per paese basati sui volumi medi delle nuove operazioni nel 2003. Per ulteriori informazioni, cfr. il riquadro *Analisi dei tassi di interesse delle IFM nell'area dell'euro* nel numero di agosto 2004 del Bollettino mensile.

componente relativa ai depositi a tempo a breve termine (con durata prestabilita fino a due anni), che ha registrato un tasso di variazione negativo, in contrasto con la componente dei depositi a risparmio a breve termine (rimborsabili con preavviso fino a tre mesi) che ha invece evidenziato una forte espansione. Questa diversa dinamica potrebbe riflettere il venir meno, nel 2004, del differenziale tipicamente positivo fra i tassi a breve corrisposti dalle IFM sui depositi con durata prestabilita fino a un anno e quelli sui depositi a risparmio (cfr. figura 6), rendendo questi ultimi relativamente interessanti dato il loro più elevato grado di liquidità.

Infine, gli strumenti negoziabili hanno concorso alla crescita di M3 sui dodici mesi per 0,4 punti

Riquadro I

ANDAMENTI DEGLI INVESTIMENTI FINANZIARI DEL SETTORE NON FINANZIARIO DELL'AREA DELL'EURO NEL 2004

Nei primi tre trimestri del 2004, la crescita sui dodici mesi degli investimenti finanziari del settore non finanziario è rimasta sostanzialmente stabile rispetto a quella registrata in media nel 2003 (cfr. tavola). Questa stabilità ha celato andamenti moderatamente divergenti per le diverse categorie di investimenti finanziari. All'accelerazione registrata nel 2004 rispetto al 2003 degli investimenti in titoli di debito a lungo termine e in azioni quotate, ha fatto riscontro un significativo rallentamento degli acquisti di quote e partecipazioni in fondi comuni monetari. Inoltre nel 2004 gli investimenti in azioni e fondi azionari sono cresciuti a un ritmo più sostenuto che negli anni precedenti, mentre quelli di obbligazioni e quote di fondi obbligazionari hanno lievemente rallentato. Nel complesso, questi andamenti forniscono un'ulteriore conferma della progressiva normalizzazione delle scelte di portafoglio dei residenti nell'area dell'euro, che riflette la loro rinnovata propensione a investire in attività più rischiose e a più lungo termine.

Le famiglie hanno continuato a investire un'ampia quota dei loro risparmi finanziari in riserve assicurative, nonostante una lieve decelerazione dell'investimento rispetto al 2003. Il mercato interesse per questi prodotti perdura da diversi anni. Nel quadro di una società caratterizzata dal progressivo invecchiamento della popolazione, ciò riflette probabilmente un risparmio precauzionale in vista del pensionamento, nonché, forse, possibili preoccupazioni riguardo ai sistemi pensionistici pubblici.

Investimenti finanziari del settore non finanziario nell'area dell'euro

| | Consistenze in percentuale delle attività finanziarie totali ¹⁾ | Tassi di crescita sul periodo corrispondente | | | | | | | | |
|---|---|--|------------|------------|------------|------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| | | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 1° trim. | 2004 2° trim. | 2004 3° trim. | 2004 4° trim. |
| Investimenti finanziari | 100 | 5,6 | 6,5 | 4,6 | 3,8 | 4,4 | 4,3 | 4,6 | 4,5 | . |
| Circolante e depositi | 37,8 | 3,0 | 3,3 | 4,6 | 4,9 | 5,5 | 5,3 | 5,3 | 5,6 | . |
| Titoli non azionari | 12,2 | 8,0 | 9,0 | 8,1 | 0,7 | -2,4 | -0,6 | 3,7 | 3,2 | . |
| di cui: a breve termine | 1,2 | 2,8 | 29,8 | 4,9 | -13,8 | -16,1 | -4,7 | 15,4 | 11,9 | . |
| di cui: a lungo termine | 11,0 | 4,4 | 6,4 | 8,6 | 2,7 | -0,7 | -0,2 | 2,6 | 2,4 | . |
| Quote di fondi comuni | 11,9 | 2,3 | 6,3 | 6,0 | 4,6 | 6,9 | 4,6 | 2,3 | 1,3 | . |
| di cui: quote di fondi comuni (esclusi quelli monetari) | 9,2 | 4,7 | 7,1 | 4,1 | 3,4 | 6,5 | 5,2 | 2,4 | 1,6 | . |
| di cui: quote di fondi comuni monetari | 2,6 | 13,1 | 0,1 | 21,4 | 12,0 | 8,5 | 2,8 | 1,7 | 0,5 | . |
| Azioni quotate | 13,0 | 14,4 | 8,5 | -0,9 | -0,1 | 1,1 | 1,3 | 3,3 | 2,6 | . |
| Riserve tecniche di assicurazione | 25,2 | 2,7 | 8,5 | 7,2 | 6,2 | 6,6 | 6,3 | 5,9 | 5,8 | . |
| M3 ²⁾ | | 5,6 | 4,1 | 8,0 | 7,0 | 7,1 | 6,2 | 5,3 | 6,0 | 6,4 |
| Guadagni e perdite su titoli detenuti dal settore non finanziario rispetto al periodo corrispondente (in percentuale del PIL) | | 10,7 | -2,4 | -9,1 | -14,1 | 4,1 | 7,9 | 3,8 | 3,6 | . |

Fonte: BCE.

Nota: cfr. anche la tavola 3.1 nella sezione *Statistiche dell'area dell'euro* del Bollettino mensile. Dati annuali di fine periodo.

1) Dati relativi alla fine del terzo trimestre del 2004. Eventuali mancate quadrature nei totali sono dovute ad arrotondamenti.

2) Dati di fine periodo. L'aggregato monetario M3 comprende strumenti monetari detenuti dalle istituzioni dell'area dell'euro diverse dalle IFM (ovvero il settore non finanziario e le istituzioni finanziarie non monetarie) presso le IFM e le amministrazioni centrali dell'area.

percentuali nel 2004, contro l'1,2 nell'anno precedente. L'andamento va ricondotto soprattutto al marcato rallentamento delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari. Poiché queste attività sono spesso usate dalle famiglie e dalle imprese come forme sicure di investimento del risparmio nei periodi di incertezza economica e finanziaria, la loro minore crescita rappresenta uno degli aspetti della normalizzazione delle scelte di portafoglio dei residenti nell'area dell'euro nel 2004 (cfr. anche il riquadro 1 *Andamenti degli investimenti finanziari del settore non finanziario dell'area dell'euro nel 2004*).

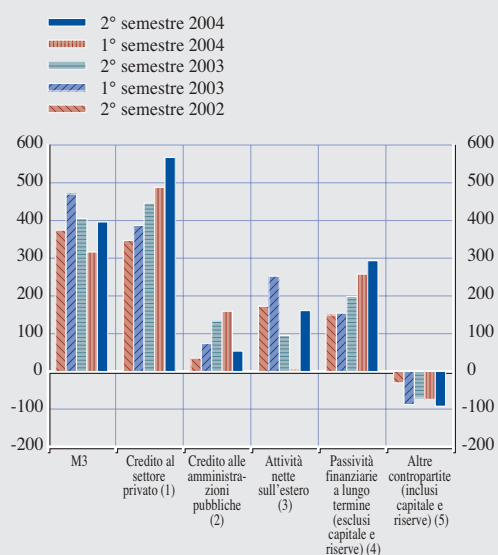
LA CRESCITA DEL CREDITO DELLE IFM AL SETTORE PRIVATO RISULTA PIU' GENERALIZZATA

Gli effetti contrapposti avuti sulle dinamiche monetarie dai due fattori descritti in precedenza trovano conferma negli andamenti delle contropartite di M3. Da un lato, l'inversione delle passate riallocazioni di portafoglio a favore di M3 si è tradotta in un aumento della crescita delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM e, nella prima parte dell'anno, in un rallentamento delle loro attività nette sull'estero. Dall'altro, il basso livello prevalente dei tassi di interesse è stato all'origine dell'accelerazione dei prestiti delle IFM al settore privato.

Nella prima metà del 2004 i deflussi di capitali dall'area dell'euro sono rimasti sostenuti, mentre i minori afflussi hanno determinato un calo del flusso sui dodici mesi delle attività nette sull'estero del settore delle IFM dell'area (cfr. figura 7). Tali deflussi hanno corrisposto alla cessione di attività finanziarie da non residenti a residenti nell'area, iscrivendosi nel processo di normalizzazione delle scelte di portafoglio di questi ultimi. Nella misura in cui queste transazioni sono regolate tramite le IFM dell'area, le attività nette sull'estero di questo settore e i depositi dei soggetti residenti si riducono. In linea con il processo di normalizzazione, nella prima metà del 2004 si sono notevolmente accresciute le passività a più lungo termine delle IFM (al netto di capitale e riserve), di riflesso alle contestuali riallocazioni di fondi da attività monetarie liquide a strumenti con scadenze più

Figura 7 Variazioni di M3 e delle sue contropartite

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



Fonte: BCE.
M3 = 1+2+3-4+5

lunghe. Gli andamenti delle attività nette sull'estero e delle passività a più lungo termine delle IFM sono stati essenzialmente la prosecuzione delle tendenze osservate nella seconda metà del 2003. Tuttavia, già nella prima metà del 2004 il loro effetto moderatore sulla crescita di M3 è stato in parte compensato dalla vigorosa espansione del credito delle IFM ai residenti nell'area, in un contesto caratterizzato da bassi tassi di interesse e dal miglioramento delle condizioni economiche.

Nella seconda metà del 2004, la perdurante accelerazione del credito delle IFM al settore privato ha reso questa contropartita il fattore determinante delle dinamiche monetarie. La crescita di questo aggregato inoltre è risultata più diffusa tra i principali settori non finanziari. Pressioni al rialzo su M3 sono altresì provenute dall'inversione della precedente tendenza calante del flusso annuo delle attività nette sull'estero. L'inversione è ascrivibile agli afflussi di capitale generati dal rinnovato interesse dei non residenti per le azioni e le obbligazioni

dell'area, nonché alle attese di un ulteriore apprezzamento del cambio dell'euro. In media il contributo delle attività nette sull'estero all'espansione annua di M3 è salito da 1,1 punti percentuali nel secondo trimestre del 2004 a 2,2 punti percentuali nel quarto trimestre. Nel contempo l'espansione delle passività a più lungo termine delle IFM (al netto di capitale e riserve) si è ulteriormente rafforzata, segnalando il proseguire delle riallocazioni di portafoglio a favore di attività non monetarie da parte dei residenti nell'area.

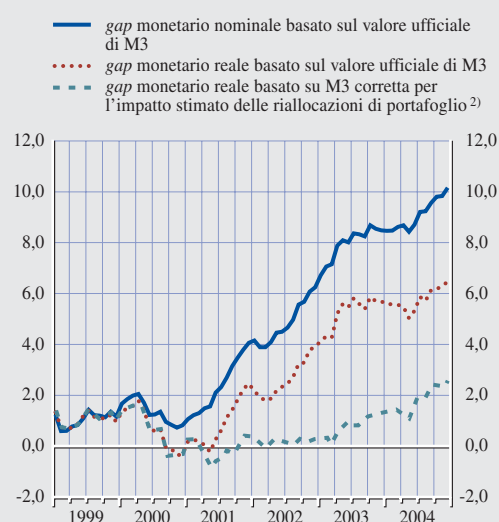
LA LIQUIDITÀ È RIMASTA ABBONDANTE

Stante la dinamica sostenuta di M3, nel 2004 si sono ampliate ulteriormente le misure disponibili della liquidità in eccesso, ossia di quella parte della liquidità presente nell'area dell'euro che risulta superiore rispetto al livello necessario per finanziare la crescita senza alimentare pressioni inflazionistiche (cfr. figura 8). La prima di queste misure è il *gap* monetario nominale, definito come la differenza tra il livello effettivo di M3 e il livello di M3 che si sarebbe osservato se la sua crescita fosse risultata sistematicamente pari al valore di riferimento del 4½ per cento, considerando dicembre 1998 come periodo base; la seconda è il *gap* monetario reale, che corrisponde al *gap* monetario nominale corretto per la parte dell'eccesso di liquidità che è stata riassorbita dai passati rialzi dei prezzi (ossia per la deviazione cumulata dell'inflazione dalla definizione di stabilità dei prezzi della BCE); la terza è una misura alternativa del *gap* monetario reale costruita utilizzando una stima di M3 corretta per le riallocazioni di portafoglio.

Nel valutare questi indicatori dell'eccesso di liquidità va considerato che la scelta del dicembre 1998 come periodo base è arbitraria; i livelli di queste misure vanno pertanto interpretati con cautela. Come si è detto, inoltre, la stima di M3 corretta per le riallocazioni di portafoglio è caratterizzata da un notevole grado di incertezza². Tenendo presenti questi motivi di cautela, tutte le stime del *gap* monetario sono ulteriormente salite nella seconda metà del 2004, dopo aver dato segni di stabilizzazione nella

Figura 8 Stime del *gap* monetario¹⁾

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



Fonte: BCE.

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

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

prima metà dell'anno. L'ampio scarto fra la misura del *gap* monetario reale basata sulla serie ufficiale di M3 e quella basata sulla serie corretta indica che l'eccesso di liquidità è in gran parte riconducibile alle passate riallocazioni di portafoglio a favore delle attività incluse in M3. D'altra parte, la figura 8 mostra anche il significativo aumento della misura corretta a partire dalla metà del 2003, indicando come l'eccesso di liquidità nell'area sia sempre meno imputabile alle sole riallocazioni di portafoglio.

² Per una spiegazione più approfondita, cfr. la sezione 4 dell'articolo *Analisi monetaria in tempo reale*, nel numero di ottobre 2004 del Bollettino mensile.

I livelli di liquidità in eccesso segnalano rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio periodo. Pressioni inflazionistiche potrebbero in effetti emergere se quote significative dell'eccesso di liquidità accumulato dovessero essere destinate all'acquisto di beni e servizi, specie in una fase di miglioramento del clima di

fiducia e di rafforzamento dell'attività economica (cfr. il riquadro 2 *I possibili effetti dell'eccesso di liquidità nell'area dell'euro*). A ciò si aggiunge il fatto che l'ampia liquidità e la vigorosa crescita del credito potrebbero generare forti aumenti dei prezzi delle attività, in particolare nei mercati immobiliari.

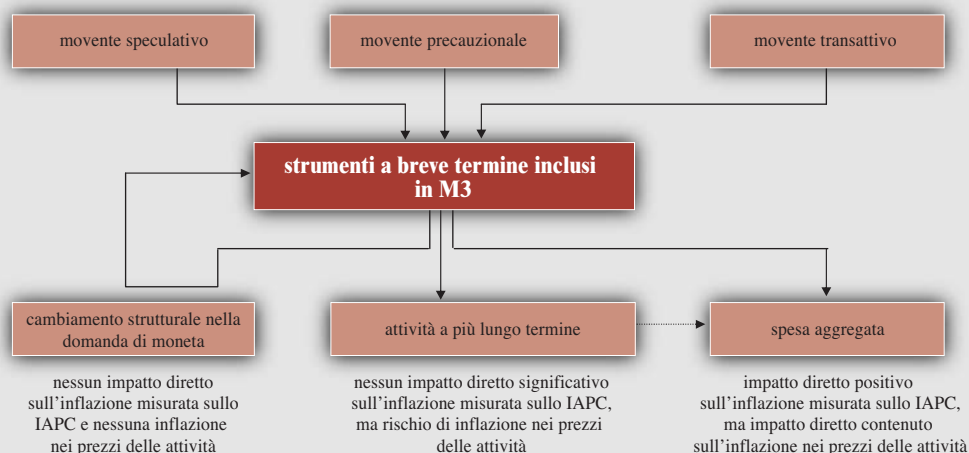
Riquadro 2

I POSSIBILI EFFETTI DELL'ECESSO DI LIQUIDITÀ NELL'AREA DELL'EURO

L'espansione sostenuta di M3 dalla metà del 2001 si è tradotta in un notevole aumento delle misure della liquidità in eccesso nell'area dell'euro, che hanno raggiunto massimi storici. I livelli di queste misure implicano che, nel 2004, la liquidità presente nell'area è stata sensibilmente superiore a quella necessaria per finanziare la crescita economica senza alimentare pressioni inflazionistiche. Questi livelli, tuttavia, vanno interpretati con cautela.

Nel valutare i possibili usi di questa liquidità in eccesso, occorre tenere a mente i fattori all'origine del suo accumulo, che sono principalmente due. In primo luogo, nel protratto periodo di incertezza sul piano economico, finanziario e geopolitico compreso fra la metà del 2001 e la metà del 2003 la preferenza degli investitori per le attività liquide e sicure comprese in M3 si è notevolmente accresciuta. In secondo luogo, il basso livello dei tassi di interesse su tutte le scadenze e il conseguente modesto costo opportunità di detenere strumenti liquidi hanno alimentato la domanda di attività monetarie, specie nel periodo più recente. Alla luce di ciò, la forte domanda di strumenti a breve termine compresi in M3 potrebbe riflettere soprattutto una combinazione di motivazioni di ordine speculativo e precauzionale, piuttosto che transattivo. Queste diverse motivazioni possono, a loro volta, implicare modi distinti in cui l'eccesso di liquidità sarà utilizzato in futuro e, conseguentemente, un distinto livello di rischio per la stabilità dei prezzi (cfr. figura).

Presentazione schematica del possibile utilizzo della liquidità in eccesso



Un uso possibile della liquidità in eccesso da parte degli agenti economici è investire le disponibilità liquide in attività a più lungo termine, in azioni e titoli di debito, o in beni immobili, sia direttamente sia indirettamente attraverso i fondi di investimento. Per conseguire una riduzione a livello aggregato dell'eccesso di liquidità, è necessario che il settore delle IFM dell'area oppure operatori non residenti intervengano in qualità di controparte in queste transazioni. Un tale impiego della liquidità in eccesso non avrebbe effetti diretti sull'inflazione misurata sullo IAPC, ma la ricomposizione dei portafogli potrebbe avere, in circostanze determinate, un impatto sulle quotazioni delle attività che, dopo un certo tempo, potrebbero a loro volta influire indirettamente sull'inflazione attraverso gli effetti ricchezza.

Una seconda possibilità è che l'eccesso di liquidità venga in un determinato momento destinato all'acquisto di beni e servizi. Questo scenario è il più probabile in una fase di miglioramento del clima di fiducia. Nella misura in cui le disponibilità liquide vengono utilizzate per accrescere la domanda di beni e servizi sul mercato interno, ciò potrebbe progressivamente riasorbire i margini correnti di capacità inutilizzata. Ove una forte crescita dei consumi si protraesse per un tempo sufficientemente lungo, un'eccessiva riduzione di questi margini potrebbe in ultima analisi generare rischi per la stabilità dei prezzi.

Infine, non si può del tutto escludere che l'attuale situazione di liquidità in eccesso non rifletta, in qualche misura, una mutazione permanente nel comportamento degli agenti economici riguardo alla domanda di moneta, ossia una preferenza per la liquidità strutturalmente più elevata e, quindi, un incremento del livello desiderato di disponibilità monetarie. Questa mutazione potrebbe essere dovuta a un aumento strutturale dell'avversione al rischio delle famiglie nei confronti degli investimenti finanziari, dopo le significative perdite subite nei mercati azionari fra il 2000 e il 2003. Posto che questo fattore abbia un'incidenza, l'eccesso di liquidità nell'area risulterebbe sovrastimato dalle attuali misure e non avrebbe effetti inflazionistici.

La situazione reale è data probabilmente dalla combinazione di queste tre possibilità. Allo stadio attuale è difficile valutare se negli ultimi anni vi sia stato un effettivo e permanente spostamento verso l'alto della preferenza per la liquidità. Allo stesso tempo, il perdurare della forte propensione all'acquisto di beni immobili potrebbe essere associato al marcato aumento dei prezzi di questi beni. A ciò si aggiungono le evidenze di una ricomposizione dei portafogli degli investitori a favore di attività finanziarie a più lungo termine. Non si può escludere che in futuro un'ulteriore quota della liquidità in eccesso venga utilizzata per l'acquisto di beni e servizi a prezzi nominali più elevati, specie in una fase di rafforzamento del clima di fiducia, e che venga poi associata a un aumento dell'inflazione.

In sintesi, anche se parte della liquidità in eccesso riflette una maggiore preferenza delle famiglie e delle società dell'area per le attività liquide, i livelli elevati raggiunti nel 2004 restano motivo di preoccupazione per la BCE e richiedono un atteggiamento vigile. Al fine di comprendere, sul piano empirico, l'importanza relativa dei diversi possibili usi dell'eccesso di liquidità e, conseguentemente, dei rischi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo, la BCE continuerà a tenere sotto stretta osservazione gli sviluppi su tutti i fronti, in particolare le indicazioni relative: a) a un'inversione delle riallocazioni di portafoglio e al rischio della formazione di bolle dei prezzi delle attività; b) a spese per consumi più sostenute del solito; c) a un eventuale cambiamento strutturale della domanda di moneta.

I TASSI DEL MERCATO MONETARIO SI SONO MANTENUTI SOSTANZIALMENTE STABILI

Nel 2004 il Consiglio direttivo ha deciso di mantenere invariati i tassi di riferimento della BCE. Di conseguenza, i tassi di interesse nel segmento a più breve termine della curva dei rendimenti del mercato monetario sono rimasti sostanzialmente stabili nel corso dell'anno.

Nel segmento a più lungo termine, i tassi del mercato monetario sono diminuiti significativamente nel primo trimestre del 2004, proseguendo la tendenza mostrata a partire dalla metà di dicembre del 2003 (cfr. figura 9). A fronte di attese di un'ulteriore riduzione dei tassi di riferimento della BCE, verso la fine di marzo del 2004 l'inclinazione della curva dei rendimenti (misurata come differenza tra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese) ha assunto valori negativi, raggiungendo, il 26 marzo, il minimo di -7 punti base.

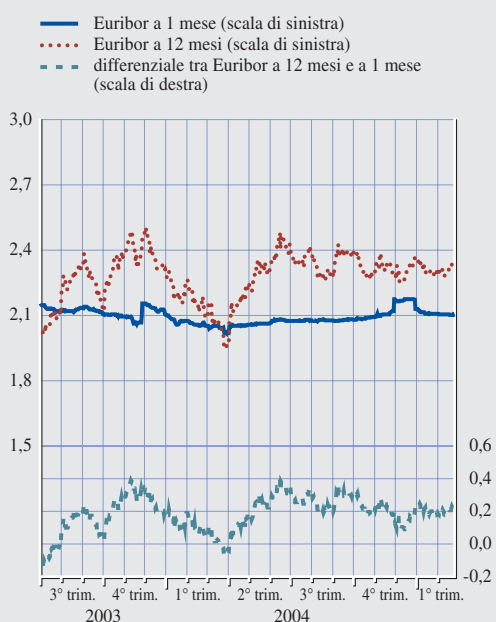
Tuttavia, fra aprile e giugno 2004 l'inclinazione della curva dei rendimenti si è riportata su valori

normali; i tassi relativi alle scadenze più lunghe sono aumentati significativamente, mentre quelli del segmento a brevissimo termine sono rimasti sostanzialmente stabili. Successivamente, anche i tassi del mercato monetario a più lungo termine si sono stabilizzati, oscillando in un intervallo molto ristretto di circa 10 punti base. A fine anno, l'Euribor a un mese e quello a dodici mesi si sono collocati rispettivamente al 2,12 e al 2,35 per cento, su livelli prossimi a quelli registrati alla fine del 2003.

Nei primi due mesi del 2005 i tassi di interesse Euribor relativi alle scadenze più lunghe sono rimasti sostanzialmente invariati, riflettendo aspettative da parte degli operatori di mercato di tassi di interesse a breve termine stabili per la maggior parte del 2005 e premi per il rischio relativi alle diverse scadenze del mercato monetario contenuti. Il 24 febbraio 2005 i tassi Euribor a uno e a dodici mesi erano pari, rispettivamente, al 2,10 e al 2,34 per cento.

Figura 9 Tassi di interesse a breve termine e pendenza della curva dei rendimenti del mercato monetario

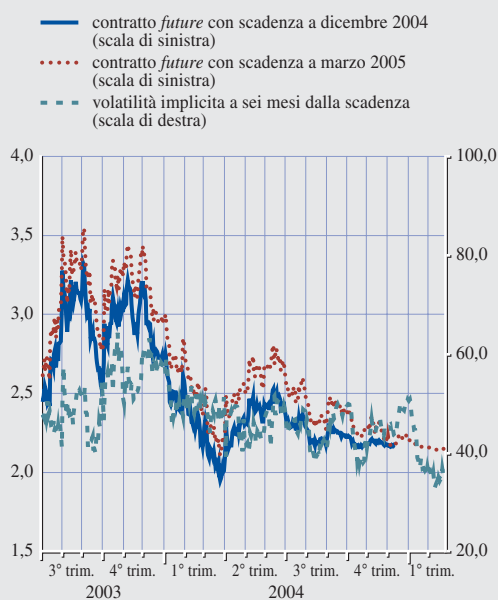
(percentuali in ragione d'anno; punti percentuali; dati giornalieri)



Fonte: Reuters.

Figura 10 Tassi future sull'Euribor a tre mesi e volatilità implicita nei prezzi delle opzioni sui contratti future basati sull'Euribor a tre mesi

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



Fonte: Bloomberg, Reuters ed elaborazioni della BCE.

Nel corso del 2004, le variazioni dei tassi del segmento a breve termine del mercato monetario si sono riflesse in equivalenti movimenti dei rendimenti impliciti nei contratti *future* sui tassi Euribor a tre mesi. La volatilità implicita desunta dai prezzi delle opzioni sui contratti *future* sui tassi Euribor a tre mesi è diminuita sensibilmente nel corso dell'anno, rivelando un grado di incertezza molto contenuto degli operatori circa il profilo atteso dei tassi di interesse a breve termine (cfr. figura 10).

I RENDIMENTI DEI TITOLI DI STATO A LUNGO TERMINE SONO NOTEVOLMENTE DIMINUITI NEL 2004

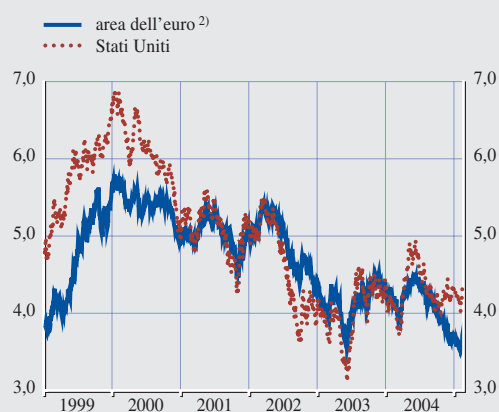
I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine nell'area dell'euro si collocavano alla fine del 2004 su livelli storicamente molto bassi. Dopo essersi mantenuti sostanzialmente invariati nella prima parte dell'anno, registrando solo lievi oscillazioni, nella seconda parte i rendimenti hanno evidenziato un protratto andamento calante, collocandosi alla fine del 2004 per la scadenza decennale su un livello (3,7 per cento) significativamente inferiore a quello prevalente un anno prima (cfr. figura 11).

Nel complesso gli andamenti dei rendimenti a lungo termine hanno rispecchiato soprattutto le mutevoli valutazioni degli operatori sulle pressioni inflazionistiche e sulle prospettive economiche dell'area dell'euro. Su tali valutazioni, peraltro strettamente connesse al modificarsi delle prospettive macroeconomiche mondiali, hanno fortemente inciso le aspettative degli operatori riguardo alle probabili ripercussioni del rincaro del petrolio occorso durante l'anno. La natura di queste aspettative sarebbe tuttavia mutata nel tempo, man mano che venivano diffusi nuovi dati macroeconomici. Difatti, se in primavera gli operatori sembravano temere soprattutto gli effetti inflazionistici del brusco aumento dei corsi petroliferi, nel prosieguo dell'anno il motivo di preoccupazione pare essere divenuto l'impatto degli elevati prezzi del greggio sull'attività economica.

Nel primo trimestre del 2004 i rendimenti a lungo termine nell'area dell'euro sono dimi-

Figura 11 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine ¹⁾

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



Fonti: Reuters, Bloomberg e Thomson Financial Datastream.
 1) Titoli a 10 anni o alla scadenza disponibile più vicina.
 2) Dal 1° gennaio 2001 i dati includono la Grecia.

nuiti, riflettendo gli andamenti nel mercato statunitense, in un contesto di crescenti timori per il vigore della ripresa economica negli Stati Uniti. Nello stesso periodo sono calati anche i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine indicizzati ai prezzi al consumo, malgrado il progressivo rafforzamento dell'attività economica nell'area dell'euro; tale flessione è stata in linea con l'andamento dei rendimenti di titoli statunitensi con pari caratteristiche, a indicazione del fatto che le attese degli operatori sulla futura attività economica mondiale hanno risentito ampiamente delle preoccupazioni relative alla sostenibilità della ripresa negli Stati Uniti.

Il movimento verso il basso dei rendimenti a lungo termine nell'area dell'euro nei primi tre mesi dell'anno ha subito una rapida inversione a partire dagli inizi di aprile. Sull'aumento dei rendimenti avrebbero influito essenzialmente due fattori: in primo luogo, la maggiore fiducia degli operatori nella ripresa in atto nell'area dell'euro, sostenuta ormai anche dal miglioramento delle prospettive per l'economia mondiale; in secondo luogo, la crescente preoccupazione per i potenziali effetti inflazionistici del rincaro del petrolio nel contesto di un generale recupero dell'attività economica mondiale. In primavera, difatti, i rendimenti a lungo termine e i tassi di

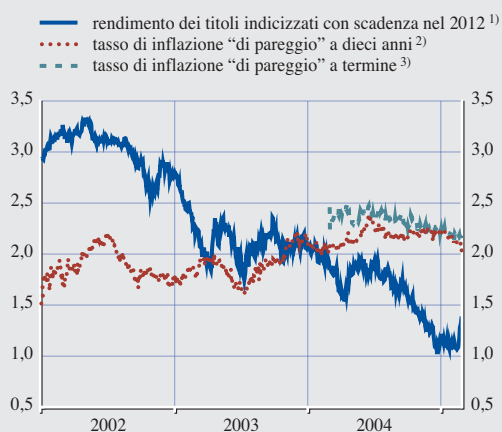
inflazione “di pareggio” (misurati dai differenziali fra i rendimenti nominali e quelli con pari scadenza ricavati dai titoli indicizzati) sono lievemente saliti, in risposta ai rinnovati timori inflazionistici degli investitori (cfr. figura 12). Questi timori tuttavia sono stati molto meno pronunciati nell’area dell’euro che negli Stati Uniti, dove i rendimenti dei titoli di Stato e i tassi di inflazione di pareggio sono aumentati più marcatamente.

Tra aprile e giugno del 2004, le attese di inflazione degli operatori dell’area dell’euro paiono essere aumentate soprattutto per gli orizzonti più brevi, mentre le aspettative a più lunga scadenza, misurate dai tassi di inflazione a termine desumibili dai titoli indicizzati, sarebbero state lievemente più stabili, pur mantenendosi su livelli relativamente elevati³. È probabile che l’incremento nell’area dei tassi di inflazione di pareggio sia dovuto in parte al più elevato premio per il rischio di inflazione richiesto dagli investitori in risposta all’incertezza sull’impatto degli andamenti delle quotazioni petrolifere. Questa ipotesi è suffragata da indagini condotte nell’area, che non hanno rilevato un aumento delle previsioni puntuali sulle aspettative di inflazione a lungo termine.

Gli andamenti delle quotazioni petrolifere hanno continuato a incidere marcatamente sui rendimenti nella seconda metà dell’anno. Nello stesso periodo tuttavia si sarebbero accentuati anche i timori riguardanti l’impatto dei prezzi del greggio sull’attività economica sia mondiale che dell’area dell’euro. A partire da metà giugno si è pertanto riscontrato un graduale movimento verso il basso dei rendimenti nominali a lungo termine e di quelli dei titoli indicizzati ai prezzi al consumo, suggerendo che i mercati attendevano una lieve decelerazione dell’economia dell’area. Anche l’ulteriore deprezzamento del dollaro nei confronti dell’euro, in particolare durante l’ultimo trimestre del 2004, avrebbe concorso a moderare le percezioni degli operatori sulle prospettive di crescita dell’area nel breve periodo. Il calo nell’area dell’euro dei rendimenti nominali a lungo termine e di quelli dei titoli indicizzati è altresì riconducibile alle

Figura 12 Rendimenti reali dei titoli a lungo termine e tassi di inflazione di pareggio nell’area dell’euro

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



Fonti: Reuters, Ministero del Tesoro francese ed elaborazioni della BCE.

1) Ricavato dai titoli di Stato francesi indicizzati allo IAPC dell’area dell’euro (al netto dei prezzi del tabacco) con scadenza nel 2012.

2) Per dettagli sul metodo di calcolo, cfr. il riquadro 2 del numero di febbraio 2002 del Bollettino mensile.

3) Calcolato in base ai titoli indicizzati dell’area dell’euro con scadenza nel 2008 e nel 2014, dalla data di emissione di questi ultimi.

revisioni al ribasso delle attese degli operatori circa l’inasprimento della politica monetaria nel breve e nel medio periodo.

Nel 2004 questi andamenti hanno determinato un significativo calo, di circa 60 punti base, dei tassi di interesse nominali a lungo termine nell’area dell’euro, che hanno toccato a fine anno il 3,7 per cento, un valore prossimo al minimo storico. Il differenziale di rendimento rispetto agli Stati Uniti è rimasto sostanzialmente stabile per la gran parte dell’anno, riflettendo i mutamenti più o meno sincroni nelle prospettive macroeconomiche delle due aree. Tuttavia, al volgere dell’anno è emersa una certa differenziazione fra gli andamenti dei tassi di interesse a lungo termine, quando il differenziale di rendimento fra i titoli di Stato a dieci anni negli

3 La figura 12 mostra che nella primavera del 2004 l’aumento del tasso di inflazione di pareggio con scadenza nel 2012, che riflette, tra i diversi fattori, le attese medie di inflazione tra il 2004 e il 2012, è stato più marcato dell’aumento dell’inflazione di pareggio a termine relativa al periodo che va dal 2008 al 2014. Ciò suggerisce che l’incremento delle aspettative inflazionistiche sarebbe stato maggiore sulle scadenze a breve termine.

Stati Uniti e nell'area dell'euro è salito a un livello prossimo a 60 punti base.

Anche i tassi di inflazione di pareggio hanno evidenziato una certa moderazione nella seconda metà del 2004. A fine anno tuttavia tali tassi di inflazione si sono attestati su livelli superiori ai valori registrati in media dallo scorcio del 2001, periodo in cui sono iniziate le emissioni di obbligazioni indicizzate allo IAPC dell'area (al netto dei prezzi del tabacco). Il tasso di inflazione di pareggio a dieci anni è stato pari a circa il 2,2 per cento a fine 2004, con un incremento di oltre 10 punti base rispetto a dicembre 2003.

Un altro fenomeno degno di nota nel 2004 è stato l'ulteriore riduzione della volatilità impli-

cita dei mercati obbligazionari (misura che fornisce indicazioni sulle attese del mercato circa l'ampiezza delle fluttuazioni dei rendimenti obbligazionari nel breve periodo). Le successive variazioni della volatilità effettiva hanno peraltro confermato le attese di una minore variabilità dei mercati obbligazionari (cfr. il riquadro 3 *Tendenze comuni della volatilità implicita dei mercati finanziari*).

All'inizio del 2005 i rendimenti a lungo termine nei mercati internazionali hanno continuato a scendere per poi risalire bruscamente verso la metà di febbraio. I tassi dei titoli di Stato a dieci anni si collocavano il 24 febbraio scorso su livelli prossimi a quelli prevalenti alla fine del 2004, sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti.

Riquadro 3

TENDENZE COMUNI DELLA VOLATILITÀ IMPLICITA DEI MERCATI FINANZIARI

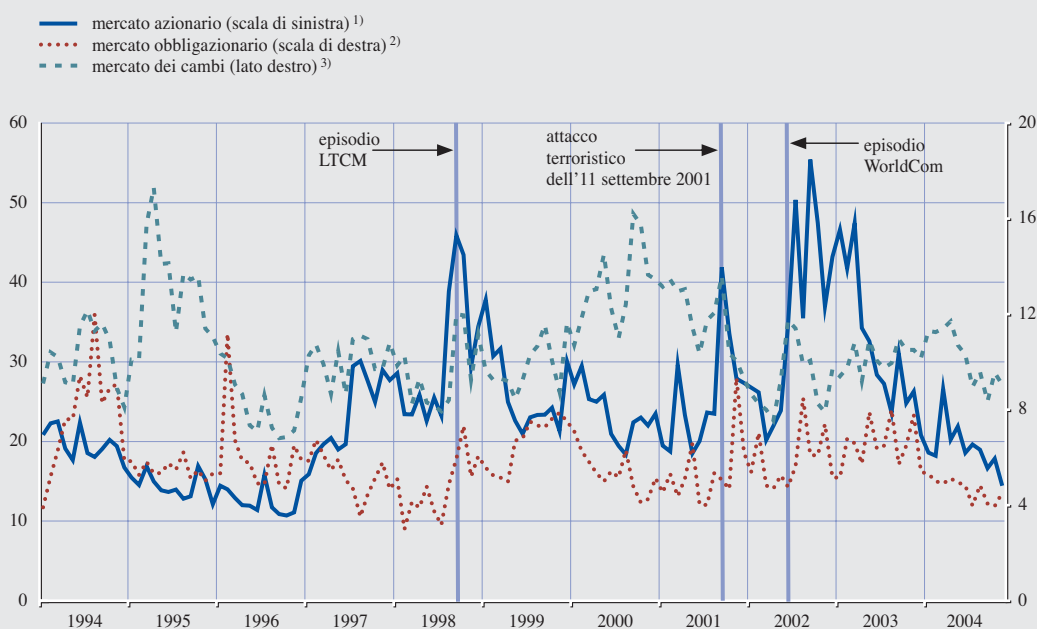
Nel 2004 si è osservato un marcato calo della volatilità implicita, che ha interessato in modo generalizzato diversi segmenti dei mercati finanziari nell'area dell'euro e in altre economie avanzate. La volatilità implicita, ricavata dai prezzi delle opzioni, è solitamente considerata una misura dell'incertezza degli operatori riguardo agli andamenti di breve periodo nei diversi mercati finanziari. Nel 2004 si è temuto che il livello relativamente basso della volatilità implicita non fosse del tutto giustificato e che alla riduzione della stessa potessero aver contribuito fattori diversi dalle attese degli operatori circa la variabilità effettiva dei corsi. Questa potenziale anomalia nella "fissazione del prezzo" della volatilità potrebbe, fra le altre cose, costituire un rischio per la stabilità finanziaria. Se il minore grado di volatilità inducesse le istituzioni finanziarie ad aumentare la propria esposizione al rischio, queste potrebbero subire ingenti perdite di portafoglio qualora la volatilità stessa aumentasse. Le evidenze empiriche non hanno segnalato la presenza di una tale anomalia e il calo della volatilità implicita in diversi mercati finanziari è stato effettivamente seguito da una diminuzione della volatilità effettiva¹. La minore volatilità effettiva può a sua volta essere spiegata, ad esempio, dalla progressiva stabilizzazione della situazione nei mercati mondiali, in particolare di quelli azionari, dopo alcuni anni di forte turbolenza.

La figura A riporta la volatilità implicita: a) dell'indice tedesco DAX, misurata dall'indice di volatilità VDAX; b) dei titoli di Stato a lungo termine, estratta dalle opzioni sui contratti *future* sui Bund con 22 giorni alla scadenza; c) del tasso di cambio dell'euro con il dollaro, ricavata dalle opzioni sul tasso di cambio con vita residua pari a circa un mese. Poiché le opzioni utilizzate sono rilevate nello stesso giorno e hanno, approssimativamente, pari vita residua, le serie

¹ Cfr. i riquadri intitolati *Tendenze recenti nella volatilità implicita dei mercati azionari* e *Tendenze recenti nella volatilità implicita dei mercati obbligazionari*, pubblicati rispettivamente nel numero di novembre e in quello di dicembre 2004 del Bollettino mensile.

Figura A Volatilità implicita dei mercati finanziari nell'area dell'euro

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



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

1) Indicatore di volatilità per l'indice tedesco DAX che misura la volatilità implicita per i 45 giorni di calendario successivi.

2) Volatilità implicita nelle opzioni sui contratti *future* sui Bund con 22 giorni alla scadenza.

3) Volatilità implicita nei contratti di opzione sul tasso di cambio dollaro statunitense/euro con circa un mese alla scadenza.

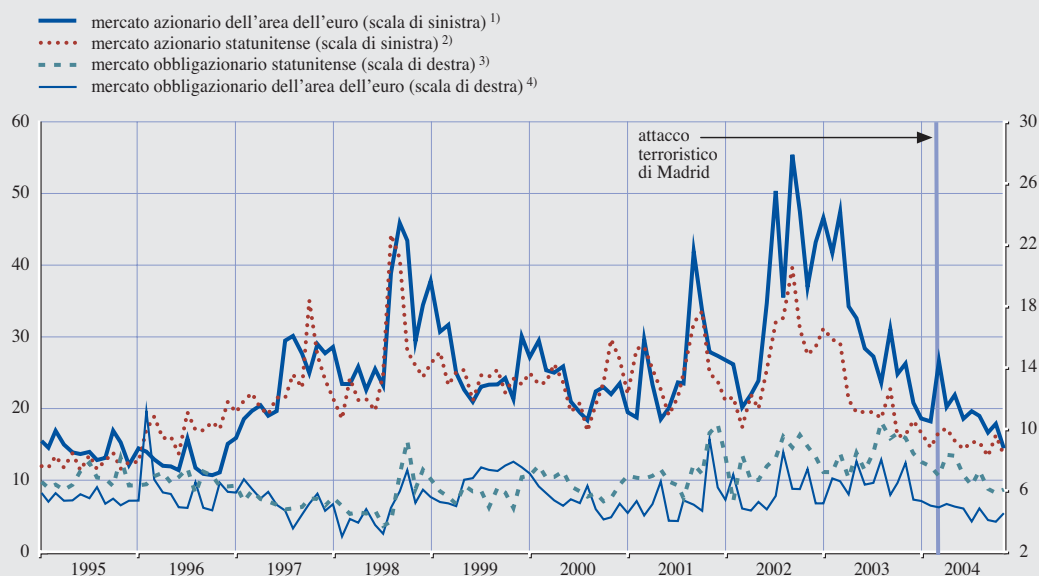
desumibili dalla figura misurano l'incertezza degli operatori nei tre segmenti di mercato su di un analogo orizzonte temporale.

In passato, il grado di co-movimento della volatilità attesa a breve termine nei tre segmenti sembrerebbe essere stato alquanto modesto; fanno eccezione alcune fasi in cui una turbolenza ha interessato tutti i mercati, originate presumibilmente da shock di natura comune invece che specifica a singoli mercati. Più di recente, le diminuzioni del livello di volatilità osservate nei primi tre trimestri del 2004 nei tre comparti hanno mostrato profili simili. In assenza di indicazioni di eventuali anomalie nella fissazione dei prezzi dai quali è desunta la volatilità, tale andamento suggerirebbe il progressivo diffondersi fra gli operatori di una maggiore fiducia riguardo il prevalere di condizioni più distese sui mercati finanziari nel breve periodo. Negli ultimi mesi del 2004 si è tuttavia arrestata la marcata flessione della volatilità implicita relativa al cambio dollaro/euro, a fronte della nuova e crescente debolezza della valuta statunitense.

L'elevato grado di integrazione che caratterizza oggi i mercati dei capitali fa supporre che la volatilità di ciascun segmento sia fortemente interconnessa con quella degli analoghi segmenti a livello internazionale. La figura B illustra la volatilità implicita dei mercati azionari negli Stati Uniti e nell'area dell'euro, misurata rispettivamente dagli indici VIX e VDAX, e quella dei corrispondenti mercati dei titoli obbligazionari a lungo termine, ricavata dalle opzioni sui contratti *future* sui titoli del Tesoro statunitense e sui Bund rispettivamente.

Figura B Volatilità implicita dei mercati azionari e obbligazionari nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

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



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

- 1) Indicatore di volatilità per l'indice tedesco DAX che misura la volatilità implicita per i 45 giorni di calendario successivi.
- 2) Indicatore di volatilità per l'indice Standard & Poor's che misura la volatilità implicita per i 30 giorni di calendario successivi.
- 3) Volatilità implicita nelle opzioni sui contratti *future* sui titoli del Tesoro statunitense con 22 giorni alla scadenza.
- 4) Volatilità implicita nelle opzioni sui contratti *future* sui Bund con 22 giorni alla scadenza.

Dalla figura risulta evidente che, per ciascuna classe di attività, esiste un elevato grado di co-movimento della volatilità implicita fra il mercato statunitense e quello dell'area. Queste interconnessioni paiono inoltre lievemente più strette fra i mercati azionari che fra quelli dei titoli di Stato a lungo termine. Fattori specifici a un paese o a un mercato possono comunque esercitare un ruolo preponderante. Gli attacchi terroristici dell'11 marzo 2004 a Madrid, per esempio, hanno inciso in misura molto più ampia, sebbene temporanea, sulla volatilità implicita dei mercati azionari nell'area piuttosto che su quella dei mercati statunitensi. La figura fornisce ulteriori indicazioni del fatto che il calo generalizzato della volatilità negli ultimi anni non si è limitato all'area dell'euro.

In sintesi, all'interno di determinate classi di attività le interconnessioni fra aree geografiche diverse sono piuttosto strette, soprattutto nei mercati azionari. Se, in circostanze normali, la volatilità implicita non tende generalmente a mostrare movimenti paralleli fra segmenti di mercato diversi, nelle fasi di turbolenza sembrerebbe emergere un maggiore grado di interconnessione. Dal momento che non è collegato a nessuna turbolenza finanziaria, il recente allineamento della volatilità implicita nei tre comparti considerati suffraga ulteriormente l'ipotesi secondo cui fra gli operatori siano diffuse aspettative di breve termine di condizioni maggiormente distese nei mercati finanziari rispetto all'inizio del 2004.

È PROSEGUITO IL DECISO RIALZO DEI CORSI AZIONARI DELL'AREA DELL'EURO NEL 2004

Nel 2004 è proseguita la tendenza al rialzo delle quotazioni azionarie in atto dagli inizi del 2003 (cfr. figura 13). Nel corso dell'anno l'indice Dow Jones Euro Stoxx ha registrato un aumento di circa il 10 per cento, un risultato lievemente superiore a quello degli indici Standard & Poor's 500 e Nikkei 225.

Il generale rialzo dei corsi azionari nell'area dell'euro sarebbe ascrivibile a diversi fattori, primi fra i quali il calo dei tassi di interesse a lungo termine e la sostenuta crescita degli utili realizzati e dei dividendi distribuiti (cfr. figura 14).

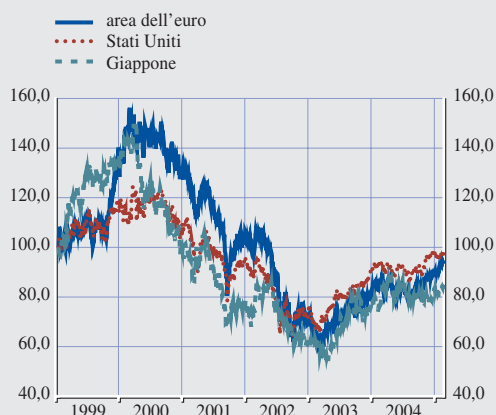
Anche la netta diminuzione della variabilità del mercato azionario, segnale della minore incertezza degli operatori sulle prospettive di quest'ultimo, potrebbe aver contribuito positivamente alla tendenza rialzista nell'arco dell'anno (cfr. anche il riquadro 3). Fattori potenzialmente negativi, come la revisione al ribasso delle prospettive di crescita mondiale causata dagli aumenti del prezzo del petrolio e, soprattutto

nello scorcio dell'anno, dagli andamenti dei tassi di cambio, sembrerebbero avere solo attenuato la crescita delle quotazioni.

Per quanto concerne gli andamenti dei singoli settori, la crescita dei corsi azionari dell'area dell'euro nel 2004 ha riguardato tutti i dieci settori economici che compongono l'indice Dow Jones Euro Stoxx, a eccezione del comparto tecnologico. Gli aumenti maggiori hanno interessato i settori sanitario e dei servizi pubblici; un recupero è stato altresì mostrato dal comparto delle telecomunicazioni. Anche il settore energetico ha ottenuto risultati migliori dell'indice complessivo, grazie agli incrementi degli utili derivanti dal favorevole andamento del prezzo del petrolio. Quest'ultimo, peraltro, ha contribuito ad accrescere anche il rendimento del settore dei servizi di pubblica utilità, che, nei periodi di rincaro del petrolio, tende a beneficiare della maggiore domanda di fonti di energia alternative, come il gas metano. Per contro, i risultati del settore dei beni di consumo, ciclici e non ciclici, e dei servizi sono stati inferiori a quelli dell'indice complessivo. Questo andamento

Figura 13 Principali indici dei corsi azionari ¹⁾

(indice: 1° gennaio 1999 = 100; dati giornalieri)

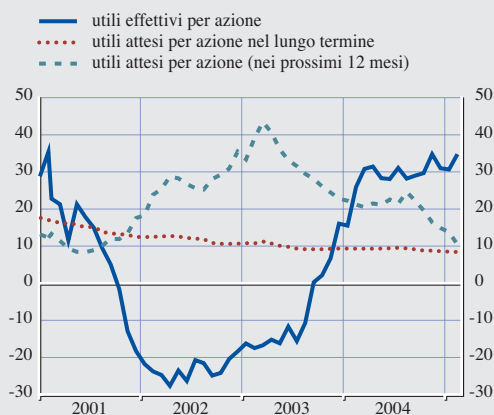


Fonti: Reuters, Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.

1) Indice Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia) per l'area dell'euro, Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti e Nikkei 225 per il Giappone. Dal 1° gennaio 2001 i dati per l'area dell'euro includono la Grecia.

Figura 14 Crescita degli utili societari effettivi e attesi

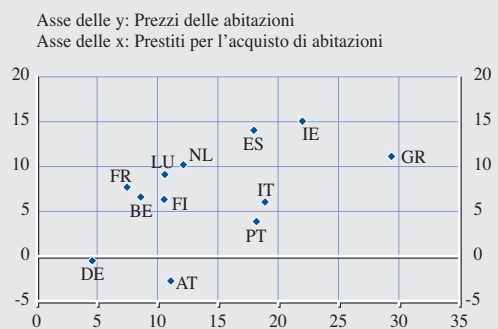
(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Thomson Financial Datastream (stime sugli utili degli analisti rilevate dall'*Institutional Brokers Estimate System* IBES).

Figura 15 Andamento del mercato immobiliare e dei prestiti nei paesi dell'area dell'euro

(crescita media annua per il periodo 1998-2003; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE basate sui dati dei prestiti concessi dalle IFM e sugli ultimi dati nazionali disponibili per i prezzi delle abitazioni.

rifletterebbe i timori degli investitori sulla solidità della domanda interna e, in particolare, dei consumi privati.

La tendenza al rialzo dei mercati azionari è proseguita nei primi due mesi del 2005. Tra la fine del 2004 e il 24 febbraio, l'indice Dow Jones Euro Stoxx è salito di oltre il 3 per cento; gli indici Standard & Poor's 500 e Nikkei 225 hanno registrato una crescita più contenuta. Questi aumenti sembrano essere prevalentemente riconducibili a un ulteriore forte miglioramento della redditività aziendale.

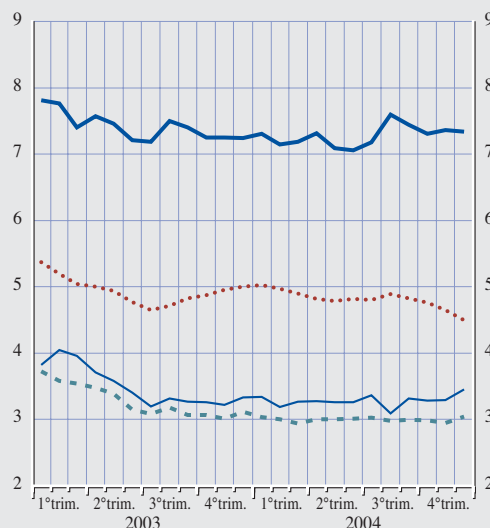
FORTE DOMANDA DI FINANZIAMENTI DELLE FAMIGLIE

Nel 2004 il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM alle famiglie è salito, in media, al 7,8 per cento, riflettendo la forte domanda di finanziamenti da parte di questo settore. Come nel biennio 2002-2003, lo scorso anno i prestiti alle famiglie hanno continuato ad accelerare, principalmente per effetto della forte crescita della componente a lungo termine. Nei primi tre trimestri del 2004, il tasso di crescita annuo dei prestiti totali alle famiglie è stato superiore a quello dei prestiti concessi dalle IFM; ciò indica la sostenuta espansione dei prestiti erogati da altre istituzioni finanziarie, in un contesto caratterizzato dalla cartolarizzazione dei mutui ipotecari in diversi paesi.

Figura 16 Tassi delle IFM sui prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie

(valori percentuali in ragione d'anno; tassi sulle nuove operazioni, esclusi gli scoperti di conto; dati ponderati ¹⁾)

- prestiti alle famiglie per l'acquisto di beni di consumo con tasso variabile e periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno
- prestiti alle famiglie per acquisto di abitazione con periodo iniziale di determinazione del tasso compreso tra cinque e dieci anni
- - - prestiti a società non finanziarie superiori a un milione di euro a tasso variabile e periodo iniziale di determinazione del tasso fino a un anno
- prestiti a società non finanziarie superiori al milione di euro con periodo iniziale di determinazione del tasso compreso tra uno e a cinque anni



Fonte: BCE.

1) Il tasso di interesse delle IFM calcolato come media ponderata è ottenuto, per il periodo a partire da dicembre 2003, usando come pesi di ciascun paese la media mobile a 12 mesi dei volumi delle nuove operazioni. Per il periodo precedente, da gennaio a novembre 2003, il tasso di interesse calcolato come media ponderata è ottenuto usando come pesi i volumi medi delle nuove operazioni nel 2003. Per ulteriori informazioni, cfr. il riquadro *Analisi dei tassi di interesse delle IFM nell'area dell'euro* del numero di agosto 2004 del Bollettino mensile.

I mutui per l'acquisto di abitazioni costituiscono la principale componente dei prestiti a lungo termine erogati dalle IFM alle famiglie. La loro decisa espansione è stata sostenuta dall'aumento, particolarmente forte in alcuni paesi dell'area, dei prezzi delle abitazioni; nella prima metà del 2004, per il complesso dell'area, questi ultimi hanno fatto registrare un tasso di crescita annuo superiore al 7 per cento. I dati disponibili indicano che la crescita dei mutui per l'acquisto di abitazioni è stata moderata nei paesi in cui i prezzi degli immobili residenziali

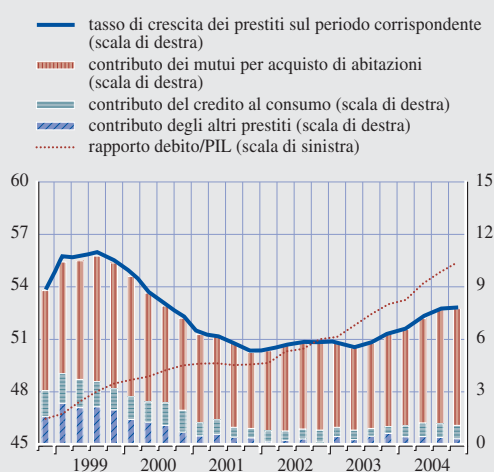
hanno ristagnato, mentre è stata sostenuta laddove questi hanno mostrato un rapido aumento (cfr. figura 15). In diversi paesi dell'area, l'andamento dei prezzi delle abitazioni e quello dei finanziamenti per il loro acquisto potrebbero aver contribuito a sostenere i consumi. Se, da un lato, i più elevati prezzi delle abitazioni hanno determinato un maggiore fabbisogno di finanziamento delle famiglie, dall'altro, accrescendo il valore delle garanzie reali di queste ultime, potrebbero aver favorito l'accesso al credito. La forte crescita dei mutui ipotecari potrebbe avere, a sua volta, contribuito all'aumento dei prezzi degli immobili residenziali.

La forte espansione dei prestiti per l'acquisto di abitazioni nel 2004 ha in parte riflesso il basso costo di finanziamento a essi associato. Questo è diminuito ulteriormente nel 2004 dai livelli già contenuti degli anni precedenti, rendendo maggiormente accessibile l'acquisto di abitazioni. I tassi di interesse applicati dalle IFM sulle nuove erogazioni di mutui per l'acquisto di abitazioni con un periodo di determinazione iniziale del tasso compreso fra cinque e dieci anni sono diminuiti, nell'anno, di 52 punti base, collocandosi al 4,49 per cento in dicembre (cfr. figura 16); tale andamento ha rispecchiato quello dei tassi di mercato sui titoli di Stato a medio termine. Nel 2004 vi sono inoltre segnali di un miglioramento complessivo delle condizioni di offerta dei finanziamenti alle famiglie. I risultati dell'indagine sul credito bancario dell'Eurosistema indicano che, negli ultimi tre trimestri del 2004, le banche hanno variato in senso espansivo i criteri applicati per la concessione di prestiti per l'acquisto di abitazioni.

Nel 2004 si è altresì rafforzata la crescita del credito al consumo, anche se essa si è mantenuta inferiore a quella dei mutui ipotecari, seguendola con un certo sfasamento temporale. Il rafforzamento potrebbe riflettere il progressivo miglioramento del clima di fiducia dei consumatori misurato dall'indicatore della Commissione europea in un contesto caratterizzato da tassi di interesse relativamente contenuti sui prestiti al consumo concessi alle famiglie. L'indagine sul credito bancario dell'Eurosistema ha

Figura 17 Rapporto debito/PIL e crescita dei prestiti alle famiglie

(valori percentuali per il rapporto debito/PIL e per i tassi di crescita sul periodo corrispondente; punti percentuali per i contributi ai tassi di crescita sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

Nota: Il debito in rapporto al PIL risulta in qualche misura inferiore sulla base dei conti finanziari trimestrali, rispetto ai conti finanziari annuali, principalmente a causa dell'esclusione dal computo del debito dei prestiti dai settori non finanziari e dalle banche al di fuori dell'area dell'euro.

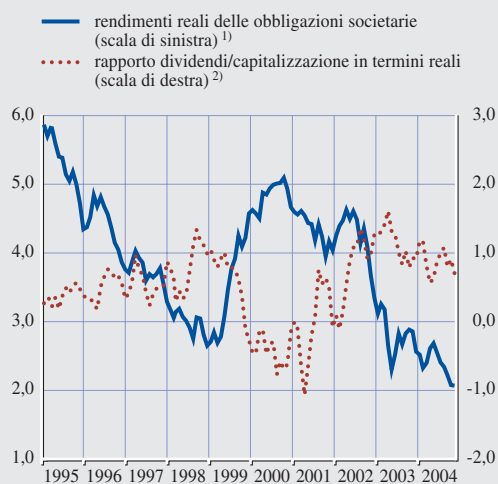
inoltre indicato che la disponibilità di credito al consumo e di altri prestiti si è ampliata a seguito di un allentamento delle condizioni di finanziamento nel corso del 2004.

IL DEBITO DELLA FAMIGLIE AUMENTA

La crescita dell'indebitamento delle famiglie ha determinato un ulteriore aumento del rapporto fra il loro debito e il PIL (cfr. figura 17). L'aumento riflette in parte il processo di transizione, riscontrabile in diversi paesi dell'area dopo l'adozione della moneta unica, verso un contesto caratterizzato da prezzi stabili e da tassi di interesse più bassi. Di fatto, a fronte dei modesti tassi di interesse prevalenti, l'onere per il servizio del debito (la somma di pagamenti per interessi e rimborsi di capitale in percentuale del reddito disponibile) è rimasto modesto. Anche rispetto ad altri paesi, come il Regno Unito e gli Stati Uniti, l'indebitamento delle famiglie dell'area in percentuale del PIL risulta contenuto. D'altra parte, l'aumento del debito non è privo di rischi, nella misura in cui è aumentata l'esposizione delle famiglie alle

Figura 18 Indicatori dei costi di finanziamento sui mercati delle società non finanziarie

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: BCE, Thomson Financial Datastream, Merrill Lynch e Consensus Economic Forecasts.

1) I rendimenti delle obbligazioni societarie si basano su un indice di Merrill Lynch che si riferisce a società non finanziarie con alto merito di credito e su un indice di obbligazioni ad alto rendimento. Per il periodo precedente ad aprile 1998 sono disponibili solo dati nazionali (Belgio, Francia, Germania, Italia, Paesi Bassi e Spagna). I rendimenti sono aggregati utilizzando come pesi i PIL valutati alle parità del potere d'acquisto nel 2001. I rendimenti nominali sono deflazionati con le attese medie di inflazione (pubblicate da Consensus Economic Forecasts) su un periodo equivalente alla durata media delle obbligazioni societarie.

2) I rapporti dividendi/capitalizzazione sono definiti come i dividendi annuali, attesi dagli operatori di mercato, in percentuale del prezzo dell'azione. I rendimenti nominali sono deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo delle famiglie.

variazioni dei tassi di interesse, del reddito e dei prezzi delle attività. Il rischio associato a una sensibilità più elevata alle variazioni dei tassi riguarda ad esempio le famiglie che, a fronte dei livelli storicamente bassi dei tassi di interesse, hanno finanziato un mutuo ipotecario a tassi variabili con modesti pagamenti iniziali di interesse. Le stime del grado di sensibilità sono caratterizzate da notevole incertezza poiché, ad esempio, la quota del debito ipotecario in essere esposta alle variazioni dei tassi di interesse dipende dalle caratteristiche del contratto ipotecario sottostante. Queste caratteristiche sono connesse alla struttura del mercato ipotecario nazionale, a fattori culturali e storici nonché a normative e ad aspetti fiscali, che differiscono sensibilmente fra i paesi dell'area⁴.

IL COSTO DEL FINANZIAMENTO ESTERNO DELLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE È MODESTO

Le condizioni per l'indebitamento finanziario per le società non finanziarie dell'area dell'euro sono rimaste molto favorevoli nell'arco del 2004, come rispecchiato dai tassi di mercato delle obbligazioni societarie e dai tassi di interesse bancari. Le imprese hanno beneficiato di un costo del debito finanziario contenuto e di una generalizzata assenza di vincoli nell'accesso alle fonti di finanziamento.

Per quanto riguarda il finanziamento sotto forma di titoli, i rendimenti delle obbligazioni emesse dalle società non finanziarie si sono situati su livelli storicamente bassi in termini sia nominali che reali (cfr. figura 18). Allo stesso tempo, i rendimenti azionari in termini reali (che possono essere considerati un indicatore del costo reale del finanziamento mediante capitale di rischio), pur restando su livelli moderatamente superiori alla media registrata dalla metà degli anni novanta, sono scesi rispetto al massimo del 2003.

Il basso costo del finanziamento con obbligazioni risulta in gran parte dai livelli storicamente bassi dei tassi di interesse su tutte le scadenze, nonché dalla valutazione ottimistica degli investitori riguardo al rischio di credito delle imprese nell'area dell'euro. I differenziali di rendimento fra le obbligazioni societarie e le obbligazioni sovrane, in particolare quelle con merito di credito AA e BBB, si sono ulteriormente assottigliati nel 2004 rispetto a valori già contenuti. A questo andamento hanno concorso alcuni fondamentali, come il marcato calo della volatilità dei mercati finanziari (cfr. il riquadro 3 *Tendenze comuni della volatilità implicita dei mercati finanziari*) e il miglioramento della redditività delle imprese. Al tempo stesso, in un contesto di bassi tassi di interesse, non si può escludere che la ricerca di rendimenti migliori da parte degli investitori abbia contribuito alla diminuzione dei rendimenti delle obbligazioni societarie.

4 Per un'analisi più dettagliata, cfr. il riquadro *Caratteristiche dei contratti ipotecari nell'area dell'euro*, nel numero di novembre 2004 del Bollettino mensile.

Per quanto attiene al costo dei prestiti delle IFM, che sono la principale fonte di finanziamento per le società non finanziarie, dopo i cali evidenziati nel 2002 e nel 2003, i tassi di interesse applicati dalle IFM sono rimasti sostanzialmente stabili nel 2004 (cfr. figura 16), su livelli complessivamente molto bassi.

Nel 2004 le società non finanziarie potrebbero altresì avere avuto più facilmente accesso al credito bancario. Secondo l'indagine sul credito bancario condotta dall'Eurosistema, nella prima

metà del 2004 l'indicatore di irrigidimento netto dei criteri per la concessione di prestiti alle imprese si è gradatamente ridotto; dalla seconda metà dell'anno, l'indicatore segnala un allentamento netto. Al tempo stesso, si sono riscontrate disparità in termini di costi di finanziamento fra le grandi imprese e le aziende di piccole e medie dimensioni (cfr. il riquadro 4 *Disparità nelle condizioni di finanziamento fra piccole e medie imprese e grandi aziende nell'area dell'euro nel 2004*).

Riquadro 4

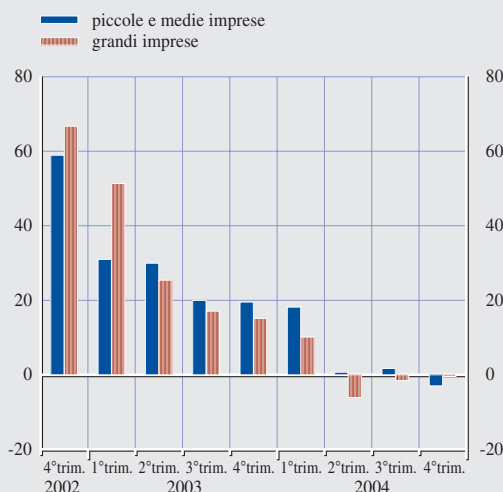
DISPARITÀ NELLE CONDIZIONI DI FINANZIAMENTO FRA PICCOLE E MEDIE IMPRESE E GRANDI AZIENDE NELL'AREA DELL'EURO NEL 2004

Rispetto alle aziende di grandi dimensioni, generalmente le piccole e medie imprese (PMI) sopportano vincoli maggiori in termini di costo e di disponibilità dei finanziamenti. Diversamente dalle grandi imprese, le PMI tipicamente non sono in grado di raccogliere fondi sui mercati dei capitali e devono pertanto attingere in misura preponderante al credito bancario o a forme di finanziamento esterno più costose (come i crediti commerciali, il *leasing* o il *factoring*). Le imprese più piccole, inoltre, potrebbero riscontrare difficoltà nel reperire fondi, in ragione della scarsità di informazioni sul loro conto disponibili al potenziale creditore, dovuta al fatto che esse sono spesso di recente costituzione e devono soddisfare obblighi di segnalazione meno stringenti (presentano, fra l'altro, prospetti contabili meno dettagliati). Infine, rispetto alle grandi imprese consolidate, le PMI dispongono in genere di minori attività da offrire in garanzia (come le immobilizzazioni), con le quali attenuare il problema dell'insufficienza di informazioni. Di conseguenza, le banche spesso applicano criteri più severi per la concessione di prestiti alle imprese più giovani o di dimensioni minori, in quanto tendono ad avere minori informazioni al loro riguardo.

Inoltre, le PMI spesso sostengono un costo del finanziamento più elevato (ad esempio in termini di tassi di interesse bancari) rispetto alle grandi aziende. I tassi relativamente più elevati applicati ai prestiti di ammontare contenuto sono riconducibili a diversi fattori. Ad esempio potrebbero sussistere costi fissi non proporzionali all'entità dei prestiti. Le piccole

Figura A Variazione nei criteri per la concessione di prestiti e l'apertura di linee di credito alle società non finanziarie

(saldi percentuali)



Fonte: BCE.

Note: i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di "hanno registrato un notevole irrigidimento" e "hanno registrato un moderato irrigidimento" e la somma delle percentuali di "hanno registrato un moderato allentamento" e "hanno registrato un notevole allentamento".

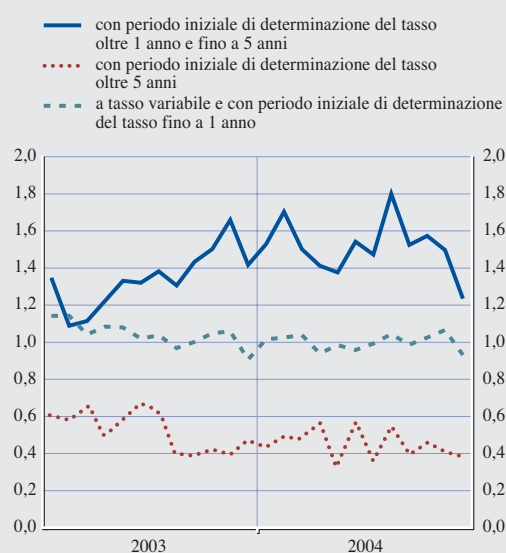
imprese potrebbero anche presentare un grado di rischio maggiore rispetto a quelle grandi e più consolidate (anche se per le banche gli effetti di diversificazione offerti dai crediti alle PMI possono persino essere superiori). Infine, potrebbe esservi poca concorrenza fra gli operatori che erogano prestiti alle PMI; le banche quindi avrebbero più facilità a “vincolare” i debitori di piccola dimensione già acquisiti, aumentando i costi che questi dovrebbero sostenere per cambiare istituto. A ciò si aggiunge il fatto che, in ragione dell’accesso relativamente limitato al finanziamento esterno, e al più elevato costo di quest’ultimo, tradizionalmente le PMI fanno maggiore affidamento sull’autofinanziamento, detenendo in bilancio una quota di attività liquide mediamente maggiore. Considerato il costo elevato di detenere tali attività, ciò può rappresentare un onere aggiuntivo in capo alle piccole imprese¹.

In questo contesto, di recente si è prestata crescente attenzione alle condizioni di finanziamento delle PMI nell’area dell’euro. L’indagine sul credito bancario, condotta con cadenza trimestrale dall’Eurosistema, fornisce informazioni qualitative sulle condizioni di finanziamento delle PMI e delle grandi aziende. In particolare, l’indagine segnala i cambiamenti nei criteri applicati per la concessione di prestiti a queste due categorie di mutuatari (cfr. figura A). A partire dal quarto trimestre del 2002 le condizioni di credito applicate alle PMI e alle grandi imprese hanno seguito andamenti sostanzialmente analoghi, evidenziando una graduale diminuzione dell’indicatore di irrigidimento netto di tali criteri. Le condizioni di credito per le grandi società sono state, in media, lievemente meno stringenti, e sono state persino allentate (in termini netti) a partire dal secondo trimestre del 2004. Nel quarto trimestre l’indicatore di irrigidimento netto delle condizioni creditizie applicate ai prestiti alle PMI è diminuito in misura relativamente più significativa, registrando un primo allentamento da quando è stata introdotta l’indagine sul credito bancario.

L’introduzione delle nuove statistiche sui tassi di interesse delle IFM (da gennaio 2003) consente di fare un raffronto fra i tassi applicati a prestiti di ammontare diverso (fino a e oltre 1 milione di euro)². Supponendo che i prestiti di oltre 1 milione di euro siano erogati più di frequente a grandi imprese, tale raffronto può fornire indicazioni sulla differenza fra il costo del finanziamento delle PMI e quello delle

Figura B Tassi di interesse applicati dalle IFM sui prestiti alle società non finanziarie: differenziali fra prestiti di ammontare contenuto e prestiti di ammontare elevato^{1) 2)}

(punti percentuali; nuove operazioni di prestito)



Fonte: BCE.

1) Il tasso di interesse delle IFM calcolato come media ponderata è ottenuto, per il periodo a partire da dicembre 2003, usando come pesi di ciascun paese la media mobile a 12 mesi dei volumi delle nuove operazioni. Per il periodo precedente, da gennaio a novembre 2003, il tasso di interesse calcolato come media ponderata è ottenuto usando come pesi i volumi medi delle nuove operazioni nel 2003. Per ulteriori informazioni, cfr. il riquadro *Analisi dei tassi di interesse delle IFM nell’area dell’euro* del numero di agosto 2004 del Bollettino mensile.

2) Vengono considerati di ammontare contenuto i prestiti fino a un milione di euro, di ammontare elevato quelli oltre un milione di euro.

1 Per un’analisi più dettagliata del finanziamento delle PMI in Europa, cfr. BEI (2003), *Europe’s changing financial landscape: The financing of small and medium-sized enterprises*, EIB Papers, vol. 8, n. 2, e Commissione europea (2003) *SMEs and access to finance*, Osservatorio europeo delle PMI, n. 2.

2 Cfr. il riquadro 13 intitolato *L’integrazione finanziaria del mercato del credito nell’area dell’euro* del presente Rapporto.

grandi aziende. Questo confronto ovviamente non può che essere approssimativo. Nell'intero periodo compreso fra gennaio 2003 e dicembre 2004, il livello dei tassi sui prestiti di ammontare contenuto erogati dalle IFM (misurato dai tassi sui prestiti di importo fino a 1 milione di euro concessi dalle IFM alle società non finanziarie) è risultato superiore a quello dei tassi sui prestiti di ammontare più elevato (misurato dai tassi sui prestiti superiori a 1 milione di euro erogati dalle IFM alle società non finanziarie), per un ammontare compreso fra 0,4 e 1,8 punti percentuali (cfr. figura B). Complessivamente, nel periodo considerato i differenziali di tasso fra prestiti di maggiore e minore ammontare hanno evidenziato solo modeste variazioni. Un'analisi più dettagliata degli andamenti nel 2004 indica che, con riferimento sia ai prestiti con periodo di determinazione iniziale del tasso tra uno e cinque anni, sia a quelli con un periodo di determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni, il differenziale di interesse fra i prestiti di ammontare più contenuto e quelli più rilevanti è diminuito lievemente (di 10 e 15 punti base rispettivamente), mentre è rimasto sostanzialmente invariato per i prestiti a tasso variabile e per quelli con un periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno.

È difficile trarre conclusioni incontrovertibili sulla base dell'evidenza disponibile. Sebbene i costi del finanziamento delle PMI rimangano relativamente elevati, il loro andamento nel 2004 è generalmente simile a quello registrato per le grandi aziende. Allo stesso tempo, alcuni indicatori segnalano un significativo miglioramento dell'accesso al credito da parte delle PMI nel periodo considerato.

IL RICORSO AL FINANZIAMENTO ESTERNO È STATO CONTENUTO NEL 2004

Nonostante il perdurare di condizioni di finanziamento favorevoli, nel 2004 le società non finanziarie hanno attinto solo limitatamente al finanziamento esterno. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei debiti finanziari è stato del 4,8 per cento a fine anno, in lieve aumento rispetto al corrispondente periodo del 2003 (4,5 per cento). Il lieve recupero che si è registrato nella seconda metà del 2004 è riconducibile principalmente alla dinamica del finanziamento mediante prestiti (cfr. figura 19). Infatti, l'incremento sul periodo corrispondente dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie è stato del 5,4 per cento a fine 2004, contro il 3,5 alla fine del 2003. Nello stesso periodo, il tasso di crescita delle emissioni nette di titoli di debito da parte di società non finanziarie ha subito una netta contrazione, dal 10,5 al 2,4 per cento.

Diversi fattori possono spiegare l'andamento nel complesso moderato dei flussi di debiti finanziari. In primo luogo, l'aumento della redditività delle imprese, almeno di quelle princi-

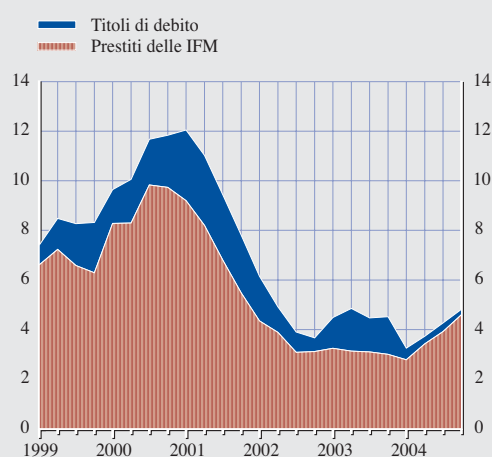
pali incluse nell'indice Dow Jones Euro Stoxx (cfr. figura 14), che, stimolando il risparmio interno, potrebbe aver incentivato le aziende a ridurre il loro debito totale. In secondo luogo, il carattere graduale dell'attuale ripresa economica, che potrebbe aver indotto le imprese ad adottare un cauto approccio "attendista" rispetto al finanziamento di ulteriori ingenti investimenti in conto capitale.

Nel 2004 è rallentato altresì il finanziamento indiretto delle imprese non finanziarie tramite società finanziarie non monetarie. Queste ultime includono le consociate finanziarie delle imprese non finanziarie, le società veicolo (*special-purpose vehicles*) e altre società che svolgono attività di raccolta fondi per conto di banche.

Il tasso di crescita sui dodici mesi delle emissioni nette di titoli di debito delle società finanziarie non monetarie è sceso dal 22,3 al 13,2 per cento tra la fine del 2003 e la fine del 2004; malgrado il calo, la dinamica è risultata elevata

Figura 19 Debito delle società non finanziarie: contributi al tasso di crescita sul periodo corrispondente

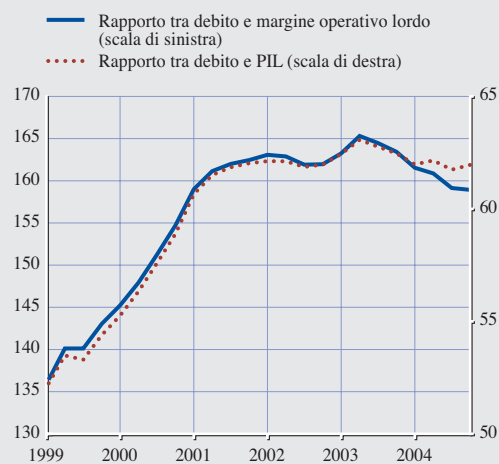
(punti percentuali)



Fonte: BCE.

Figura 20 Indicatori di bilancio per le società non finanziarie

(in percentuale)



Fonti: BCE e Eurostat.

Nota: I dati del quarto trimestre del 2004 sono stati stimati sulla base delle statistiche monetarie e bancarie e delle statistiche sulle emissioni di titoli. I debiti finanziari risultano in qualche misura inferiori sulla base dei conti finanziari trimestrali rispetto ai conti finanziari annuali, principalmente a causa dell'esclusione dal computo del debito dei prestiti dai settori non finanziari e dalle banche al di fuori dell'area dell'euro.

in confronto ai volumi di emissione degli altri settori.

Il tasso di crescita annuo delle emissioni di azioni quotate delle società non finanziarie nell'area dell'euro è stato pari allo 0,9 per cento a fine 2004, un valore pressoché invariato rispetto a quelli molto modesti dei due anni precedenti. Lo scarso ricorso a questa fonte di finanziamento riflette sia il limitato fabbisogno di finanziamento esterno delle società non finanziarie, sia il basso costo delle fonti di finanziamento alternative. In una certa misura, il basso volume di emissioni di azioni quotate è anche il risultato di una serie di interventi di natura più strutturale, quali la revoca della quotazione di titoli e le operazioni di riacquisto di azioni proprie, condotti prevalentemente da società che hanno generato sufficienti flussi di cassa per poter reinvestire nelle proprie attività e riacquistare le proprie azioni.

Le favorevoli condizioni di finanziamento hanno determinato un lieve miglioramento dei bilanci delle imprese nel 2004 (cfr. figura 20). In una prospettiva storica, gli indici di indebitamento delle società hanno continuato a collocarsi su un livello elevato. Per effetto del calo generalizzato dei tassi di interesse applicati dalle IFM, essi tuttavia non si sono tradotti in un marcato aumento dei costi di servizio del debito delle società non finanziarie negli ultimi anni.

2.3 I PREZZI

Nel 2004 l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC nell'area dell'euro si è collocata in media al 2,1 per cento, invariata rispetto all'anno precedente (cfr. tavola 1). Tale andamento è principalmente riconducibile alle pressioni al rialzo esercitate dal rincaro del petrolio e dagli ulteriori aumenti delle imposte indirette e dei prezzi amministrati, da un lato, cui si sono

contrapposti l'ulteriore apprezzamento dell'euro, la modesta dinamica della domanda e il sostanziale calo della crescita sui dodici mesi dei prezzi dei prodotti alimentari non trasformati, dall'altro. Nonostante il considerevole impatto al rialzo delle quotazioni petrolifere sui prezzi al consumo, non vi sono evidenze di un significativo accumulo di pressioni inflazionistiche nell'area dell'euro. L'incremento dei prezzi alla produzione è risultato pari al 2,3 per cento nella media del 2004, contro l'1,4 registrato nel 2003, e riflette principalmente i rincari dei prodotti energetici e degli altri beni intermedi. Tuttavia, sono pochi i segnali che indicano una significativa trasmissione di questi aumenti alle fasi di produzione successive. Analogamente, gli incrementi salariali sono rimasti contenuti nel 2004, nel contesto di una dinamica della crescita e del mercato del lavoro che permane modesta.

Nel gennaio del 2005, l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC è scesa all'1,9 per cento, pari a un calo di 0,5 punti percentuali rispetto a dicembre 2004. Questa riduzione è ascrivibile sostanzialmente a tutte le componenti dello IAPC ed è stata in parte determinata dal confronto con lo stesso periodo dell'anno precedente. Essa ha anche riflesso la riduzione del

tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi degli energetici, il calo di quelli degli alimentari freschi e un impatto più forte che in passato delle offerte promozionali registrato in alcuni paesi dell'area.

L'INFLAZIONE HA RIFLESSO L'ANDAMENTO DELLE COMPONENTI PIÙ VARIABILI DELL'INDICE

L'andamento dell'inflazione complessiva nel 2004 è ampiamente riconducibile alle componenti più variabili dello IAPC, in particolare a quella energetica e, in misura inferiore, ai prodotti alimentari non trasformati (cfr. figura 21).

Nel 2004 l'aumento dei prezzi del petrolio è stato superiore alle attese; nel dicembre di quell'anno il prezzo medio in euro di un barile di greggio Brent era del 25 per cento superiore alla media osservata nello stesso mese del 2003 (cfr. il riquadro 5 per ulteriori dettagli sull'impatto dei prezzi del petrolio sull'economia dell'area dell'euro). Tale rincaro ha esercitato un forte impatto diretto sui prezzi al consumo dei prodotti energetici (saliti in media del 4,5 per cento nel 2004, contro il 3,0 per cento nel 2003), aggiungendo 0,4 punti percentuali al tasso di inflazione medio, il più elevato contributo all'inflazione registrato negli ultimi quattro anni (cfr. figura 22).

Tavola I Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

| | 2002 | 2003 | 2004 | 2003 4° trim. | 2004 1° trim. | 2004 2° trim. | 2004 3° trim. | 2004 4° trim. | 2004 dic. | 2005 gen. |
|---|------|------|------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|--------------|--------------|
| Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti | | | | | | | | | | |
| Indice complessivo | 2,3 | 2,1 | 2,1 | 2,0 | 1,7 | 2,3 | 2,2 | 2,3 | 2,4 | 1,9 |
| Beni energetici | -0,6 | 3,0 | 4,5 | 1,6 | -1,5 | 4,8 | 6,3 | 8,5 | 6,9 | 6,2 |
| Alimentari trasformati | 3,1 | 3,3 | 3,4 | 3,8 | 3,5 | 3,9 | 3,6 | 2,8 | 3,2 | 2,8 |
| Alimentari non trasformati | 3,1 | 2,1 | 0,6 | 3,6 | 2,2 | 1,5 | -0,3 | -0,7 | 0,0 | -0,6 |
| Beni industriali non energetici | 1,5 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,7 | 0,9 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,5 |
| Servizi | 3,1 | 2,5 | 2,6 | 2,4 | 2,6 | 2,6 | 2,6 | 2,7 | 2,7 | 2,4 |
| Altri indicatori di prezzi e costi | | | | | | | | | | |
| Prezzi alla produzione | | | | | | | | | | |
| nell'industria ¹⁾ | -0,1 | 1,4 | 2,3 | 1,0 | 0,2 | 2,0 | 3,1 | 3,8 | 3,5 | . |
| Prezzo del petrolio (euro per barile) ²⁾ | 26,5 | 25,1 | 30,5 | 24,5 | 25,0 | 29,3 | 33,3 | 34,5 | 30,0 | 33,6 |
| Prezzi delle materie prime ³⁾ | -0,9 | -4,5 | 10,8 | -1,2 | 9,8 | 20,9 | 11,9 | 1,3 | -0,2 | -1,9 |

Fonti: Eurostat, Thomson Financial Datastream e HWWA.

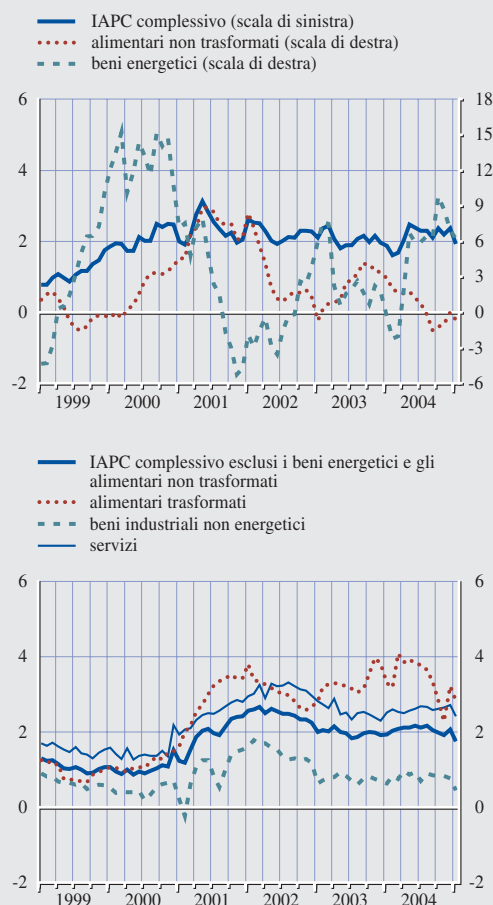
1) Escluse le costruzioni.

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

3) Esclusi i beni energetici; dati in euro.

Figura 21 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)

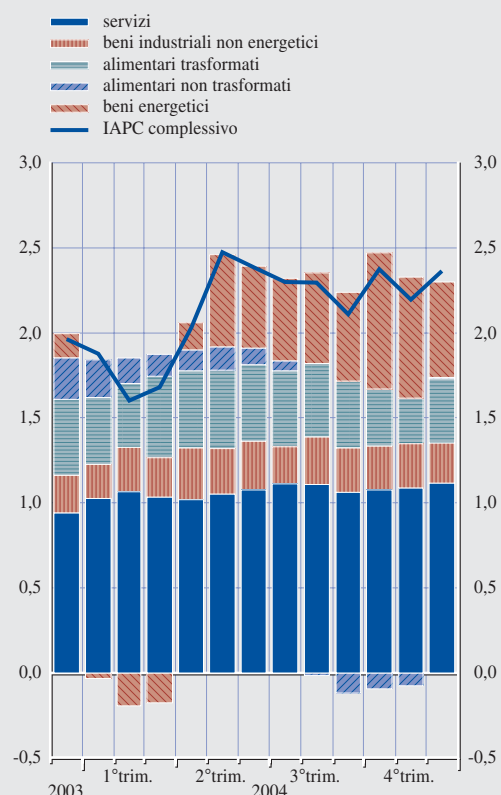


Fonte: Eurostat.

Sospinta da forti effetti base relativi alla componente energetica dello IAPC, l'inflazione sui dodici mesi è scesa a circa l'1,7 per cento nel primo trimestre del 2004, per poi risalire, in linea con gli inattesi rincari dei beni energetici, e toccare un massimo del 2,5 per cento in maggio. Tale pressione al rialzo ha più che compensato l'impatto frenante dei prezzi dei prodotti alimentari non trasformati, cresciuti in media dello 0,6 per cento nel 2004, contro il 2,1 del 2003. Nel periodo estivo e autunnale, i prezzi dei prodotti alimentari non trasformati hanno beneficiato di condizioni meteorologiche favorevoli, contenendo la dinamica complessiva dello IAPC, che tuttavia si è mantenuto lieve-

Figura 22 Contributi alla crescita dello IAPC

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



Fonte: Eurostat.

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

mente al di sopra del 2 per cento fino alla fine dell'anno.

L'inflazione nel 2004 ha risentito anche delle pressioni esercitate da altri fattori esterni. In particolare, i prezzi delle materie prime non petrolifere sono aumentati vigorosamente nella prima metà dell'anno, per poi registrare un andamento più moderato. Tuttavia, il significativo apprezzamento dell'euro ha in parte compensato l'impatto inflazionistico dei rincari di tali materie prime e del petrolio.

Le componenti meno variabili dello IAPC hanno in parte contribuito alla persistenza

dell'inflazione nel 2004, principalmente in connessione con le manovre sulle imposte indirette e con l'andamento dei prezzi amministrati. Come nel 2003, gli ulteriori aumenti delle imposte sui tabacchi in diversi paesi dell'area dell'euro hanno contribuito a una significativa pressione al rialzo sui prezzi dei prodotti alimentari trasformati che si è tradotta in un tasso di crescita medio del 3,4 per cento (contro il 3,3 nel 2003). Il tasso di variazione dei prezzi dei

beni industriali non energetici si è collocato allo 0,8 per cento nella media del 2004, invariato rispetto al 2003, ma sarebbe diminuito in assenza degli aumenti dei prezzi amministrati, in particolare relativi ai prodotti sanitari e a quelli farmaceutici. Analogamente, gli interventi governativi sui prezzi amministrati nel settore della sanità hanno innescato significativi rincari dei servizi medici, dentistici e ospedalieri, che a loro volta spiegano la crescita

Riquadro 5

I PREZZI DEL PETROLIO E L'ECONOMIA DELL'AREA DELL'EURO

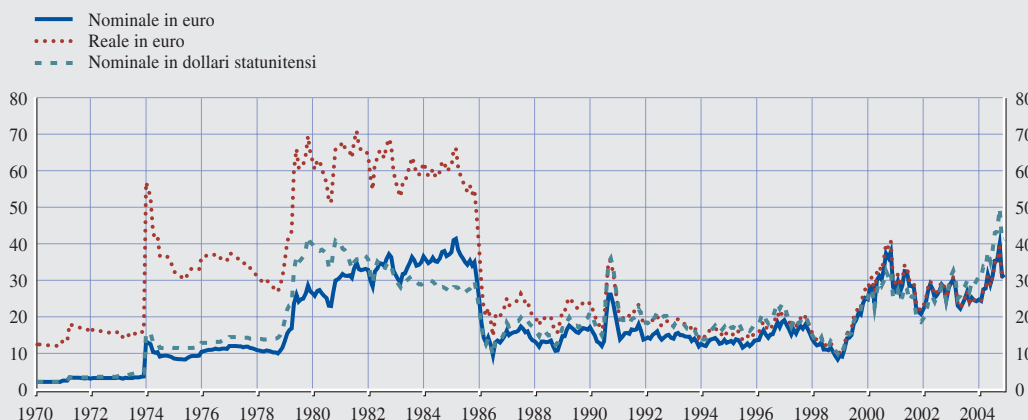
Il presente riquadro descrive l'andamento dei corsi petroliferi nel 2004 e i suoi effetti sull'economia dell'area dell'euro. A tal fine, dopo aver messo in prospettiva storica i rincari del 2004, si descrivono i diversi canali tramite cui i prezzi del petrolio influiscono sull'inflazione e sulla crescita economica dell'area. Si conclude infine offrendo una valutazione provvisoria dell'impatto del rincaro del petrolio, sottolineando tuttavia come alcuni effetti non vengano colti dai modelli.

L'andamento dei prezzi del petrolio in una prospettiva di più lungo termine

Nel 2004 i prezzi del petrolio (espressi in dollari statunitensi) sono saliti a livelli record in termini nominali. Tali rincari, tuttavia, presentano significative differenze rispetto a eventi analoghi

Figura A Prezzo del petrolio greggio (qualità Brent)

(al barile)



Fonti: FMI ed elaborazioni della BCE.

Nota: I prezzi del petrolio in termini reali permettono di confrontare, relativamente a diversi periodi di tempo, gli effetti delle variazioni del prezzo del petrolio sul potere d'acquisto. Sono calcolati deflazionando i prezzi del petrolio nominali con l'indice IAPC per l'area dell'euro, utilizzando come periodo base dicembre 2004. Precedentemente al 1990 sono stati utilizzati gli indici dei prezzi al consumo nazionali.

del passato. In primo luogo, il rialzo del 2004 è considerevolmente inferiore a quelli registrati in occasione di altri importanti shock ai prezzi del petrolio (cfr. tavola). In media, il prezzo del greggio Brent è aumentato nel 2004 del 33 per cento rispetto al 2003. Inoltre, l'apprezzamento complessivo della moneta unica rispetto al dollaro statunitense nel 2004 ha fatto sì che l'incremento dei prezzi in euro sia stato del 20 per cento nel 2004. In secondo luogo, se depurati dell'inflazione (ovvero in termini reali), nel 2004 i prezzi del petrolio si sono collocati su livelli significativamente inferiori a quelli raggiunti nei precedenti periodi (cfr. figura A). In terzo luogo, i fattori che hanno indotto i rincari del 2004 sono diversi da quelli che hanno caratterizzato i precedenti shock petroliferi. Contrariamente a quanto avvenuto nel 1973, 1979, 1990 e 1999, quando i rincari erano principalmente riconducibili a gravi problemi dal lato dell'offerta, i prezzi del petrolio nel 2004 hanno risentito di una varietà di fattori, fra cui una domanda vigorosa, superiore alle attese, il calo dell'eccesso di capacità produttiva globale e i timori circa la sicurezza della fornitura da alcuni paesi produttori.

Incrementi nominali del prezzo del petrolio su diversi periodi

(variazioni percentuali delle medie annuali)

| | 1973-1974 | 1978-1979 | 1999-2000 | 2003-2004 |
|-------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| In dollari statunitensi | 204 | 125 | 60 | 33 |
| In euro | 210 | 110 | 84 | 20 |

Fonti: FMI ed elaborazioni della BCE.

La trasmissione delle variazioni dei prezzi petroliferi all'inflazione nell'area dell'euro

Nell'analizzare l'impatto del rincaro del petrolio sui prezzi dell'area dell'euro, è utile distinguere fra effetti diretti, indiretti e di secondo impatto¹. Gli effetti diretti si riferiscono alla pressione esercitata da una variazione del prezzo del petrolio sullo IAPC complessivo, tramite il suo effetto immediato sui prezzi al consumo dell'energia. La componente energetica rappresenta l'8 per cento dello IAPC e il suo andamento è strettamente correlato a quello dei prezzi

1 Cfr. anche l'articolo *I prezzi del petrolio e l'economia dell'area dell'euro* nel numero di novembre 2004 del Bollettino mensile e il riquadro *Andamenti recenti delle quotazioni petrolifere e il loro impatto sui prezzi nell'area dell'euro* nel numero di luglio dello stesso Bollettino.

Figura B Prezzo del petrolio e contributo delle componenti energetiche all'inflazione armonizzata

(contributo in punti percentuali salvo diversa indicazione)

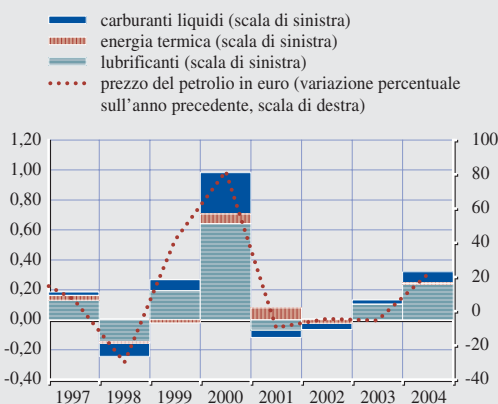
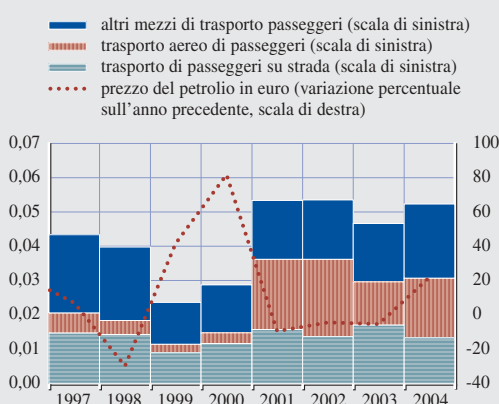


Figura C Prezzo del petrolio e contributo delle componenti dei trasporti all'inflazione armonizzata

(contributo in punti percentuali salvo diversa indicazione)



Fonti: Eurostat, Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.

del petrolio in euro. La figura B mostra il contributo delle principali voci di tale componente all'inflazione annuale e l'andamento dei prezzi del petrolio. Questa figura indica come gli effetti diretti si manifestino entro un anno dall'incremento dei corsi petroliferi.

Gli effetti indiretti si riferiscono invece alla possibilità che, in aggiunta agli effetti diretti, uno shock petrolifero possa influire sui prezzi di altri prodotti e servizi, tramite il suo impatto sui prezzi degli input energetici. Ciò potrà produrre un incremento più generale dei prezzi, la cui entità tuttavia dipenderà anche dalla misura in cui i margini di profitto riescono ad assorbire l'aumento dei costi. A titolo illustrativo, la figura C presenta l'effetto indiretto trasmesso attraverso le componenti dello IAPC collegate ai trasporti. Il loro contributo all'inflazione complessiva misurata sullo IAPC tende a verificarsi con un certo ritardo rispetto al rincaro del petrolio. Va tuttavia notato che anche altri fattori hanno un impatto su queste componenti, e che altre componenti dello IAPC risentono in modo indiretto della dinamica dei prezzi del petrolio.

Infine, gli effetti di secondo impatto fanno riferimento alla possibilità che, oltre agli impatti diretti e indiretti citati sopra, uno shock al prezzo del petrolio possa influire ulteriormente sull'inflazione inducendo un incremento dei salari teso a compensare il calo di reddito reale. Questi effetti tendono a verificarsi con un certo ritardo. Tipicamente, il loro verificarsi dipende, oltre che dalle attese circa la persistenza dello shock, anche dalla misura in cui il quadro economico, e in particolare la situazione del mercato del lavoro, incoraggiano un aumento delle rivendicazioni salariali. Nel 2004, gli effetti di secondo impatto collegati allo shock sul prezzo del petrolio sono rimasti contenuti per effetto della posizione ciclica dell'economia dell'area dell'euro e delle condizioni del mercato del lavoro. È inoltre possibile che il minor ricorso all'indicizzazione dei salari rispetto agli anni settanta e ottanta abbia contribuito a ridurre l'impatto dell'inflazione sul processo di formazione dei salari.

La trasmissione della dinamica dei prezzi del petrolio alla crescita del prodotto nell'area dell'euro

Uno shock al prezzo del petrolio agisce sull'economia reale principalmente attraverso due canali. Il primo è il lato dell'offerta: il petrolio è infatti un importante input nel processo produttivo e un suo rincaro implica, soprattutto nel breve termine, un aumento dei costi di produzione, data la limitata possibilità di sostituirlo con altre fonti di energia. L'aumento del costo del petrolio potrà indurre una riduzione del livello del prodotto, che a sua volta potrà implicare un calo della domanda di altri fattori di produzione, fra cui il lavoro. Il secondo è il lato della domanda: un rialzo dei prezzi del petrolio comporta infatti un peggioramento delle ragioni di scambio delle economie importatrici nette di petrolio (come l'area dell'euro). La risultante riduzione del reddito reale si traduce quindi in una diminuzione della domanda interna, nella misura in cui non viene compensata da una riduzione del risparmio o da un aumento dell'indebitamento. Ci sono infine altri canali, più difficili da misurare, attraverso i quali gli effetti di uno shock al prezzo del petrolio si trasmettono all'economia reale, quali il clima di fiducia o i mercati azionari.

La valutazione mediante modelli dell'impatto del rincaro del petrolio

L'impatto dell'aumento del prezzo del petrolio osservato nell'ultimo anno sull'inflazione e la crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro può essere stimato usando diversi modelli. In genere, le stime indicano che un incremento del 20 per cento del prezzo del petrolio

contribuisce a innalzare l'inflazione dell'area dell'euro di un ammontare di circa 0,2 punti percentuali nel primo anno, con un ulteriore impatto di circa 0,1 punti atteso per i due anni successivi. Per quanto riguarda la crescita del PIL in termini reali, l'impatto stimato risulterebbe in un calo compreso fra -0,1 e -0,3 punti percentuali nel primo anno producendo effetti solo di minor rilievo nel secondo e terzo ².

Tuttavia, i risultati di queste simulazioni devono essere interpretati con molta cautela. Da un lato è necessario tenere presenti diversi *caveat*, fra cui la possibile esistenza di non linearità e asimmetrie, e il fatto che i modelli non colgono tutti i possibili canali di trasmissione. Dall'altro, va osservato che diversi fattori strutturali indicano che negli anni recenti l'economia dell'area dell'euro è diventata più resistente agli shock, con il risultato che gli esercizi di simulazione potrebbero sovrastimarne l'impatto. Rispetto agli anni settanta, l'intensità petrolifera del prodotto e la quota del petrolio nel consumo totale dell'energia sono diminuiti significativamente nell'area dell'euro. Inoltre, i mercati del lavoro e dei beni sembrano essere diventati lievemente più flessibili, e ciò consente una più ordinata e rapida riallocazione delle risorse, riducendo l'impatto di uno shock petrolifero sull'economia. Infine, l'impatto dei rincari del petrolio sull'economia dell'area dell'euro dipende anche dalla credibilità e dall'adeguatezza delle risposte di politica monetaria e ciò aggiunge incertezza alla valutazione.

Tuttavia, è chiara la necessità di procedere con ulteriori riforme strutturali che accrescano la capacità dell'economia dell'area dell'euro di adeguarsi con sempre maggiore facilità e rapidità agli shock futuri. In particolare, sarebbe utile accrescere il grado di concorrenza effettiva nel settore dell'energia, dato che ciò favorirà l'assorbimento dei rincari del petrolio senza distorsioni significative. A tal fine, è preferibile non compensare il rincaro del petrolio con misure fiscali quali la riduzione delle imposte, dato che questa accrescerebbe le distorsioni esistenti nella riallocazione delle risorse senza incentivare gli agenti economici ad adeguarsi a tale shock esterno.

2 Per ulteriori informazioni cfr. anche l'articolo citato nella nota 1.

complessiva dei prezzi dei servizi, dal 2,5 del 2003 al 2,6 per cento dello scorso anno. Anche l'impatto al rialzo dei prezzi dell'energia sui costi dei trasporti ha contribuito, sia pure in misura inferiore, al rincaro dei servizi nel loro insieme. Il riquadro 5 descrive in dettaglio l'effetto delle quotazioni petrolifere sull'economia dell'area dell'euro.

LA DINAMICITÀ DEI PREZZI DEGLI IMMOBILI RESIDENZIALI

I prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro (non compresi nel paniere dello IAPC) hanno continuato ad aumentare vigorosamente nel 2004, crescendo del 6,9 per cento nel primo semestre rispetto al periodo corrispondente del 2003. Tale aumento nasconde andamenti disomogenei tra i diversi paesi dell'area dell'euro, con incrementi a due cifre in Spagna, Irlanda, Francia e Italia, a fronte di un lieve calo in Ger-

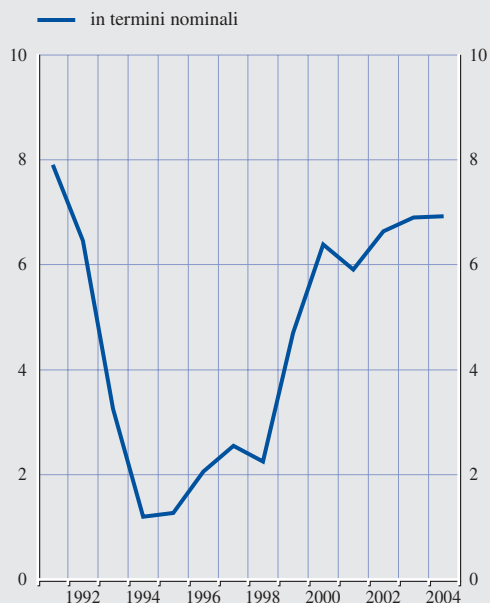
mania. I dati disponibili per la seconda metà dell'anno indicano un proseguimento di tale dinamica vigorosa, facendo del 2004 il quarto anno consecutivo in cui i prezzi degli immobili residenziali aumentano di circa il 6-7 per cento (cfr. figura 23). Questi rincari robusti e prolungati, tuttavia, seguono una fase di rialzi relativamente modesti (inferiori al 3 per cento) a metà degli anni novanta.

AUMENTANO I PREZZI ALLA PRODUZIONE NELLE PRIME FASI DEL PROCESSO DI PRODUZIONE

Il ritmo di crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali (al netto delle costruzioni) per l'area dell'euro è aumentato in modo stabile nel corso del 2004 (cfr. figura 24). L'incremento è stato più sostenuto nel secondo trimestre ed è stato principalmente sospinto dall'accelerazione dei prezzi dell'energia e degli altri beni intermedi, in linea con

Figura 23 Andamenti dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro

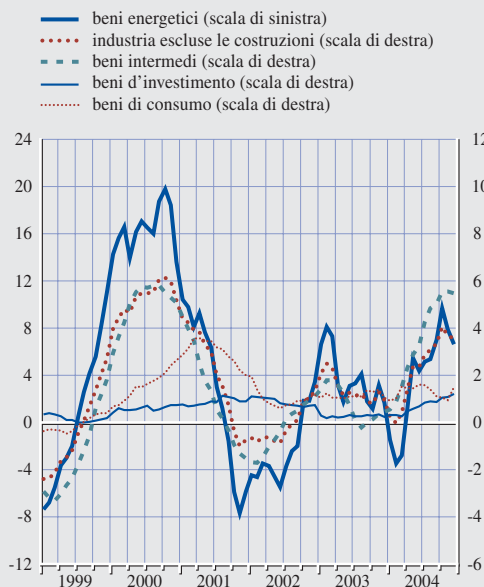
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati annuali)



Fonte: elaborazioni della BCE sulla base di dati nazionali non armonizzati.
Nota: per il 2004, dati relativi alla prima metà dell'anno.

Figura 24 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

gli andamenti registrati dalle corrispondenti materie di base, che hanno esercitato pressioni sui prezzi degli input nelle prime fasi del processo di produzione. In media, i prezzi dei beni intermedi sono aumentati del 3,5 per cento nel 2004, contro lo 0,8 nel 2003.

Tuttavia, non ci sono forti segnali di un significativo accumulo di pressioni inflazionistiche nelle fasi di produzione successive. In media, l'aumento dei prezzi alla produzione dei beni

destinati al consumo finale è stato dell'1,3 per cento, inferiore alla media storica ma superiore all'incremento dell'1,1 per cento registrato nella media del 2003. Una parte significativa dei rincari rispetto al 2003 è riconducibile all'aumento delle imposte sui tabacchi. Più in generale, dato il ritardo con cui le pressioni dei costi degli input si trasmettono alle fasi di produzione successive, è possibile che gli effetti dei rincari delle materie prime sui prezzi alla produzione dei beni di consumo, già manifestatisi nelle fasi

Tavola 2 Indicatori del costo del lavoro

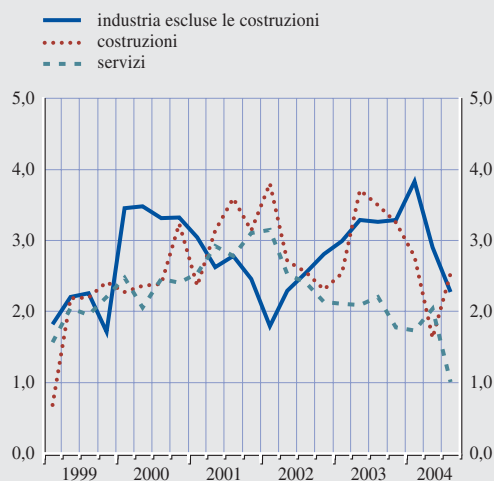
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

| | 2003 | 2002 | 2004 | 2003 4° trim. | 2004 1° trim. | 2004 2° trim. | 2004 3° trim. | 2004 4° trim. |
|--|------|------|------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Retribuzioni contrattuali | 2,7 | 2,4 | 2,2 | 2,2 | 2,3 | 2,3 | 2,0 | 2,2 |
| Costo orario complessivo del lavoro | 3,7 | 2,8 | . | 2,3 | 2,8 | 2,2 | 1,9 | . |
| Retribuzioni lorde mensili | 3,0 | 2,6 | . | 2,5 | 2,6 | 2,5 | 2,3 | . |
| Redditi per occupato | 2,5 | 2,3 | . | 2,2 | 2,2 | 2,1 | 1,4 | . |
| Produttività del lavoro | 0,3 | 0,3 | . | 0,6 | 1,2 | 1,7 | 1,3 | . |
| Costo del lavoro per unità di prodotto | 2,2 | 2,0 | . | 1,5 | 1,0 | 0,4 | 0,1 | . |

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Figura 25 Redditi per occupato per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

precedenti di produzione, abbiano solo iniziato a manifestarsi in maniera sostenuta all'inizio del 2005. Tuttavia, è anche possibile che le deboli condizioni della domanda impediscano alle imprese di trasferire ai consumatori i rincari dell'energia e degli altri beni intermedi.

LA CRESCITA DEL COSTO DEL LAVORO NEL 2004 È STATA MODERATA

Gli indicatori dei salari e del costo del lavoro nell'area dell'euro segnalano l'ulteriore allentamento delle pressioni nel 2004 (cfr. tavola 2). Il tasso di crescita dei redditi per occupato ha fatto segnare in media una diminuzione nel primo semestre dello scorso anno, al 2,2 per cento dal 2,4 nel 2003. La flessione è stata abbastanza generalizzata a livello settoriale (cfr. figura 25), pur risultando più marcata per i servizi diretti al mercato. I dati disponibili sui redditi per occupato indicano nella seconda metà del 2004 un'ulteriore moderazione della crescita salariale, confermata anche da altri indicatori

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

(variazioni percentuali, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

| | Variazioni annuali ¹⁾ | | | | | Variazioni trimestrali ²⁾ | | | | | | | |
|---|----------------------------------|------|------|------------------|------------------|--------------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| | 2002 | 2003 | 2004 | 2003 4° trim. | 2004 1° trim. | 2004 2° trim. | 2004 3° trim. | 2004 4° trim. | 2003 4° trim. | 2004 1° trim. | 2004 2° trim. | 2004 3° trim. | 2004 4° trim. |
| PIL a prezzi costanti | 0,9 | 0,5 | 1,8 | 0,8 | 1,6 | 2,2 | 1,9 | 1,6 | 0,4 | 0,7 | 0,5 | 0,2 | 0,2 |
| <i>di cui:</i> | | | | | | | | | | | | | |
| Domanda interna | 0,4 | 1,2 | 1,9 | 1,5 | 1,2 | 1,7 | 2,6 | 1,9 | 1,0 | 0,3 | 0,3 | 0,9 | 0,3 |
| Consumi delle famiglie | 0,7 | 1,0 | 1,1 | 0,6 | 1,2 | 1,2 | 0,9 | 1,3 | 0,0 | 0,8 | 0,0 | 0,1 | 0,5 |
| Consumi collettivi | 3,1 | 1,6 | 1,6 | 1,4 | 1,9 | 1,8 | 1,5 | 1,2 | 0,5 | 0,2 | 0,4 | 0,4 | 0,2 |
| Investimenti fissi lordi | -2,5 | -0,6 | 1,7 | 0,2 | 1,2 | 1,9 | 2,1 | 1,6 | 1,1 | -0,1 | 0,5 | 0,6 | 0,6 |
| Variazioni delle scorte ³⁾⁴⁾ | -0,1 | 0,4 | 0,5 | 0,8 | -0,1 | 0,2 | 1,3 | 0,5 | 0,7 | -0,1 | 0,1 | 0,7 | -0,1 |
| Esportazioni nette ⁵⁾ | 0,5 | -0,6 | 0,0 | -0,6 | 0,4 | 0,6 | -0,6 | -0,3 | -0,6 | 0,4 | 0,2 | -0,7 | -0,2 |
| Esportazioni ⁵⁾ | 1,9 | 0,2 | 5,6 | 0,2 | 3,6 | 7,2 | 5,6 | 6,0 | 0,1 | 1,4 | 2,7 | 1,3 | 0,5 |
| Importazioni ⁵⁾ | 0,5 | 2,0 | 5,9 | 2,0 | 2,8 | 6,0 | 7,8 | 7,1 | 1,7 | 0,4 | 2,4 | 3,1 | 1,0 |
| Valore aggiunto lordo a prezzi costanti | | | | | | | | | | | | | |
| <i>di cui:</i> | | | | | | | | | | | | | |
| Industria escluse costruzioni | 0,4 | 0,2 | 2,2 | 0,9 | 1,3 | 3,6 | 2,6 | 1,2 | 0,8 | 0,8 | 1,1 | -0,1 | -0,6 |
| Costruzioni | -0,2 | -1,5 | 0,8 | -1,0 | 0,8 | 1,1 | 0,6 | 0,8 | 0,1 | 0,6 | 0,5 | -0,7 | 0,3 |
| Servizi esclusivamente destinati al mercato ⁶⁾ | 1,0 | 0,9 | 1,9 | 0,9 | 1,5 | 2,4 | 1,8 | 2,0 | 0,1 | 0,8 | 0,8 | 0,2 | 0,3 |

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Variazioni percentuali sul periodo corrispondente.

2) Variazioni percentuali sul trimestre precedente.

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

4) Includere le acquisizioni nette di oggetti di valore.

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

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

del costo del lavoro. Il tasso di crescita sui dodici mesi delle retribuzioni contrattuali è stato pari al 2,2 per cento nella media del 2004, contro il 2,4 nel 2003. L'evidenza aneddotica desumibile dagli accordi salariali siglati in diversi paesi dell'area nel periodo fino alla fine del 2004 non segnala la presenza di effetti di secondo impatto riconducibili al rincaro del petrolio. Anche il tasso di crescita sui dodici mesi del costo orario del lavoro ha fatto segnare una graduale flessione nel corso del 2004, aumentando in media di un ammontare significativamente inferiore rispetto al 2003. La modesta crescita del PIL in termini reali e le contenute pressioni sul mercato del lavoro dell'area dell'euro hanno fatto sì che la dinamica salariale sia rimasta contenuta nel 2004.

La moderata crescita dei salari, combinata al recupero della produttività del lavoro verso un tasso di crescita media dell'1,4 per cento nei primi tre trimestri del 2004, ha indotto un significativo calo del ritmo di crescita del costo del lavoro per unità di prodotto, allo 0,5 per cento nei tre trimestri considerati, dal 2,0 per cento nel 2003.

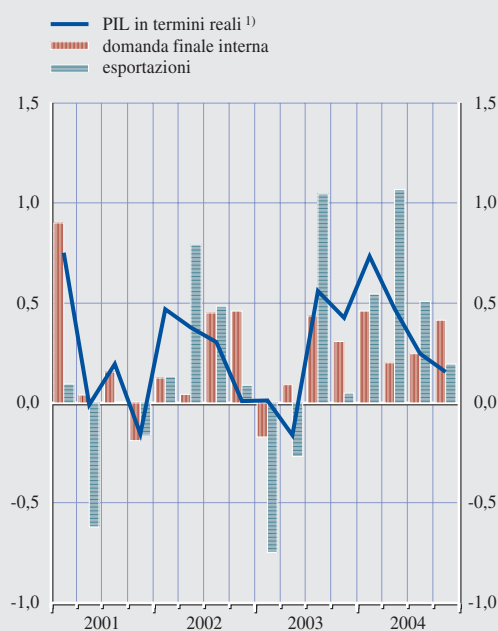
2.4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

LA RIPRESA ECONOMICA È PROSEGUITA NEL 2004

La ripresa dell'attività economica nell'area dell'euro, iniziata nella seconda metà del 2003, è proseguita nel 2004. La crescita complessiva del PIL nel 2004, collocata al tasso più elevato osservato dal 2000, all'1,8 per cento, è stata sostanzialmente in linea con le attese formulate verso la fine del 2003. La ripresa è stata trainata dal vigore delle esportazioni, che nel 2004 sono state superiori del 5,6 per cento al 2003. Anche la domanda interna si è collocata su livelli più elevati, in particolare per quanto riguarda gli investimenti. Tuttavia, diversi andamenti non totalmente previsti hanno impedito un rafforzamento della ripresa nel corso del 2004. In particolare, la crescita sul trimestre precedente è stata più sostenuta nella prima metà dell'anno

Figura 26 Contributi alla crescita trimestrale del PIL in termini reali

(contributi trimestrali in punti percentuali; dati destagionalizzati)



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

che nella seconda. Su di essa hanno gravato l'andamento dei corsi petroliferi e dei tassi di cambio, mentre il miglioramento solo graduale delle condizioni del mercato del lavoro e il basso livello di fiducia dei consumatori hanno contribuito all'indebolimento dei consumi privati.

Dalla metà del 2003 alla metà del 2004 la ripresa è stata sospinta in larga misura dalla crescita delle esportazioni, mentre il contributo della domanda finale interna (al netto delle variazioni delle scorte) è stato relativamente modesto (cfr. figura 26). Il rallentamento della crescita sul trimestre precedente nella seconda metà del 2004 è riconducibile soprattutto a una netta riduzione del contributo proveniente dal comparto esterno, solo parzialmente compensata da una graduale ripresa della domanda finale interna. Il contributo derivante dalle scorte in alcuni trimestri durante la ripresa è stato relativamente significativo, ma anche

volatile. Ad eccezione delle variazioni delle scorte, questi andamenti sono sostanzialmente in linea con le caratteristiche delle riprese osservate negli ultimi decenni nell'area dell'euro.

Dal lato interno, la crescita media sul trimestre precedente dei consumi privati è stata relativamente modesta durante il 2004, rispecchiando oltre al debole andamento del mercato del lavoro anche il perdurare dell'incertezza circa l'attuazione delle riforme strutturali necessarie

(per maggiori dettagli sui progressi delle riforme strutturali cfr. il riquadro 6), che probabilmente ha influito sul clima di fiducia dei consumatori. Gli investimenti fissi lordi sono aumentati in misura considerevole nel corso del 2004, nonostante l'impatto negativo di flessioni rilevanti nella crescita degli investimenti del settore delle costruzioni tedesche durante la prima metà dell'anno e di minori investimenti pubblici durante la seconda metà.

Riquadro 6

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

Le riforme strutturali dei mercati del lavoro e dei beni sono essenziali per aumentare il potenziale di crescita economica europea, facilitare l'adattamento e accrescere la capacità di tenuta agli shock. L'adozione di misure atte a incrementare il tasso di crescita economica potenziale si rende ancor più necessaria in considerazione dell'impatto negativo sulla futura offerta di lavoro che plausibilmente deriverà dall'invecchiamento della popolazione. Nel marzo 2000 il Consiglio europeo di Lisbona ha introdotto un ambizioso programma di riforme volte a fare dell'UE, entro il 2010, l'economia basata sulla conoscenza più dinamica e competitiva al mondo. La relazione presentata nel novembre 2004 dal gruppo ad alto livello presieduto da Wim Kok¹ ha costituito il punto di partenza per la valutazione intermedia di tale strategia. Nel febbraio 2005, nella relazione di primavera al Consiglio europeo, la Commissione europea ha sollecitato un maggiore coinvolgimento a livello nazionale per la realizzazione della strategia di Lisbona, una semplificazione e ottimizzazione del relativo programma nonché una maggiore attenzione alla crescita e all'occupazione. La valutazione intermedia della strategia è stata conclusa dal Consiglio europeo nel marzo 2005. Il presente riquadro passa in rassegna i progressi compiuti nell'attuazione del programma di riforme dell'UE negli ultimi anni e in particolare nel 2004.

L'UE definisce le priorità basilari in vari settori della politica economica negli *Indirizzi di massima per le politiche economiche*. Tali priorità, a loro volta, costituiscono la base delle raccomandazioni di politica economica rivolte a ciascuno Stato membro. Per quanto attiene ai *mercati del lavoro*, gli Indirizzi per il periodo 2003-2005, integrati dall'aggiornamento effettuato nel 2004 per incorporare i nuovi Stati membri, sottolineano la necessità di: (a) migliorare gli effetti complessivi degli incentivi derivanti dai sistemi fiscali e dalle prestazioni sociali al fine di aumentare la convenienza economica del lavoro; (b) assicurare efficienti politiche attive del mercato del lavoro indirizzate ai gruppi più svantaggiati; (c) promuovere un'organizzazione del lavoro più flessibile e rivedere la normativa dei contratti di lavoro; (d) agevolare la mobilità geografica e professionale; (e) garantire che i sistemi di contrattazione salariale consentano alle retribuzioni di riflettere l'andamento della produttività.

¹ Per maggiori informazioni, cfr. la sezione 1.1 del capitolo 4.

Negli ultimi anni diversi paesi hanno attuato riforme dei sistemi fiscali e assistenziali tese a ridurre i costi non salariali del lavoro e a incentivare l'offerta di lavoro. Le aliquote di imposta sono state ridotte per le fasce di reddito medio-basse, così come sono stati diminuiti i contributi previdenziali a carico sia dei lavoratori sia dei datori di lavoro, in particolare per gli occupati con bassi salari. Inoltre, si sono compiuti progressi nell'accrescimento del tasso di occupazione fra le persone ai margini del mercato del lavoro. Alcuni Stati membri hanno rafforzato il ruolo delle agenzie di lavoro interinale e hanno allentato la legislazione sulla tutela dell'occupazione per i contratti a tempo determinato. Sono state altresì modificate le normative in materia di orari di lavoro per consentire un calcolo più flessibile del tetto massimo di ore di lavoro ammissibile nell'UE e, in taluni paesi, è stato esteso il diritto al lavoro part-time. Vi sono evidenze che le aziende hanno acquisito maggiore flessibilità nell'impiego delle risorse umane a seguito di riforme attuate in passato. Ad esempio, indicazioni recenti suggeriscono che l'adeguamento dell'orario di lavoro ha svolto un ruolo più importante nell'area dell'euro durante il rallentamento economico del 2001-2003 che nei cicli precedenti².

La maggior parte degli Stati membri dell'UE ha introdotto nel 2004 ulteriori riforme del mercato del lavoro, fra cui si annoverano il seguito delle riforme concernenti le imposte sul reddito, la ristrutturazione dei sistemi previdenziali e assistenziali nonché le politiche tese a elevare l'età media di pensionamento. Tuttavia, le riforme sembrano procedere più lentamente di quanto annunciato dai governi. Progressi limitati sono stati compiuti nell'attrarre più persone sul mercato del lavoro, nell'accrescere l'investimento in capitale umano e nel migliorare la capacità di lavoratori e imprese ad adattarsi all'evoluzione delle condizioni macroeconomiche. Continuano a costituire il settore prioritario di riforma le misure che mirano a contenere la disoccupazione di lunga durata mediante la riqualificazione e tendono ad aumentare la produttività del lavoro attraverso lo sviluppo professionale e delle competenze nonché mediante l'apprendimento lungo tutto l'arco della vita. Inoltre, ulteriori interventi sono necessari per incoraggiare la mobilità dei lavoratori, facilitando la trasferibilità dei diritti previdenziali e di assistenza medica nonché consentendo una differenziazione delle retribuzioni sulla base dei diversi andamenti della produttività a livello locale, regionale e settoriale.

Il programma di riforme strutturali per i *mercati dei beni* copre un vasto numero di campi. Tra i principali obiettivi, gli Indirizzi sollecitano gli Stati membri ad accrescere l'intensità della concorrenza nei mercati di beni e servizi con i seguenti interventi: (a) accelerare il recepimento nella legislazione nazionale delle direttive sul mercato interno; (b) liberalizzare ulteriormente il mercato delle commesse pubbliche; (c) assegnare poteri e risorse adeguati alle autorità responsabili della regolamentazione e della concorrenza, assicurandone l'indipendenza; (d) ridurre gli aiuti di Stato; (e) incoraggiare l'ingresso di nuovi operatori e una concorrenza efficace sui mercati delle industrie di rete.

La percentuale di norme comunitarie sull'attuazione del mercato interno non ancora recepite negli ordinamenti degli Stati membri (il cosiddetto "deficit di recepimento") è ulteriormente aumentata. Nonostante le diverse iniziative della Commissione europea volte a migliorare il funzionamento del mercato interno, in particolare nel settore dei servizi, sussistono tuttora ostacoli significativi al conseguimento di questo obiettivo, soprattutto nel settore menzionato. Molte di queste barriere sono riconducibili a regolamenti nazionali, come ad esempio procedure e

² Per maggiori informazioni, cfr. il riquadro *L'andamento del totale delle ore lavorate nell'area dell'euro* nel numero di ottobre 2004 del Bollettino mensile.

oneri amministrativi per aprire filiali in altri paesi dell'UE. All'inizio del 2004 le presidenze di Irlanda, Paesi Bassi, Lussemburgo e Regno Unito hanno approvato una iniziativa congiunta volta a rendere prioritarie le riforme normative nel corso del 2004 e del 2005 e a intraprendere sforzi per ridurre l'onere amministrativo. Molti paesi hanno intrapreso azioni per migliorare l'efficienza e la trasparenza delle procedure relative agli appalti pubblici. Inoltre, alcuni paesi hanno accresciuto i poteri e l'indipendenza delle autorità nazionali di regolamentazione e di tutela della concorrenza. Sembra che sia altresì proseguita negli anni recenti la tendenza a ridurre e a riorientare gli aiuti di Stato verso obiettivi orizzontali, sebbene essi continuino a svolgere un ruolo importante in alcuni settori, come quello dei trasporti. Gli Stati membri hanno continuato ad attuare riforme nella regolamentazione delle industrie di rete, benché il relativo programma in questo settore non sia stato ancora ultimato. Si dovrebbe incrementare ulteriormente la concorrenza effettiva in settori un tempo protetti, come quelli dell'elettricità e del gas.

In sintesi, nel 2004 sono stati compiuti ulteriori progressi nelle riforme strutturali, soprattutto per quanto concerne i mercati del lavoro, ma nel complesso il loro ritmo è rimasto insoddisfacente. Di conseguenza, con ogni probabilità l'UE non sarà in grado di conseguire gli obiettivi di Lisbona se gli Stati membri non aumentano vigorosamente gli sforzi profusi nell'attuazione delle riforme. Un rinnovato slancio nel processo delle riforme strutturali non solo aumenterà l'efficienza economica complessiva e favorirà le prospettive di crescita a più lungo termine, ma rafforzerà anche le basi per una ripresa economica sostenuta.

La dinamica della crescita economica nel 2004 è stata influenzata anche da fattori esterni specifici, fra cui l'andamento dei corsi petroliferi e del tasso di cambio. La crescita nell'area dell'euro è stata condizionata non solo dall'impatto diretto dei rincari petroliferi, sotto forma di accresciuti costi di produzione e ridotto potere d'acquisto dei redditi dei consumatori, bensì

anche indirettamente dall'impatto sul contesto internazionale. La forte espansione dell'attività economica mondiale osservata agli inizi del 2004 si è attenuata nella seconda metà dell'anno, a seguito fra l'altro dei rincari petroliferi registrati a partire da metà anno. Questi hanno così contribuito a ridurre la crescita della domanda esterna di prodotti esportati dall'area

Tavola 4 Evoluzione del mercato del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente e valori percentuali)

| | 2002 | 2003 | 2004 | 2002 | 2002 | 2003 | 2003 | 2003 | 2003 | 2004 | 2004 | 2004 | 2004 |
|--|------|------|------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | | | | 3°trim. | 4°trim. | 1°trim. | 2°trim. | 3°trim. | 4°trim. | 1°trim. | 2°trim. | 3°trim. | 4°trim. |
| Forze di lavoro | 1,0 | 0,7 | . | 0,1 | 0,1 | 0,2 | 0,2 | 0,1 | 0,1 | 0,2 | 0,1 | 0,2 | . |
| Occupazione | 0,6 | 0,2 | . | -0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | -0,0 | 0,1 | 0,2 | 0,2 | . |
| Agricoltura ¹⁾ | -2,1 | -2,5 | . | -0,8 | -0,7 | -0,9 | -0,6 | -0,1 | -0,1 | -0,4 | 0,1 | -0,1 | . |
| Industria ²⁾ | -1,2 | -1,5 | . | -0,4 | -0,5 | -0,3 | -0,3 | -0,5 | -0,5 | -0,5 | 0,3 | -0,2 | . |
| – escluse le costruzioni | -1,3 | -2,0 | . | -0,4 | -0,6 | -0,5 | -0,5 | -0,5 | -0,7 | -0,6 | -0,0 | -0,2 | . |
| – costruzioni | -0,7 | -0,2 | . | -0,3 | -0,1 | 0,1 | 0,4 | -0,4 | -0,0 | -0,2 | 1,2 | -0,1 | . |
| Servizi ³⁾ | 1,4 | 1,0 | . | 0,2 | 0,3 | 0,2 | 0,3 | 0,2 | 0,1 | 0,4 | 0,2 | 0,3 | . |
| Tassi di disoccupazione ⁴⁾ | | | | | | | | | | | | | |
| Totale | 8,2 | 8,7 | 8,8 | 8,3 | 8,4 | 8,6 | 8,7 | 8,7 | 8,8 | 8,9 | 8,8 | 8,8 | 8,8 |
| Meno di 25 anni | 16,8 | 17,6 | 17,8 | 16,9 | 16,8 | 17,2 | 17,5 | 17,6 | 18,0 | 18,0 | 18,0 | 17,8 | 17,6 |
| 25 anni e oltre | 7,0 | 7,4 | 7,6 | 7,1 | 7,2 | 7,4 | 7,4 | 7,5 | 7,5 | 7,6 | 7,6 | 7,6 | 7,6 |

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Comprende anche pesca, caccia e silvicoltura.

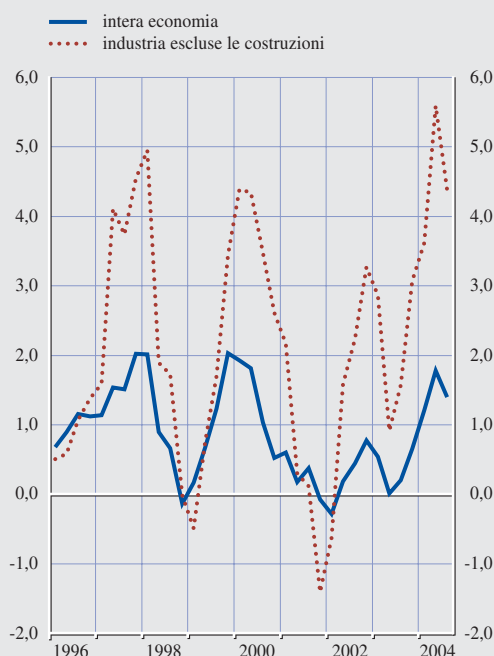
2) Comprende attività manifatturiere, minerarie ed estrattive, costruzioni e forniture di elettricità, gas e acqua.

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

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

Figura 27 Produttività del lavoro

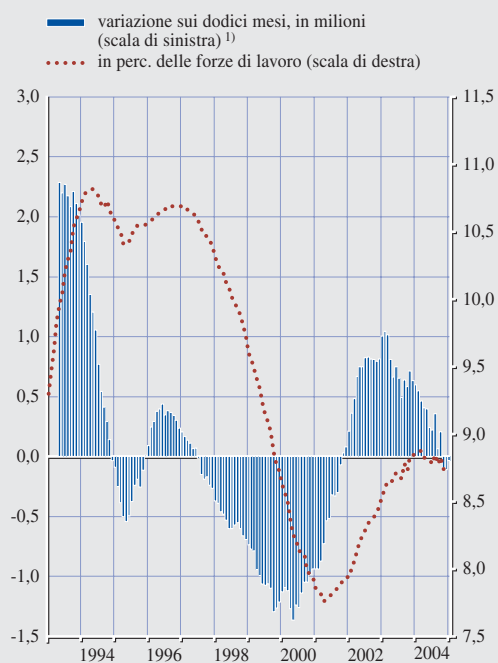
(variazioni percentuali annue)



Fonte: Eurostat.

Figura 28 Disoccupazione

(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'euro nel secondo semestre. Parimenti, il significativo apprezzamento del tasso di cambio dell'euro osservato durante la maggior parte del 2003, pur avendo ridotto il costo del greggio importato nell'area, ha altresì avuto un effetto negativo ritardato sulla competitività dell'area nel suo complesso.

In una prospettiva settoriale, la crescita del valore aggiunto ha seguito tendenzialmente gli andamenti della produzione reale complessiva nel ciclo. In particolare, la crescita del valore aggiunto sia nel settore manifatturiero sia nei servizi esclusivamente destinati al mercato è stata sostenuta nella prima metà del 2004, per poi invece rallentare nella seconda metà. L'andamento ciclico dell'economia nell'anno passato sembra pertanto essere stato determinato prevalentemente da shock aggregati piuttosto che settoriali.

Diverse misure di dispersione indicano che la divergenza tra i tassi di crescita del PIL in termini reali nei paesi dell'area dell'euro è diminuita nel 2004. Riflettendo in parte la ripresa dell'economia mondiale, la crescita media del PIL in termini reali sui dodici mesi è aumentata nel 2004 in tutti i paesi dell'area rispetto all'anno precedente, ad eccezione della Grecia, dove nondimeno è rimasta relativamente vigorosa.

I PROGRESSI DEL MERCATO DEL LAVORO E LA SOSTENUTA CRESCITA DELLA PRODUTTIVITÀ NEL 2004

Le condizioni del mercato del lavoro non hanno subito variazioni di rilievo nell'area dell'euro durante il 2004, benché si possano individuare segnali di un graduale miglioramento. Dopo essere rimasta sostanzialmente invariata nel 2003, l'occupazione è cresciuta durante l'intero

2004 (cfr. tavola 4), sebbene in misura nel complesso modesta. Questa evoluzione, in linea, in parte, con i normali ritardi di reazione dell'occupazione all'andamento dell'attività economica, è anche il risultato dell'inusuale tenuta dell'occupazione (misurata in termini di occupati) durante il rallentamento economico del 2001-2003, che ha ridotto il fabbisogno di nuove assunzioni nello stadio attuale della ripresa. Mentre l'andamento del numero degli occupati è stato relativamente stabile durante le recenti fasi congiunturali, le evidenze disponibili indicano che l'occupazione in termini di ore lavorate è stata più sensibile al ciclo economico. Ciò suggerisce che nel recente rallentamento e nella successiva ripresa i datori di lavoro potrebbero aver deciso di adeguare l'occupazione più in termini di ore lavorate che in termini di occupati.

Durante il 2004 l'occupazione ha continuato a diminuire nell'industria (al netto delle costruzioni), sebbene a un tasso sempre minore con il susseguirsi dei trimestri, mentre è costantemente cresciuta nel settore dei servizi. La produttività del lavoro ha continuato a riguadagnare terreno in misura significativa nel corso dell'anno, soprattutto nel settore industriale (cfr. figura 27). Il tasso di crescita della produttività

è in aumento dalla metà del 2003, riflettendo il consueto andamento ciclico dell'attività economica e dell'occupazione.

Nel 2004 il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro è rimasto pressoché stabile all'8,8 per cento (cfr. figura 28). Parimenti, non si sono osservate variazioni di rilievo nei tassi di disoccupazione per classe di età e sesso. Tuttavia il numero di disoccupati è diminuito di circa 50.000 persone nel corso del 2004, dopo essere aumentato significativamente nel 2003. Questi segnali di miglioramento, ancorché modesti, sono in linea con altre indicazioni di un punto di svolta nel mercato del lavoro, fra cui si annovera l'andamento del numero di posti di lavoro vacanti, che è aumentato nella seconda metà del 2004 dopo essere stato in costante flessione dal 2001.

Il tasso medio di disoccupazione in gran parte dei paesi dell'area dell'euro è rimasto sostanzialmente invariato fra il 2003 e il 2004. Sebbene in alcuni paesi i dati sulla disoccupazione abbiano risentito in certa misura di modifiche statistiche. Nel complesso, il grado di dispersione dei tassi di disoccupazione fra i paesi dell'area è lievemente calato nel 2004.

Riquadro 7

I POTENZIALI EFFETTI DELL'EVOLUZIONE DEMOGRAFICA NELL'AREA DELL'EURO

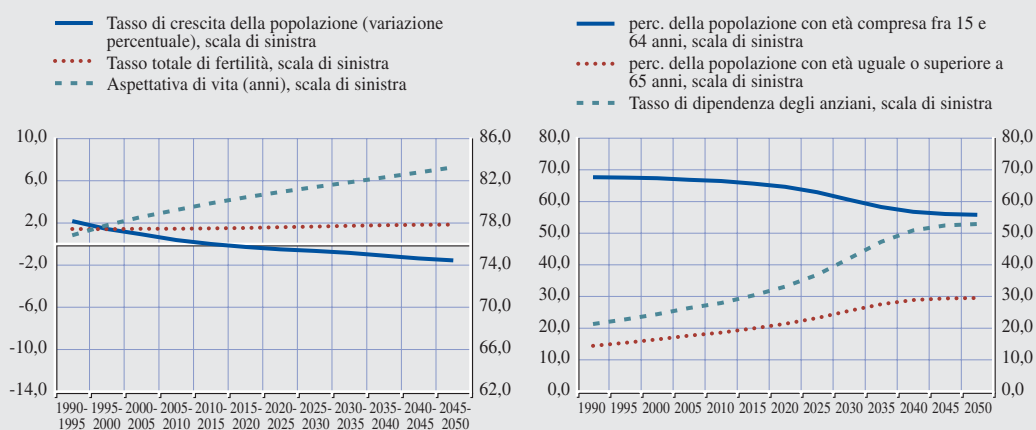
La dinamica demografica recente e in proiezione nell'area dell'euro, come in molti altri paesi industrializzati, è caratterizzata da un rallentamento della crescita della popolazione e da un suo graduale invecchiamento. Questa evoluzione va ricondotta a bassi tassi di fecondità in gran parte dei paesi dell'area e a un aumento delle aspettative di vita. Nonostante tutte le proiezioni demografiche siano caratterizzate da notevole incertezza, tali andamenti sembrano essere comuni alla maggior parte di esse, comprese quelle dell'Eurostat e delle Nazioni Unite. Nel presente riquadro se ne analizzano le principali implicazioni.

I cambiamenti demografici

Secondo le proiezioni più recenti disponibili per i paesi dell'area dell'euro (*World Population Prospects*, ONU 2002¹), fino al 2050 i tassi di fecondità complessivi nell'area dovrebbero

¹ La presente analisi si basa prevalentemente sull'ipotesi intermedia di evoluzione della fecondità, che può essere considerata come la più probabile. Per maggiori informazioni cfr. ONU, *World Population Prospects: The 2002 Revision*.

Principali sviluppi demografici nell'area dell'euro



Fonti: *World Population Prospects*, ONU 2002 (ipotesi intermedia di evoluzione della fecondità) ed elaborazioni della BCE.

rimanere inferiori al livello di sostituzione della popolazione pari a circa due figli per donna. Nel contempo l'attesa di vita media dovrebbe aumentare di cinque anni fra il 2005 e il 2050 (cfr. la figura, diagramma di sinistra). La combinazione di questi due effetti comporta un rallentamento del tasso di crescita della popolazione dell'area e, a partire dal 2015 circa, una flessione della popolazione complessiva. Inoltre, secondo le proiezioni, la quota di anziani (di età uguale o superiore a 65 anni) sulla popolazione dovrebbe aumentare, mentre dovrebbe diminuire quella delle persone in età lavorativa (fra i 15 e i 64 anni) (cfr. la figura, diagramma di destra), inizialmente in misura graduale e, dal 2015 circa, a un ritmo più sostenuto. Ciò implicherebbe un aumento del tasso di dipendenza degli anziani (ovvero il rapporto fra la popolazione di età uguale o superiore ai 65 anni e quella di età compresa fra i 15 e i 64 anni), da circa il 26 per cento del 2005 a circa il 30 per cento nel 2015 e a oltre il 52 per cento nel 2050, per un incremento complessivo di circa 26 punti percentuali nel periodo compreso fra il 2005 e il 2050.

Le implicazioni economiche

Tale evoluzione demografica avrà un impatto profondo sulle economie dell'area dell'euro. Ad esempio, l'offerta di lavoro varierà nella sua composizione con l'aumentare della quota di lavoratori più anziani e potrebbe addirittura diminuire se continuerà il ritiro precoce dal mercato del lavoro e un numero insufficiente di nuovi lavoratori si presenterà sul mercato del lavoro per sostituire coloro che lo abbandonano. La flessione prevista della popolazione in età lavorativa eserciterà una pressione al ribasso sul tasso di crescita della produzione potenziale dell'area dell'euro, qualora non riesca a essere compensata da maggiori contributi provenienti da altri fattori di crescita, come una maggiore partecipazione al mercato del lavoro, una maggiore produttività del lavoro e/o un accresciuto impiego produttivo di altre risorse come gli investimenti fissi. Si è discusso sulla misura in cui l'immigrazione possa contribuire all'aumento dell'offerta di lavoro. La maggior parte degli studi suggerisce che il ruolo dell'immigrazione nell'affrontare la sfida demografica in Europa sarà verosimilmente modesto e temporaneo, essendo limitato dal numero di immigranti potenziali rispetto alle dimensioni del problema e da vincoli pratici e politici.

Anche il finanziamento dei sistemi previdenziali, e in particolare dei sistemi pensionistici pubblici basati sul principio della ripartizione (in cui le spese correnti sono finanziate con i contributi correnti), sarà posto sotto pressione dall'aumento del rapporto fra numero di pensionati e numero di contribuenti ai sistemi pensionistici e sanitari. Si prevede che la spesa pubblica per la sanità e le cure sanitarie di lunga durata cresca per il costante progredire delle tecnologie mediche e l'aumentare della domanda di tali servizi dovuto alla crescita del numero degli anziani. La dimensione di questi effetti potenziali potrebbe essere considerevole. Le stime del gruppo di lavoro sugli effetti dell'invecchiamento della popolazione del Comitato di politica economica della Commissione europea suggeriscono una spesa pensionistica aggiuntiva compresa fra il 3 e il 6 per cento del PIL entro il 2050 in gran parte dei paesi dell'area dell'euro. Un ulteriore aumento compreso fra il 2 e il 4 per cento del PIL potrebbe derivare dai maggiori costi per la sanità e le terapie di lunga durata.

L'invecchiamento della popolazione probabilmente indurrà anche cambiamenti nella struttura dei mercati finanziari e nella determinazione dei prezzi delle attività finanziarie. Le famiglie di diverse generazioni detengono in genere importi diversi di attività finanziarie e scelgono attività con profili di rischio differenti per i propri portafogli di investimento. Dal momento che la domanda di abitazioni nel lungo termine dipende, fra l'altro, dal numero di famiglie presenti in un'economia, l'evoluzione demografica potrebbe incidere anche sui prezzi degli immobili. Inoltre, le riforme pensionistiche, in particolare un orientamento verso sistemi con maggior partecipazione privata al loro finanziamento, avranno con ogni probabilità un effetto significativo sui mercati finanziari in quanto crescerà il ruolo di investitori istituzionali, quali fondi pensione e compagnie assicurative. La disponibilità limitata di lunghe serie temporali di quotazioni finanziarie, alcuni problemi di misurazione e il fatto che in genere solo una piccola parte della popolazione detiene titoli azionari limita la misura in cui possono essere quantificati i possibili effetti dell'evoluzione demografica sui mercati finanziari. Tuttavia, simulazioni effettuate usando modelli basati sulla teoria del "ciclo di vita" rilevano generalmente che un invecchiamento della popolazione implica una diminuzione dei prezzi delle attività finanziarie (sia per i titoli azionari sia per quelli obbligazionari) e un aumento del premio richiesto per il rischio azionario quando la popolazione attualmente attiva va in pensione.

La necessità di riforme globali

Per far fronte a tali effetti dell'evoluzione demografica, i governi devono intraprendere riforme di vasta portata, tese ad affrontare problemi specifici dei sistemi pensionistici e sanitari, a ridurre il debito pubblico complessivo e a potenziare le forze trainanti della crescita economica. In seno all'UE, i governi hanno concordato una strategia tripartita, definita per la prima volta *Indirizzi di massima per le politiche economiche* per il 2001, che si pone tre grandi obiettivi: elevare il tasso di occupazione, ridurre il debito pubblico e riformare i sistemi pensionistici, anche promuovendo un maggior ricorso a sistemi di capitalizzazione.

Nei paesi dell'area dell'euro c'è una pressante necessità di aumentare la partecipazione al mondo del lavoro e l'occupazione per tutti i gruppi della popolazione in età lavorativa e soprattutto per alcuni, come quello delle persone di età superiore ai 55 anni, il cui tasso di partecipazione è particolarmente basso. Una prima misura importante consiste nel ridurre ulteriormente i disincentivi all'attività lavorativa che attualmente persistono in alcuni mercati del lavoro dell'area dell'euro per effetto dell'interazione fra sistemi fiscali e assistenziali e l'accesso a sistemi di prepensionamento. Questi sistemi creano disincentivi soprattutto per i secondi percettori di

reddito, i lavoratori con basse retribuzioni, i lavoratori più giovani e quelli più anziani nonché le donne. Le politiche tese a incrementare la partecipazione femminile al mercato del lavoro devono aiutare le donne a conciliare la vita familiare e quella lavorativa aumentando la flessibilità dell'orario di lavoro e migliorando i servizi di assistenza all'infanzia e agli anziani. Inoltre, in taluni casi potrebbe rivelarsi utile rafforzare gli incentivi per un allungamento della vita lavorativa, ad esempio mediante un'uscita graduale dal mondo del lavoro e un accesso più agevole a posti di lavoro a termine o a tempo parziale per i lavoratori più anziani. Tuttavia, devono sussistere anche incentivi sufficienti per i datori di lavoro per assumere e/o mantenere il posto dei lavoratori anziani. Inoltre, molti paesi dovranno intraprendere un processo sostenuto di investimento in capitale umano e ricerca e sviluppo al fine di compensare i possibili effetti dell'invecchiamento della popolazione sulla produttività del lavoro e su quella totale dei fattori.

La riduzione del debito pubblico contribuirebbe a migliorare la sostenibilità dei conti pubblici e, quindi, a rendere le finanze pubbliche meno vulnerabili all'impatto dell'evoluzione demografica. In particolare, livelli di debito inferiori offrirebbero ai governi margini di manovra aggiuntivi in tempi di maggiori oneri fiscali riconducibili all'invecchiamento. Parimenti, il pagamento di interessi inferiori sul debito pubblico libererebbe risorse finanziarie pubbliche e darebbe ai governi maggiore flessibilità per far fronte a qualsiasi sviluppo imprevisto. A questo riguardo, le disposizioni del Patto di stabilità e crescita, in particolare il requisito che le finanze pubbliche restino prossime al pareggio o in avanzo, stabiliscono incentivi nella giusta direzione perché i governi si preparino ad affrontare gli oneri fiscali derivanti dall'invecchiamento della popolazione.

La dimensione delle pressioni attese sui sistemi pensionistici suggerisce che si debbano perseguire due ordini di strategie nell'ambito della riforma pensionistica. In primo luogo, sono necessari ulteriori adeguamenti della struttura assistenziale e contributiva in seno ai sistemi a ripartizione esistenti (riforme parametriche). Fra questi si annoverano revisioni delle formule per il calcolo dei benefici e aggiustamenti dell'indicizzazione delle pensioni. In via complementare, per la maggior parte dei paesi sarà necessario muovere verso sistemi a capitalizzazione delle prestazioni e verso la diversificazione dei sistemi di finanziamento (riforme sistemiche). Anziiché attraverso trasferimenti correnti dal reddito da lavoro, le pensioni sarebbero finanziate da capitali accumulati in precedenza attraverso i fondi pensione. Pertanto, dovrebbero essere introdotte politiche volte a facilitare lo sviluppo di una infrastruttura che consenta a questi fondi di allocare con efficacia il risparmio pensionistico, di gestire i rischi correlati e di salvaguardarne il carattere non speculativo.

In conclusione, le proiezioni sulla popolazione suggeriscono che i cambiamenti demografici nell'area dell'euro saranno più evidenti verso il 2015, sebbene gli andamenti nei singoli paesi stiano procedendo a tassi diversi e in alcuni paesi dell'area dell'euro la popolazione complessiva abbia già cominciato a calare. Nonostante molti paesi stiano iniziando a migliorare la compatibilità degli incentivi dei sistemi fiscali e assistenziali e la sostenibilità delle finanze pubbliche, ulteriori riforme di vasta portata si renderanno necessarie nel prossimo futuro. La tempestiva attuazione di riforme ad ampio raggio e con incentivi compatibili è necessaria per prepararsi al cambiamento demografico.

2.5 LA FINANZA PUBBLICA

SALDI DI BILANCIO SOSTANZIALMENTE STABILI NEL 2004

Nel 2004 l'andamento delle finanze pubbliche nell'area dell'euro è stato insoddisfacente. Secondo i più recenti dati dell'Eurostat, il disavanzo dell'area dell'euro è rimasto sostanzialmente stabile al 2,7 per cento del PIL (cfr. tavola 5). Il risultato ha riflesso un lieve allentamento della politica di bilancio, mentre l'impatto del ciclo economico ha avuto scarsa rilevanza. La maggioranza dei paesi dell'area dell'euro non è riuscita a conseguire gli obiettivi fissati negli aggiornamenti ai programmi di stabilità presentati tra la fine del 2003 e gli inizi del 2004. Lo scostamento dagli obiettivi è stato in media dello 0,3 per cento del PIL, principalmente a causa del mancato rispetto di programmi ambi-

ziosi di risanamento dei conti pubblici da parte dei paesi con consistenti squilibri.

Vari paesi hanno registrato rapporti tra il disavanzo e il PIL pari o superiori al valore di riferimento del 3 per cento e in quattro casi (Germania, Grecia, Francia e Paesi Bassi) si è verificata una situazione di disavanzo eccessivo. Per il terzo anno consecutivo i deficit di Germania e Francia hanno superato di un margine significativo il 3 per cento del PIL. In seguito a importanti revisioni statistiche, è emerso che, in base alla metodologia SEC95, il disavanzo della Grecia ha oltrepassato tale valore di riferimento dal 1997; nel 2004 esso è stato pari al 6,1 per cento del PIL. L'Italia ha registrato un deficit pari al 3,0 per cento del PIL mentre il Portogallo si è avvicinato a tale soglia, nonostante l'attuazione, seppur con minor intensità rispetto al

Tavola 5 Posizioni di bilancio nell'area dell'euro

(in percentuale del PIL)

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

| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 |
|-----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Area dell'euro | -1,8 | -2,5 | -2,8 | -2,7 |
| Belgio | 0,4 | 0,1 | 0,4 | 0,1 |
| Germania | -2,8 | -3,7 | -3,8 | -3,7 |
| Grecia | -4,1 | -4,1 | -5,2 | -6,1 |
| Spagna | -0,5 | -0,3 | 0,3 | -0,3 |
| Francia | -1,6 | -3,2 | -4,2 | -3,7 |
| Irlanda | 0,9 | -0,5 | 0,2 | 1,3 |
| Italia | -3,0 | -2,6 | -2,9 | -3,0 |
| Lussemburgo | 6,2 | 2,3 | 0,5 | -1,1 |
| Paesi Bassi | -0,1 | -1,9 | -3,2 | -2,5 |
| Austria | 0,3 | -0,2 | -1,1 | -1,3 |
| Portogallo | -4,4 | -2,7 | -2,9 | -2,9 |
| Finlandia | 5,2 | 4,3 | 2,5 | 2,1 |

Debito lordo delle amministrazioni pubbliche

| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 |
|-----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Area dell'euro | 69,6 | 69,5 | 70,8 | 71,3 |
| Belgio | 108,0 | 105,4 | 100,0 | 95,6 |
| Germania | 59,4 | 60,9 | 64,2 | 66,0 |
| Grecia | 114,8 | 112,2 | 109,3 | 110,5 |
| Spagna | 57,8 | 55,0 | 51,4 | 48,9 |
| Francia | 57,0 | 59,0 | 63,9 | 65,6 |
| Irlanda | 35,8 | 32,6 | 32,0 | 29,9 |
| Italia | 110,7 | 108,0 | 106,3 | 105,8 |
| Lussemburgo | 7,2 | 7,5 | 7,1 | 7,5 |
| Paesi Bassi | 52,9 | 52,6 | 54,3 | 55,7 |
| Austria | 67,1 | 66,7 | 65,4 | 65,2 |
| Portogallo | 55,9 | 58,5 | 60,1 | 61,9 |
| Finlandia | 43,8 | 42,5 | 45,3 | 45,1 |

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: I dati sono basati sulla definizione adottata ai fini della Procedura per i disavanzi eccessivi. Le posizioni di bilancio escludono gli introiti derivanti dalla vendita delle licenze UMTS.

2003, di ingenti misure di natura temporanea in entrambi i paesi.

In termini di variazione del saldo primario corretto per il ciclo secondo le stime della Commissione europea, il risultato di bilancio per il complesso dell'area dell'euro ha riflesso un orientamento leggermente espansivo della politica di bilancio. Dal momento che la spesa per interessi è rimasta pressoché invariata, tale andamento è imputabile principalmente al peggioramento del saldo primario. In base alle stime, la crescita del PIL è stata sostanzialmente in linea con il potenziale, per cui il contesto economico non avrebbe avuto in media effetti di rilievo sulla variazione della componente ciclica del bilancio. Solo in alcuni casi si sono attuate misure di risanamento strutturale. I tre paesi pesantemente indebitati (Belgio, Grecia e Italia) hanno tutti continuato a beneficiare di una flessione della spesa per interessi, con effetti favorevoli per le posizioni di bilancio complessive. Ciò ha in parte controbilanciato il peggioramento dei loro saldi primari.

L'andamento delle finanze pubbliche riflette il fatto che, nella media dell'area dell'euro, gli sgravi fiscali e il graduale venir meno delle misure di aggiustamento temporanee non sono stati sufficientemente finanziati da una riduzione della spesa primaria. Tra i fattori di riduzione delle entrate figurano i tagli alle imposte dirette e ai contributi sociali, nonché la diminuzione delle entrate in conto capitale dovuta al progressivo esaurirsi delle misure temporanee.

Questi fattori sono stati in parte compensati da aumenti delle imposte indirette. Dal lato delle uscite, vi sono evidenze di un lieve contenimento della spesa (soprattutto per consumi pubblici e prestazioni sociali), nonostante il parziale esaurimento delle misure temporanee. Sebbene ciò rappresenti un cambiamento rispetto alle politiche di spesa più espansive degli ultimi anni, non è bastato a controbilanciare pienamente il calo delle entrate.

Il rapporto tra il debito e il PIL dell'area dell'euro è aumentato nel 2004 per il secondo anno consecutivo, al 71,3 per cento. Questo peggioramento deriva soprattutto da un rapporto tra l'avanzo primario e il PIL basso (e in progressiva diminuzione), dal fatto che la crescita economica è stata inferiore al tasso di interesse medio implicito sul debito pubblico e, in alcuni casi, dalle considerevoli discrepanze tra il disavanzo e la variazione del debito, ossia dal cosiddetto raccordo tra stock e flussi. Dei sette paesi con un rapporto tra il debito e il PIL superiore al 60 per cento, solo il Belgio ha fatto registrare un calo significativo del rapporto, a meno del 100 per cento, grazie a un bilancio rimasto prossimo al pareggio. In Grecia e in Italia il rapporto tra il debito e il prodotto continua invece a superare il 100 per cento, ed è rimasto pressoché immutato dal 2001. In Germania, Francia, Austria e Portogallo l'indice si è situato leggermente al di sopra del valore di riferimento del 60 per cento, con un aumento rispetto al 2003 (ad eccezione dell'Austria). Il continuo deterioramento dei saldi di bilancio e la crescita

Riquadro 8

ANDAMENTO DELLE EMISSIONI DI TITOLI PUBBLICI NELL'AREA DELL'EURO

In un contesto di crescenti disavanzi delle amministrazioni pubbliche, negli ultimi anni sono cresciute le consistenze di titoli pubblici. Questo andamento si riflette sia nell'aumento dei rapporti tra il debito e il PIL, sia nel più elevato tasso di crescita annuale dei titoli emessi dalle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro, pari al 5,0, 5,5 e 5,4 per cento rispettivamente alla fine del 2002, del 2003 e del 2004 (contro il 3,3 per cento della fine del 2001)¹.

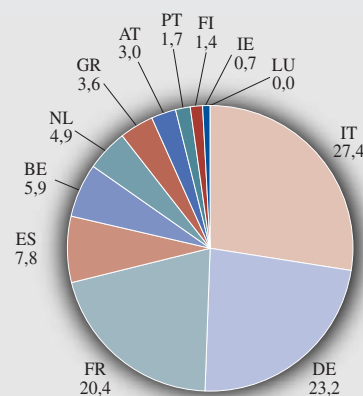
¹ I tassi di crescita sono basati sulle transazioni finanziarie e vengono rettificati per tener conto di riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni del tasso di cambio e altri cambiamenti non imputabili a transazioni. Per una descrizione dettagliata, cfr. le Note tecniche (sezioni 4.3 e 4.4) nelle *Statistiche dell'area dell'euro* del Bollettino mensile.

In base all'importo complessivo dei titoli del debito pubblico in essere alla fine del 2004, i principali operatori in questo segmento del mercato dei capitali dell'area dell'euro risultano essere Italia, Germania e Francia, con quote di mercato tra il 20 e il 30 per cento circa del totale (cfr. figura A).

L'evoluzione della struttura dei titoli del debito pubblico nell'area dell'euro presenta tre importanti aspetti. Prima di tutto, le emissioni sono effettuate principalmente a opera delle amministrazioni centrali, responsabili del 94,3 per cento dei titoli in essere nel 2004, mentre gli altri enti delle amministrazioni pubbliche concorrono al restante 5,7 per cento (cfr. la tavola). Ciò nonostante, l'attività di questi ultimi sta aumentando: tra il 1998 e il 2004 la quota di emissioni delle amministrazioni centrali è andata costantemente calando, mentre quella delle altre amministrazioni pubbliche è quasi raddoppiata.

Figura A Consistenze dei titoli di debito pubblico in essere nell'area dell'euro nel 2004 suddivisi per paese emittente

(in percentuale; dati di fine periodo)



Fonte: BCE.

In secondo luogo, se si guarda alla scomposizione per scadenza, il 91,6 per cento dei titoli pubblici in essere alla fine del 2004 rappresentava debito a lungo termine. La seguente tavola mostra come l'incidenza delle emissioni a breve termine sia calata tra il 1998 e il 2000, per poi tornare successivamente a salire.

Infine, dalla tavola emerge come la grande maggioranza dei titoli pubblici a lungo termine sia emessa a tasso fisso. L'importanza relativa delle emissioni a tasso variabile è col tempo diminuita notevolmente, dal 12,3 per cento del totale del 1998 al 7,6 per cento del 2004. All'origine di questo andamento vi è stato, verso la fine degli anni novanta, il graduale calo, in un contesto di stabilità dei prezzi, del premio a termine applicato alle emissioni a lunga scadenza a tasso fisso delle amministrazioni pubbliche di alcuni paesi. L'Italia, con una quota di emissioni

Struttura delle consistenze dei titoli emessi dalle amministrazioni pubbliche dei paesi dell'area dell'euro

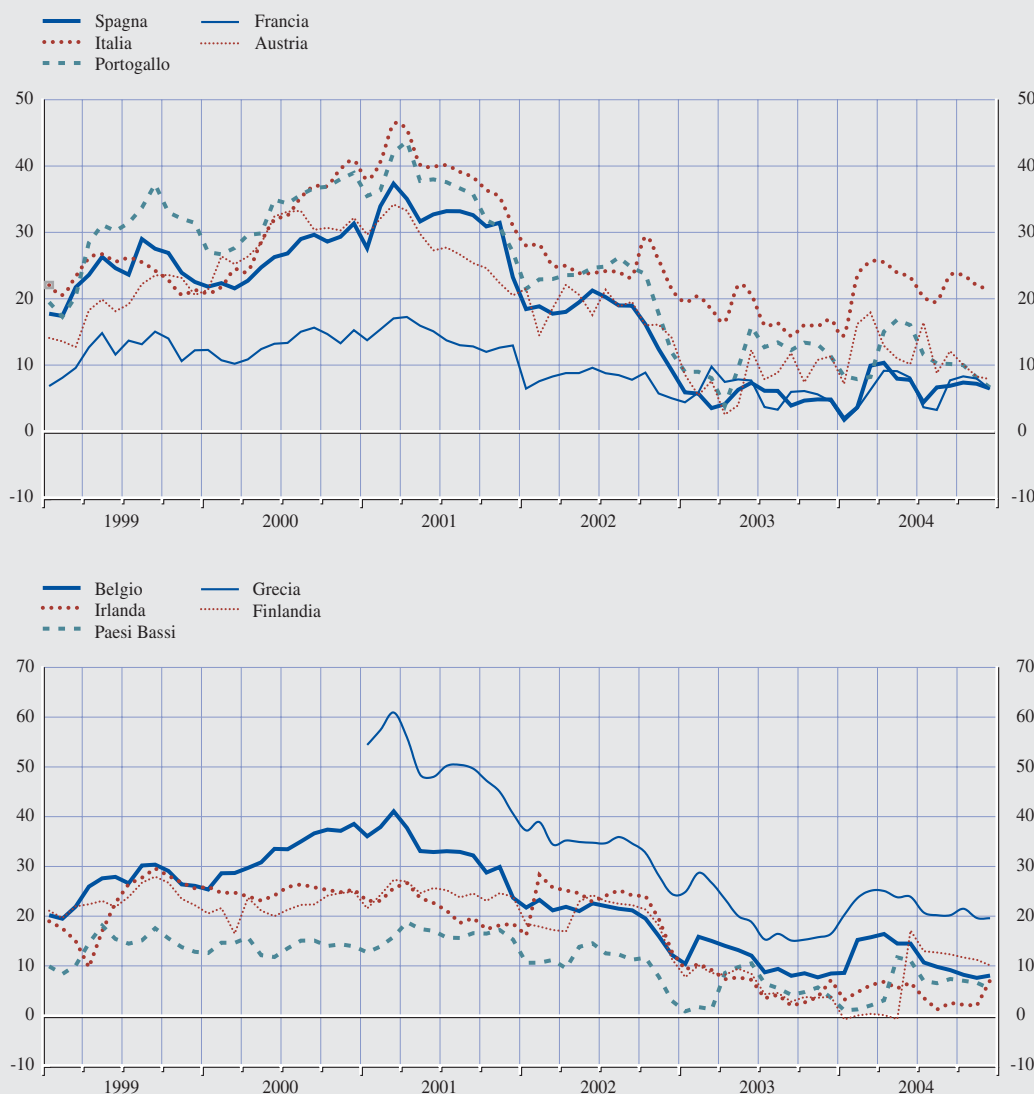
(in percentuale del totale dei titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche; dati di fine periodo)

| | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 |
|--|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Amministrazioni centrali | 96,9 | 96,9 | 96,7 | 96,3 | 95,4 | 94,7 | 94,3 |
| Titoli a lungo termine | 87,5 | 89,3 | 89,9 | 89,0 | 87,2 | 85,8 | 36,0 |
| Titoli a breve termine | 9,4 | 7,6 | 6,9 | 7,2 | 8,2 | 8,9 | 8,3 |
| Altre amministrazioni pubbliche | 3,1 | 3,1 | 3,3 | 3,7 | 4,6 | 5,3 | 5,7 |
| Titoli a lungo termine | 3,0 | 3,0 | 3,2 | 3,6 | 4,5 | 5,2 | 5,6 |
| Titoli a breve termine | 0,1 | 0,2 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Totale delle amministrazioni pubbliche | | | | | | | |
| Titoli a lungo termine | 90,5 | 92,3 | 93,0 | 92,6 | 91,7 | 91,1 | 91,6 |
| a tasso fisso | 75,4 | 79,3 | 81,2 | 82,5 | 82,1 | 82,2 | 82,9 |
| a tasso variabile | 12,3 | 10,5 | 10,0 | 8,7 | 8,0 | 7,5 | 7,6 |
| Titoli a breve termine | 9,5 | 7,7 | 7,0 | 7,4 | 8,3 | 8,9 | 8,4 |
| Totale delle amministrazioni pubbliche in miliardi di euro | 3.304,9 | 3.450,5 | 3.546,4 | 3.764,6 | 3.939,3 | 4.141,2 | 4.362,5 |

Fonte: BCE.

Figura B Differenziali di rendimento dei titoli di Stato a lungo termine nei confronti dei corrispondenti titoli tedeschi ¹⁾

(in punti base; dati mensili)



Fonti: BRI ed elaborazioni della BCE.

1) I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine si riferiscono a titoli a 10 anni o alla scadenza più vicina disponibile.

a tasso variabile pari al 20,7 per cento, è l'unico paese che presenta un valore significativamente superiore alla media dell'area.

Il calo dei premi al rischio si è tradotto in più favorevoli condizioni di indebitamento finanziario negli ultimi anni. Ad esempio, il rendimento medio sulle obbligazioni di Stato decennali dell'area dell'euro è sceso da una media del 7 per cento nel periodo 1994-98 a una media del 4,7 per cento nel periodo 1999-2004. Come mostrato nella figura B, vi sono tuttavia alcune differenze di rendimento fra i vari paesi dell'area, che riflettono differenze nella liquidità e nel rischio di credito.

I rendimenti sulle obbligazioni a lungo termine tedesche rimangono i più bassi dell'area dell'euro, principalmente grazie alla liquidità relativamente elevata dei titoli pubblici della Germania. Fino agli inizi del 2001, il vantaggio nel finanziamento sul mercato da parte del governo tedesco sui suoi omologhi dell'area dell'euro, misurato in punti base, era a due cifre. Da allora, i differenziali di rendimento tra i titoli di Stato decennali degli altri paesi dell'area dell'euro e gli analoghi titoli tedeschi sono andati costantemente calando, toccando un minimo alla fine del 2003. Le diminuzioni più significative degli *spread* hanno interessato Belgio, Grecia, Italia, Portogallo e Spagna. Uno dei fattori all'origine di questa convergenza potrebbe essere l'andamento delle finanze pubbliche in Germania dove, tra il 2001 e il 2004, si è avuto un peggioramento del rapporto tra il debito e il prodotto rispetto a tutti gli altri paesi dell'area dell'euro, ad eccezione della Francia.

In base ai dati disponibili, i paesi che hanno registrato un miglioramento del rapporto tra il debito e il PIL rispetto alla Germania nel periodo 2001-2004 hanno altresì beneficiato di un calo dei differenziali di rendimento a lungo termine rispetto ai titoli di Stato tedeschi, come mostra la correlazione positiva rappresentata nella figura C. Benché anche altri fattori, principalmente collegati alla liquidità dei titoli, possano avere rilevanza, ciò può essere considerato un'indicazione che gli investitori tengono in una certa misura conto delle posizioni di bilancio dei paesi dell'area dell'euro al momento di fissare il prezzo delle obbligazioni.

Nel complesso, le tendenze recenti riscontrabili nella struttura del finanziamento alle amministrazioni pubbliche rispecchiano il significativo vantaggio macroeconomico emerso in concomitanza con il passaggio nell'ultimo decennio a politiche maggiormente orientate alla stabilità. Il beneficio più evidente per il pubblico è la significativa diminuzione della quota del bilancio destinata al pagamento degli interessi.

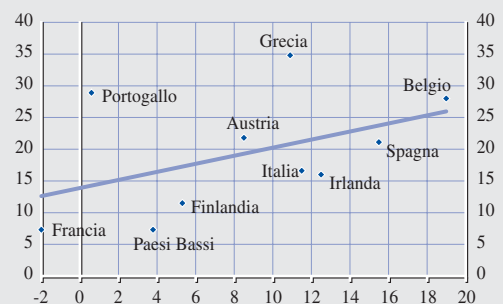
del rapporto tra il debito e il PIL si riflette altresì nell'ammontare delle consistenze di titoli di Stato (cfr. riquadro 8).

PROGRAMMI DI BILANCIO PER IL 2005

I più recenti aggiornamenti ai programmi di stabilità indicano che, malgrado alcuni progressi, i

Figura C Variazioni nei rapporti relativi debito pubblico/PIL nei confronti della Germania¹⁾ e variazioni nei differenziali di rendimento²⁾ tra il 2001 e il 2004

(asse orizzontale: in punti percentuali; asse verticale: in punti base)



Fonte: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Asse orizzontale: variazione nel differenziale tra il rapporto debito pubblico/PIL della Germania e il rapporto degli altri paesi dell'area dell'euro tra il 2001 e il 2004 (le cifre relative al 2004 si riferiscono alle previsioni della Commissione europea di ottobre 2004).

2) Asse verticale: decremento nei differenziali di rendimento nei confronti dei titoli di Stato a 10 anni tedeschi tra gennaio 2001 e novembre 2004.

Nota: La figura, utilizzando il Belgio come esempio, si legge nel modo seguente. Il rapporto tra il debito e il PIL in Belgio è stato pari al 108,0 per cento nel 2001 e al 95,6 per cento nel 2004, mentre in Germania esso è stato pari al 59,4 per cento nel 2001 e al 66,0 per cento nel 2004. La differenza fra il rapporto tra il debito e il PIL della Germania e quello del Belgio – una misura del rapporto relativo tra il debito e il PIL del Belgio nei confronti della Germania – è stato, perciò, pari al 48,6 per cento nel 2001 e al 29,6 per cento nel 2004. Tale differenza è diminuita tra il 2001 e il 2004 di 19,0 punti percentuali. Ciò rappresenta un miglioramento nel rapporto relativo, come mostrato sull'asse orizzontale. Nello stesso periodo, il differenziale tra Belgio e Germania nei rendimenti dei titoli del debito pubblico è diminuito di 28 punti base, come mostrato sull'asse verticale. La linea continua rappresenta la retta di regressione.

piani per affrontare il problema dei disavanzi di bilancio risultano insufficienti e continuano a mancare programmi di riforme strutturali di ampio respiro. Nel 2005 il disavanzo medio per l'insieme dell'area dell'euro dovrebbe diminuire di mezzo punto percentuale del PIL, grazie sia a un calo marginale della spesa per interessi sia a

un moderato miglioramento del saldo primario. La crescita economica dovrebbe rimanere vicina al potenziale. Si prevede, tuttavia, che circa metà dei paesi dell'area dell'euro (Germania, Grecia, Francia, Italia, Paesi Bassi e Portogallo) continuerà a registrare disavanzi prossimi o pari al 3 per cento del PIL, mentre solo alcuni paesi si troveranno in una posizione prossima al pareggio o in avanzo. Il rapporto tra il debito e il prodotto dovrebbe calare di circa mezzo punto percentuale.

NECESSARIO UN RISANAMENTO IN LINEA CON GLI IMPEGNI PRESI

Tre importanti sfide si pongono per le finanze pubbliche nell'area dell'euro. Innanzitutto vi è la necessità di un considerevole risanamento dei bilanci: la stabilità macroeconomica dipende infatti in misura significativa dalla sostenibilità delle finanze pubbliche, ovvero dalla capacità di un governo di onorare tutte le sue obbligazioni in essere (cfr. riquadro 9). Il rispetto del quadro di riferimento dell'UE per le politiche di bilancio e la rigorosa applicazione delle regole sono cruciali poiché contribuiscono alla sostenibilità delle finanze pubbliche nell'UEM. In particolare, il tetto del 3 per cento fissato per

il rapporto tra il disavanzo e il PIL, se applicato in maniera credibile, fornisce un incoraggiamento per le aspettative sulla disciplina di bilancio e sull'evoluzione futura del debito, e costituisce pertanto un importante segnale di solidità dei conti per i mercati finanziari e per il pubblico.

Il fatto che il disavanzo sia vicino al valore di riferimento del 3 per cento per la media dell'area dell'euro e prossimo o superiore a tale valore in diversi paesi dell'area sottolinea l'urgenza di rafforzare la situazione delle finanze pubbliche. Il migliorato contesto economico offre una valida opportunità per accelerare il processo di risanamento. Gli effetti positivi prodotti dalla crescita in termini di maggiori entrate fiscali andrebbero destinati alla riduzione degli squilibri di bilancio. I paesi che presentano disavanzi eccessivi dovrebbero correggere tale situazione quanto prima e onorare gli impegni presi. Occorre inoltre evitare il ripetersi di situazioni di disavanzo eccessivo. È poi auspicabile che i paesi dell'area dell'euro che non presentano una situazione di bilancio prossima al pareggio o in avanzo, ma nemmeno un disavanzo eccessivo, procedano con

Riquadro 9

LA POLITICA DI BILANCIO E LA STABILITÀ MACROECONOMICA

Questo riquadro tratta dei principali canali d'influenza della politica di bilancio sulla stabilità macroeconomica e sull'evoluzione dei prezzi, nonché del modo in cui tali canali trovano riscontro nel quadro di riferimento dell'UE per le politiche di bilancio.

Le politiche di bilancio possono esercitare un impatto sul contesto macroeconomico di breve periodo attraverso le misure discrezionali e gli stabilizzatori automatici. Le misure discrezionali, cioè quegli interventi specifici volti a modificare le entrate o le spese del settore pubblico, possono influire sulla crescita economica e sui prezzi tramite l'effetto prodotto sia sulla domanda sia sull'offerta aggregata. L'esperienza degli ultimi decenni mostra tuttavia come le politiche discrezionali di *fine-tuning*, mirate a stabilizzare l'economia, siano spesso risultate procicliche. Inoltre, l'impiego asimmetrico di misure di *fine-tuning* (ovvero soprattutto durante le recessioni e in misura molto minore nelle fasi espansive) ha progressivamente condotto a più elevati disavanzi di bilancio. Il libero operare degli stabilizzatori automatici, al contrario, può contribuire al contenimento delle fluttuazioni economiche attraverso l'azione stabilizzatrice delle imposte e dei sussidi per la disoccupazione sul reddito disponibile delle famiglie. La natura automatica degli stabilizzatori li rende più tempestivi e prevedibili, mentre il loro funzionamento simmetrico non ha ripercussioni sul livello del debito pubblico nel corso del ciclo economico.

Per quanto riguarda gli effetti nel medio termine, la definizione delle politiche di bilancio è particolarmente importante per la sostenibilità delle finanze pubbliche e per la crescita economica potenziale. La sostenibilità dei conti pubblici può definirsi come la capacità di un governo di onorare le proprie obbligazioni in essere. Il rapporto tra il debito pubblico e il PIL fornisce un'indicazione di tale capacità, sebbene vadano considerati anche altri aspetti, quali le passività future e implicite delle amministrazioni pubbliche. La sostenibilità delle finanze pubbliche produce un impatto positivo sul contesto macroeconomico, poiché i consumatori e le famiglie non si attendono aumenti considerevoli delle imposte né difficoltà da parte del governo nell'onorare le proprie obbligazioni. Viene così rafforzato il clima di fiducia, si aiutano le decisioni a lungo termine (ad esempio riguardo agli investimenti privati) e le condizioni finanziarie divengono più favorevoli. Per quanto concerne la crescita economica potenziale, le misure che migliorano la "qualità" delle finanze pubbliche possono avere un effetto benefico sul tasso di crescita economica compatibile con la stabilità dei prezzi. Ad esempio, la spesa pubblica per investimenti in capitale fisico e umano può migliorare la qualità dei fattori di produzione. Inoltre, le aliquote fiscali influiscono sugli incentivi al lavoro, al risparmio, all'investimento e all'innovazione. Una crescita più elevata favorisce a sua volta la sostenibilità, giacché il servizio del debito in essere poggia su una base economica più ampia.

È in genere preferibile definire la politica di bilancio sulla base di regole piuttosto che adottare un approccio *ad hoc*. L'esistenza di regole può scoraggiare comportamenti tesi a focalizzarsi sui benefici a breve termine, trascurando i costi di più lungo periodo. Essa permette inoltre di ancorare le aspettative, fornendo agli operatori una guida sulle politiche di bilancio future in caso di shock e facilitando così la pianificazione a lungo termine nel settore privato. Naturalmente, affinché questi benefici si materializzino è necessario che le regole vengano rispettate. I vantaggi derivanti dal rispetto delle regole sono ancora maggiori all'interno di un'unione monetaria come l'UEM, dove possono esacerbarsi le distorsioni negli incentivi di bilancio. Ad esempio, potrebbe venirsi a creare un più ampio *deficit bias*, dal momento che grazie alla moneta unica e alla maggiore integrazione dei mercati finanziari, l'impatto di un aumento del livello di debito di un paese sui tassi di interesse è minore che in passato. All'interno di un'unione monetaria le regole di bilancio devono poter essere messe in atto secondo modalità chiare e lineari, poiché vanno applicate a tutti i paesi membri in modo uniforme, al fine di garantire la parità di trattamento. Un quadro di riferimento trasparente accresce inoltre la comprensione dei fenomeni da parte dei mercati finanziari e del largo pubblico, e può contribuire a far sì che le regole siano rispettate.

L'assetto a medio termine adottato nell'UEM si fonda su regole ispirate a considerazioni sia di stabilizzazione nel breve termine sia di sostenibilità nel lungo termine. I valori di riferimento per il disavanzo e il debito pubblico rappresentano uno strumento per promuovere comportamenti responsabili in materia di bilancio. Una posizione di bilancio di medio termine prossima al pareggio o in avanzo contribuisce a stabilizzare l'economia nel breve periodo, con il libero operare degli stabilizzatori automatici; al tempo stesso, essa previene futuri disavanzi eccessivi e assicura un miglioramento della sostenibilità delle finanze pubbliche, attraverso una riduzione del rapporto tra il debito e il PIL.

Per una banca centrale che si pone come principale obiettivo il mantenimento della stabilità dei prezzi, l'analisi delle politiche di bilancio è incentrata sull'impatto che queste producono sull'inflazione e sulla stabilità macroeconomica, dal momento che tali politiche fanno parte del contesto in cui è chiamata a operare la politica monetaria. Politiche di bilancio solide agevolano la politica monetaria creando un contesto operativo caratterizzato da condizioni economiche stabili, sia nel breve sia nel lungo periodo.

il risanamento coerentemente con l'accordo dell'Eurogruppo dell'ottobre 2002, il quale prevede che i disavanzi "di fondo" vengano ridotti di almeno 0,5 punti percentuali del PIL ogni anno.

LE RIFORME STRUTTURALI RESTANO ESSENZIALI

La seconda sfida che si presenta per le finanze pubbliche nell'area dell'euro è quella di integrare i piani di risanamento delle finanze pubbliche all'interno di programmi di riforme strutturali che favoriscano la crescita, la competitività e l'occupazione. Ciò contribuirebbe altresì a indirizzare l'andamento dei conti pubblici su di un sentiero più sostenibile, in particolare in vista del crescente onere collegato all'invecchiamento della popolazione. Fondamentali sotto questo aspetto sono le riforme della spesa, per quanto possa esservi un certo margine anche per guadagni di efficienza dal lato delle entrate. Una riforma della spesa consente il risanamento delle finanze pubbliche, spiana la strada a nuove riduzioni delle imposte e può rendere i sistemi fiscali e assistenziali più favorevoli alla crescita. Dato un certo livello di spesa, andrebbero privilegiati gli investimenti produttivi in infrastrutture e capitale umano.

STATISTICHE AFFIDABILI RAFFORZANO LA CREDIBILITÀ DELL'ASSETTO PER LE POLITICHE DI BILANCIO

Infine, l'integrità delle statistiche sulle finanze pubbliche costituisce una condizione fondamentale per la credibilità dell'assetto dell'UE per le politiche di bilancio. Ampie revisioni dei dati sui disavanzi passati, come quelle effettuate ad esempio dalla Grecia nel 2004, sono chiaramente pregiudizievoli per la fiducia del pubblico e per la credibilità dell'intero assetto. Esse compromettono l'accurata e tempestiva individuazione degli squilibri e delle necessarie correzioni, causando potenzialmente gravi ritardi nell'attuazione delle misure di politica economica. Accrescendo l'incertezza del processo di monitoraggio delle situazioni di bilancio, esse sminuiscono il valore delle procedure di sorveglianza multilaterale, riducendo così l'efficacia dell'influenza reciproca tra i paesi. È pertanto di fondamentale importanza che si agisca per garantire l'affidabile compilazione e

la tempestiva segnalazione delle statistiche sulle finanze pubbliche. Tutti gli Stati membri dovrebbero attenersi alle norme contabili europee nella rilevazione delle entrate e delle spese. Come affermato dal Consiglio Ecofin il 2 giugno 2004, le statistiche sui conti pubblici non devono poter essere influenzate dai cicli politici ed elettorali.

2.6 I TASSI DI CAMBIO E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

L'EURO HA CONTINUATO A RAFFORZARSI NEL CONTESTO DI UN INDEBOLIMENTO GENERALIZZATO DEL DOLLARO STATUNITENSE

Nei primi nove mesi del 2004, le fluttuazioni sui mercati valutari dei principali tassi di cambio bilaterali dell'euro sono state piuttosto contenute, soprattutto in rapporto al sensibile apprezzamento della moneta unica nei due anni precedenti. Nel prosieguo del periodo, l'euro ha messo a segno un marcato rafforzamento, in particolare nei confronti del dollaro statunitense, e alla fine del 2004 risultava moderatamente apprezzato in termini effettivi nominali rispetto ai livelli di inizio anno. Quest'ultimo andamento ha riflesso il significativo incremento di valore della moneta unica europea *vis-à-vis* il dollaro statunitense, le divise asiatiche ancorate al dollaro e, in misura inferiore, lo yen giapponese. Nella direzione opposta, una parziale compensazione è provenuta dal deprezzamento nei confronti delle valute di alcuni partner commerciali dell'area (franco svizzero, corona norvegese e won coreano) e di diversi nuovi Stati membri dell'UE.

Più nel dettaglio, l'euro si è stabilizzato nei mesi di gennaio e febbraio per poi perdere parte dell'apprezzamento precedente nel contesto delle migliori prospettive riguardo all'economia mondiale e della diversa valutazione del mercato circa le determinanti fondamentali degli andamenti valutari. L'intensificarsi dei segnali di ripresa negli Stati Uniti e in Giappone, a fronte di prospettive persistentemente più stazionarie per l'area dell'euro, ha spostato l'attenzione degli operatori dall'ampio e perdurante

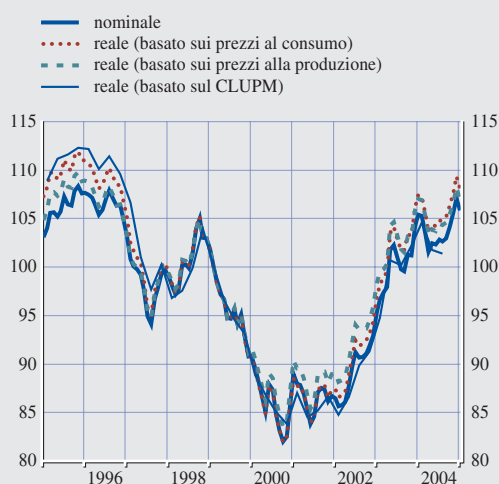
disavanzo di conto corrente degli Stati Uniti verso aspettative di rendimenti più elevati in tale paese, e ha pertanto fornito un sostegno al dollaro. Fra maggio e la metà di ottobre, l'euro si è lievemente apprezzato, nel contesto di un progressivo miglioramento delle prospettive per l'economia dell'area, connesso all'emergere di possibili segnali di una trasmissione della crescita dal settore delle esportazioni alla domanda interna. Nel contempo, i timori del mercato circa le prospettive per la crescita mondiale, alimentati principalmente dalle incertezze geopolitiche e dall'impennata dei corsi petroliferi, sembrano aver esercitato nuove pressioni al ribasso sul dollaro statunitense e sullo yen giapponese. Le decisioni del FOMC di innalzare i tassi di interesse erano già state scontate dai mercati finanziari e non hanno influito sui cambi. Dalla metà di ottobre, tuttavia, l'euro si è sensibilmente rafforzato rispetto sia al dollaro statunitense, sia a diverse valute asiatiche a esso formalmente o informalmente ancorate. Tale andamento va inserito nel contesto di un indebolimento generalizzato della moneta statunitense durante l'ultimo trimestre del 2004,

periodo in cui essa è scesa a minimi non più osservati da anni rispetto all'euro, alla sterlina britannica e allo yen giapponese.

Alla fine del 2004 il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato rispetto alle divise di 23 importanti partner commerciali dell'area, si situava a un livello del 2,3 per cento superiore rispetto agli inizi dell'anno. Questo apprezzamento complessivo della moneta unica risulta da andamenti opposti nei confronti di diverse valute incluse nell'indice del tasso di cambio effettivo. Più in particolare, l'euro si è notevolmente rafforzato sia sul dollaro statunitense, sia sul renminbi cinese e sul dollaro di Hong Kong, i quali sono ancorati alla moneta americana. Il 31 dicembre 2004 l'euro valeva 1,36 dollari, un livello di circa l'8,2 per cento superiore a quello di inizio anno. Nello stesso periodo l'euro si è apprezzato (del 3,7 per cento) anche sullo yen giapponese; a fine anno è stato quotato a 139,7 yen, attestando così un apprezzamento dello yen di oltre il 4 per cento sul dollaro. Alla fine del 2004 il cambio dell'euro con la sterlina britannica

Figura 29 Tassi di cambio effettivi dell'euro nominali e reali ¹⁾

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

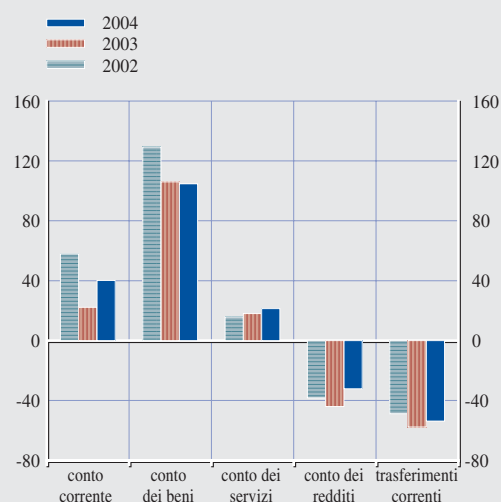


Fonte: BCE.

1) Un aumento degli indici TCE rappresenta un apprezzamento dell'euro. Le ultime osservazioni relative ai dati mensili si riferiscono a dicembre 2004 (al 3° trimestre 2004 per il TCE reale basato sul CLUPM; quest'ultimo dato è parzialmente basato su stime).

Figura 30 Saldo di conto corrente e delle sue componenti

(miliardi di euro; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

risultava invariato, a 0,71 sterline, rispetto al livello del 2 gennaio.

Nel corso del 2004, la moneta unica ha subito un deprezzamento moderato rispetto al franco svizzero e alla corona norvegese e uno più significativo nei confronti del won coreano (-6,3 per cento). Si è anche deprezzata nei confronti delle valute di vari nuovi Stati membri dell'UE: la corona ceca, il fiorino ungherese, lo zloty polacco e la corona slovacca (cfr. anche la sezione 3). Essa si è inoltre indebolita lievemente rispetto alla sterlina cipriota, mentre ha registrato un rafforzamento rispetto al lat lettone, che era parzialmente ancorato al dollaro statunitense. Dal 1° gennaio 2005, tuttavia, il lat è ancorato alla moneta unica al cambio di 0,702804 lat per euro e da allora ha oscillato in prossimità di tale livello. La lira maltese è rimasta relativamente stabile rispetto all'euro nel 2004, riflettendo il peso dominante di quest'ultimo nel paniere di valute cui è ancorata.

All'interno degli AEC II, la corona danese si è mantenuta vicina alla parità centrale con l'euro. Le valute che hanno aderito il 28 giugno 2004 (corona estone, litas lituano e tallero sloveno) hanno oscillato entro margini molto ristretti o sono rimaste invariate rispetto alla loro parità centrale.

Nei primi due mesi del 2005 l'euro è arretrato nei confronti di gran parte delle principali valute, in particolare il dollaro statunitense. Sull'andamento della moneta unica in tale periodo hanno influito sia i segnali di un'evoluzione robusta dell'economia negli Stati Uniti, sia il ridursi delle preoccupazioni per il disavanzo di conto corrente del paese. Il 24 febbraio 2005 l'euro risultava deprezzato di circa l'1,4 per cento in termini effettivi nominali rispetto all'inizio dell'anno. Tale indebolimento ha riflesso in particolare un deprezzamento sul dollaro statunitense, il renminbi cinese e, in misura inferiore, la sterlina britannica (valute con un elevato peso relativo nell'indice dei tassi di cambio dell'euro ponderati in base all'interscambio commerciale).



Anche il tasso di cambio effettivo reale dell'euro, basato su indici di costo e di prezzo, ha continuato a salire durante il 2004, in linea con la sua controparte nominale (cfr. figura 29). Nel quarto trimestre dell'anno gli indici del tasso di cambio effettivo reale dell'euro risultavano ben superiori rispetto al primo trimestre del 1999; in particolare, gli indici basati sui prezzi al consumo e alla produzione erano prossimi ai valori massimi degli ultimi dieci anni.

L'AVANZO DI CONTO CORRENTE È LIEVEMENTE AUMENTATO NEL 2004

Nel 2004 l'avanzo di conto corrente dell'area dell'euro è salito a 40,2 miliardi di euro (corrispondenti a circa lo 0,5 per cento del PIL), da 22,2 miliardi nel 2003 (0,3 per cento del PIL). L'aumento è imputabile soprattutto al calo dei disavanzi dei redditi e dei trasferimenti correnti e al concomitante incremento marginale dell'avanzo dei servizi (cfr. figura 30). L'attivo nel conto dei beni è rimasto sostanzialmente invariato poiché la crescita in valore delle esportazioni è stata simile a quella delle importazioni.

Nel corso del 2004, tuttavia, l'avanzo cumulato su dodici mesi del conto dei beni stagionalizzato ha subito due andamenti significativi. Durante il primo semestre esso è aumentato (fino a totalizzare, in giugno, oltre 125 miliardi

di euro dai 106 del dicembre precedente), soprattutto grazie alla dinamica sostenuta delle esportazioni. Nel prosieguo dell'anno, invece, è sceso a un livello prossimo a quello di fine 2003 per l'effetto congiunto della forte crescita delle importazioni nel secondo e terzo trimestre e della decelerazione delle esportazioni nel secondo semestre del 2004. Il minore disavanzo dei redditi è principalmente ascrivibile al fatto che, in tale conto, l'aumento degli introiti è stato cospicuo e molto superiore a quello degli esborsi. Gli introiti sarebbero cresciuti soprattutto grazie all'evoluzione positiva della remuneratività degli investimenti (riconducibile alla robusta espansione dell'economia mondiale), la quale ha più che compensato l'impatto negativo dell'apprezzamento della moneta unica (che riduce il valore espresso in euro dei redditi denominati in valuta estera ricevuti dal resto del mondo).

Gli andamenti delle esportazioni e delle importazioni di beni risultano più comprensibili analizzando la disaggregazione dei rispettivi valori in volumi e prezzi in base alle statistiche sul commercio estero di Eurostat aggiornate a ottobre del 2004. Da essa emerge come il forte aumento di valore delle esportazioni osservato nel primo semestre dell'anno sia principalmente ascrivibile alla robusta crescita dei volumi a fronte di un'evoluzione ancora moderata dei prezzi. In tale periodo, l'effetto negativo dell'apprezzamento dell'euro sui volumi esportati dall'area sarebbe stato quindi più che compensato dalla vigorosa espansione della domanda estera. Quanto alla destinazione geografica, nel periodo i volumi esportati in Asia e nei nuovi Stati membri dell'UE hanno registrato tassi di incremento particolarmente elevati. Le lievi pressioni al rialzo sui prezzi all'esportazione provocate dall'aumento dei costi conseguente al rincaro del petrolio potrebbero essere state parzialmente controbilanciate dalla leggera riduzione dei margini di profitto decisa dagli esportatori al fine di contrastare in parte la perdita di competitività di prezzo originata dal rafforzamento dell'euro. La decelerazione delle esportazioni intervenuta nella seconda metà dell'anno sarebbe principalmente imputabile alle minori

esportazioni verso l'Asia e i nuovi Stati membri dell'UE, benché anche quelle verso gli Stati Uniti siano notevolmente rallentate. L'aumento di valore delle importazioni di beni nel secondo e terzo trimestre del 2004 costituisce invece la risultante di incrementi sia dei prezzi sia dei volumi. Con riferimento ai prezzi, gran parte del rialzo va ricondotta all'aumento delle quotazioni petrolifere. Per quanto riguarda i volumi, essi sono aumentati anche a seguito della ripresa della domanda interna dell'area dell'euro (soprattutto nelle categorie di spesa ad alta intensità di beni d'importazione).

AFFLUSSI NETTI PER L'INSIEME DEGLI INVESTIMENTI DIRETTI E DI PORTAFOGLIO NEL 2004

Nel conto finanziario, gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme afflussi netti per 18,3 miliardi di euro nel 2004, a fronte di afflussi netti per 38,3 miliardi nel 2003. Il calo è principalmente riconducibile ai maggiori flussi netti in uscita per investimenti diretti (cfr. figura 31).

Figura 31 Saldo del conto finanziario e delle sue componenti



Fonte: BCE.

Gli andamenti osservati negli investimenti diretti sono da imputare soprattutto alla progressiva diminuzione degli afflussi nell'area, sostanzialmente ascrivibili al fatto che in questo conto gli acquisti di titoli azionari dell'area da parte di non residenti si sono ridotti di due terzi rispetto all'anno precedente. Tale diminuzione è stata superiore a quella subita dagli investimenti azionari all'estero dei residenti dell'area e potrebbe anche riflettere migliori prospettive di crescita dell'economia mondiale rispetto all'area dell'euro nel corso del 2004.

L'aumento degli afflussi netti per investimenti di portafoglio è stato dovuto per lo più ai maggiori acquisti netti di titoli azionari dell'area da parte di non residenti. Le indagini di mercato indicavano un rinnovato interesse degli investitori esteri nei confronti di questi strumenti. A questi sviluppi hanno contribuito un prezzo ritenuto interessante in termini relativi e le attese di un apprezzamento dell'euro nel corso del 2004.

Per quanto riguarda gli strumenti di debito, nel 2004 i flussi da e verso l'area dell'euro sono stati di entità simile all'anno precedente e approssimativamente pari a 200 miliardi di euro sia in entrata sia in uscita. Dal lato delle passività,

gli investitori esteri hanno acquistato quasi esclusivamente obbligazioni e *notes* in quanto il basso livello dei tassi di interesse a breve nell'area ha ridotto l'attrattiva dei titoli del mercato monetario. Da quello delle attività, gli investimenti all'estero in strumenti di debito hanno riguardato per il 25 per cento titoli del mercato monetario e per circa il 75 per cento obbligazioni e *notes*. Il calo percentuale di quest'ultima componente rispetto al 2003 potrebbe essere connesso alle aspettative di possibili perdite in conto capitale derivanti dagli attesi rialzi dei tassi di interesse a lungo termine negli Stati Uniti. Nei primi tre trimestri del 2004, infatti, i deflussi per investimenti in titoli di debito statunitensi sono scesi a 29 miliardi di euro dai 75 del 2003.

In base ai flussi cumulati sui primi tre trimestri del 2004, l'area dell'euro ha registrato deflussi netti per investimenti diretti esteri verso la maggioranza dei partner principali fatta eccezione per gli Stati Uniti e la Svizzera. Regno Unito e Stati Uniti sono stati sia i principali destinatari degli investimenti diretti dell'area sia i principali investitori nell'area.

La scomposizione geografica degli investimenti di portafoglio dell'area mostra come, nei primi tre trimestri del 2004, essi si siano orientati soprattutto verso il Regno Unito e gli Stati Uniti (che costituiscono tradizionalmente le destinazioni principali di questa categoria di investimenti). I residenti inoltre hanno effettuato ingenti acquisti netti di titoli azionari giapponesi. Sulle decisioni di portafoglio degli investitori dell'area avrebbe influito il miglioramento delle prospettive per l'economia in Giappone, soprattutto agli inizi del 2004.



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

ATTIVITÀ ECONOMICA

Nel 2004 la crescita del PIL in termini reali nei paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro è stata relativamente vigorosa e, in generale, superiore a quella media nell'area (cfr. tavola 6). La crescita del prodotto è stata più elevata negli Stati baltici e in Polonia (i paesi con il minor livello di PIL pro capite nell'UE) e più bassa in Danimarca e a Malta, sebbene il PIL abbia ripreso a crescere a tassi più sostenuti dopo la stagnazione nel 2003.

In molti dei paesi considerati, nel 2004 il principale contributo alla crescita del PIL in termini reali è provenuto dalla domanda interna e, in particolare, dagli investimenti fissi lordi che, in molti nuovi Stati membri, in Danimarca e in Svezia, hanno beneficiato del miglioramento del clima di fiducia nell'industria, dell'elevato grado di utilizzo del capitale e del miglioramento delle prospettive di domanda. Il vigore della dinamica della domanda interna, soprattutto negli Stati baltici, ha riflesso anche la significativa crescita dei consumi privati, sostenuta dall'incremento di reddito reale disponibile connesso ai forti incrementi salariali e all'evoluzione favorevole del mercato del lavoro. Nel Regno Unito la crescita dei consumi privati

è stata sospinta dal buon andamento del mercato del lavoro e dall'aumento della ricchezza immobiliare. In diversi paesi, la spesa delle famiglie ha anche ricevuto impulso da un'elevata e, in alcuni casi, crescente espansione del credito al settore privato; tale fenomeno è stato particolarmente significativo negli Stati baltici e in Ungheria. Inoltre, nella prima metà del 2004 nella maggior parte dei nuovi Stati membri le attese di incrementi dei prezzi dovuti a modifiche della tassazione e dei prezzi amministrati a seguito dell'adesione all'UE hanno stimolato la spesa per consumi. Infine, l'orientamento della politica di bilancio, rimasto lievemente espansivo, ha fornito, in alcuni paesi, un ulteriore impulso ai consumi.

Per quanto riguarda la domanda estera, il contributo delle esportazioni nette alla crescita del PIL in termini reali è stato molto eterogeneo nei diversi paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro. In particolare, la domanda estera ha sostenuto in misura significativa la crescita del prodotto in Polonia e Svezia, ma l'ha rallentata nella maggior parte dei nuovi Stati membri e nel Regno Unito. Tuttavia, nel 2004 la crescita di esportazioni e importazioni è rimasta relativamente vigorosa, soprattutto nei nuovi Stati

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2004 1° trim. | 2004 2° trim. | 2004 3° trim. | 2004 4° trim. |
|---------------------|------|------|------|------|------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Repubblica Ceca | 3,9 | 2,6 | 1,5 | 3,7 | 4,0 | 3,8 | 3,9 | 4,2 | 4,2 |
| Danimarca | 2,8 | 1,6 | 1,0 | 0,4 | 2,0 | 1,7 | 2,5 | 1,8 | 2,2 |
| Estonia | 7,8 | 6,4 | 7,2 | 5,1 | . | 6,8 | 5,9 | 6,1 | . |
| Cipro | 5,0 | 4,1 | 2,1 | 2,0 | 3,7 | 3,7 | 4,1 | 4,0 | 3,1 |
| Lettonia | 6,9 | 8,0 | 6,4 | 7,5 | 8,5 | 8,7 | 7,7 | 9,1 | 8,6 |
| Lituania | 3,9 | 6,4 | 6,8 | 9,7 | 6,7 | 7,1 | 7,3 | 5,8 | 6,7 |
| Ungheria | 5,2 | 3,8 | 3,5 | 3,0 | 4,0 | 4,3 | 4,2 | 3,7 | 3,8 |
| Malta | 6,4 | -1,7 | 2,2 | -1,8 | 1,5 | 2,3 | -0,5 | 1,9 | 2,3 |
| Polonia | 4,0 | 1,0 | 1,4 | 3,8 | 5,3 | 6,9 | 6,1 | 4,8 | 3,9 |
| Slovenia | 3,9 | 2,7 | 3,3 | 2,5 | 4,6 | 4,1 | 4,9 | 5,0 | 4,3 |
| Slovacchia | 2,0 | 3,8 | 4,6 | 4,5 | 5,5 | 5,4 | 5,5 | 5,3 | 5,8 |
| Svezia | 4,3 | 1,0 | 2,0 | 1,5 | 3,5 | 3,4 | 4,0 | 3,7 | 2,8 |
| Regno Unito | 3,9 | 2,3 | 1,8 | 2,2 | 3,1 | 2,8 | 3,5 | 3,1 | 2,9 |
| UE 10 ¹⁾ | 4,2 | 2,7 | 2,6 | 3,9 | 4,8 | 5,4 | 5,1 | 4,6 | 4,3 |
| UE 13 ²⁾ | 3,9 | 2,2 | 1,9 | 2,3 | 3,3 | 3,2 | 3,7 | 3,3 | 3,0 |
| Area dell'euro | 3,5 | 1,6 | 0,9 | 0,5 | 2,0 | 2,0 | 2,5 | 1,7 | 1,8 |

Fonte: Eurostat.

Nota: I dati trimestrali per la Repubblica Ceca sono destagionalizzati, quelli per il Regno Unito sono corretti per la stagionalità e per il numero di giornate lavorative.

1) L'aggregato UE 10 include 10 nuovi Stati membri. 2) L'aggregato UE 13 include 13 paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro.

membri; in particolare gli scambi di beni e servizi hanno beneficiato dell'eliminazione delle barriere doganali in seguito all'adesione, dell'aumento della domanda dei partner commerciali e di ulteriori guadagni di produttività.

Nel 2004 nella maggior parte dei paesi considerati e, in particolare, negli Stati baltici la ripresa dell'attività economica, i considerevoli investimenti diretti esteri affluiti negli ultimi anni e le riforme strutturali in atto hanno indotto un graduale miglioramento della situazione del mercato del lavoro. La crescita dell'occupazione in molti nuovi Stati membri è stata tuttavia modesta, anche a causa di precedenti aumenti dei costi del lavoro e di squilibri strutturali fra le qualifiche professionali offerte e quelle domandate sul mercato del lavoro. In molti paesi, soprattutto in Polonia e in Slovacchia, i tassi di disoccupazione sono rimasti molto elevati; nel Regno Unito le condizioni del mercato del lavoro si sono fatte più tese.

I PREZZI

Nel 2004 i paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro hanno registrato dinamiche dei prezzi molto differenziate. La crescita dei prezzi sui dodici mesi, misurata sullo IAPC, ha toccato

livelli ben inferiori a quella media dell'area in Danimarca, in Lituania, in Svezia e nel Regno Unito (circa l'1 per cento). Nella maggior parte dei nuovi Stati membri l'inflazione è stata superiore alla media. In Lettonia, in Ungheria e in Slovacchia il tasso di inflazione è stato pari a quasi tre volte quello medio dell'area dell'euro.

Nella maggior parte dei nuovi Stati membri, la crescita dei prezzi al consumo è stata più elevata che nel 2003 (cfr. tavola 7). Gli incrementi sono stati più marcati nella Repubblica Ceca, in Lettonia, in Lituania, in Ungheria e in Polonia. Tuttavia in altri paesi, soprattutto Cipro e la Slovenia, l'inflazione media per il 2004 è diminuita rispetto all'anno precedente. Anche il profilo dell'inflazione nel corso dell'anno è stato poco omogeneo. In alcuni paesi, l'inflazione è aumentata considerevolmente nella prima metà del 2004 per poi stabilizzarsi su un livello più elevato, o diminuire gradualmente, nella seconda metà dell'anno. In altri paesi, invece, i tassi di inflazione misurati sullo IAPC sono rimasti sostanzialmente stabili durante tutto l'anno.

L'andamento dell'inflazione negli Stati dell'UE non appartenenti all'area dell'euro è in parte

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2004 1° trim. | 2004 2° trim. | 2004 3° trim. | 2004 4° trim. |
|---------------------|------|------|------|------|------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Repubblica Ceca | 3,9 | 4,5 | 1,4 | -0,1 | 2,6 | 2,0 | 2,5 | 3,0 | 2,7 |
| Danimarca | 2,7 | 2,3 | 2,4 | 2,0 | 0,9 | 0,7 | 0,8 | 1,0 | 1,2 |
| Estonia | 3,9 | 5,6 | 3,6 | 1,4 | 3,0 | 0,6 | 3,2 | 3,9 | 4,4 |
| Cipro | 4,9 | 2,0 | 2,8 | 4,0 | 1,9 | 1,0 | 1,2 | 2,5 | 2,8 |
| Lettonia | 2,6 | 2,5 | 2,0 | 2,9 | 6,2 | 4,3 | 5,8 | 7,4 | 7,2 |
| Lituania | 0,9 | 1,3 | 0,4 | -1,1 | 1,1 | -1,1 | 0,5 | 2,3 | 3,0 |
| Ungheria | 10,0 | 9,1 | 5,2 | 4,7 | 6,8 | 6,8 | 7,4 | 7,0 | 5,9 |
| Malta | 3,0 | 2,5 | 2,6 | 1,9 | 2,7 | 2,5 | 3,3 | 3,0 | 2,2 |
| Polonia | 10,1 | 5,3 | 1,9 | 0,7 | 3,6 | 1,8 | 3,4 | 4,7 | 4,5 |
| Slovenia | 8,9 | 8,6 | 7,5 | 5,7 | 3,6 | 3,7 | 3,8 | 3,6 | 3,5 |
| Slovacchia | 12,2 | 7,2 | 3,5 | 8,5 | 7,4 | 8,2 | 8,0 | 7,2 | 6,0 |
| Svezia | 1,3 | 2,7 | 2,0 | 2,3 | 1,0 | 0,6 | 1,2 | 1,2 | 1,1 |
| Regno Unito | 0,8 | 1,2 | 1,3 | 1,4 | 1,3 | 1,3 | 1,4 | 1,2 | 1,4 |
| UE 10 ¹⁾ | 8,4 | 5,7 | 2,6 | 1,9 | 4,0 | 2,9 | 4,0 | 4,8 | 4,4 |
| UE 13 ²⁾ | 3,2 | 2,7 | 1,8 | 1,6 | 2,1 | 1,7 | 2,2 | 2,3 | 2,3 |
| Area dell'euro | 2,1 | 2,4 | 2,3 | 2,1 | 2,1 | 1,7 | 2,3 | 2,3 | 2,3 |

Fonti: Eurostat.

1) L'aggregato UE 10 include 10 nuovi Stati membri.

2) L'aggregato UE 13 include 13 paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro.

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

(in percentuale del PIL)

| | Avanzo (+) / disavanzo (-) delle amministrazioni pubbliche | | | | Debito lordo delle amministrazioni pubbliche | | | |
|---------------------------|--|------|-------|------|--|------|------|------|
| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 |
| Repubblica Ceca | -6,2 | -6,8 | -11,7 | -3,0 | 27,2 | 30,7 | 38,3 | 37,4 |
| Danimarca | 2,9 | 1,7 | 1,2 | 2,8 | 47,8 | 47,2 | 44,7 | 42,7 |
| Estonia | 0,3 | 1,4 | 2,9 | 1,8 | 4,4 | 5,3 | 5,3 | 4,9 |
| Cipro | -2,3 | -4,5 | -6,3 | -4,5 | 61,9 | 65,2 | 69,8 | 71,9 |
| Lettonia | -2,1 | -2,9 | -1,5 | -0,8 | 14,9 | 14,1 | 14,4 | 14,4 |
| Lituania | -2,0 | -1,5 | -1,9 | -2,5 | 22,9 | 22,4 | 21,4 | 19,7 |
| Ungheria | -3,7 | -8,5 | -6,2 | -4,7 | 52,2 | 55,5 | 56,9 | 57,6 |
| Malta | -6,4 | -5,9 | -10,5 | -5,2 | 62,4 | 62,7 | 71,8 | 75,0 |
| Polonia | -3,9 | -3,6 | -4,5 | -4,8 | 36,7 | 41,2 | 45,4 | 43,6 |
| Slovenia | -3,3 | -2,4 | -2,0 | -1,9 | 28,1 | 29,5 | 29,4 | 29,4 |
| Slovacchia | -6,0 | -6,0 | -3,7 | -3,3 | 48,7 | 43,3 | 42,6 | 43,6 |
| Svezia | 2,5 | -0,3 | 0,2 | 1,4 | 54,3 | 52,4 | 52,0 | 51,2 |
| Regno Unito ¹⁾ | 0,7 | -1,7 | -3,4 | -3,2 | 38,8 | 38,3 | 39,7 | 41,6 |
| UE 10 ²⁾ | -4,2 | -4,9 | -5,7 | -3,9 | 37,3 | 40,1 | 43,5 | 42,7 |
| UE 13 ³⁾ | 0,2 | -1,9 | -3,1 | -2,4 | 40,9 | 40,9 | 42,1 | 42,9 |
| Area dell'euro | -1,8 | -2,5 | -2,8 | -2,7 | 69,6 | 69,5 | 70,8 | 71,3 |

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati sono basati sulla definizione adottata ai fini della Procedura per i disavanzi eccessivi. Le posizioni di bilancio escludono gli introiti derivanti dalla vendita delle licenze UMTS.

1) Stime per l'anno solare.

2) L'aggregato UE 10 include 10 nuovi Stati membri.

3) L'aggregato UE 13 include 13 paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro.

riconducibile ad alcuni fattori comuni, in particolare il forte rialzo del prezzo del petrolio nel 2004. L'impatto di tale fattore è stato differenziato, riflettendo soprattutto differenze nelle abitudini di consumo, nelle strutture di mercato e nell'intensità energetica della produzione. È inoltre possibile che in alcuni paesi il rialzo dei prezzi del petrolio non si sia riflesso pienamente sull'inflazione nel corso del 2004. Le pressioni inflazionistiche sono anche riconducibili alla vigorosa crescita del PIL; in alcuni casi ciò ha determinato spinte all'aumento dei salari.

Nei nuovi Stati membri anche l'adesione all'UE ha esercitato lievi pressioni al rialzo sui prezzi. Nella maggior parte dei nuovi Stati membri i prezzi dei beni alimentari sono aumentati nella prima metà dell'anno, in seguito all'integrazione di tali paesi nella Politica agricola comune e all'eliminazione delle ultime barriere agli scambi. Considerato l'elevato peso dei prezzi alimentari nel paniere dei consumi di tali paesi, ciò ha avuto un impatto notevole sull'inflazione, cui si è aggiunto l'effetto dell'armonizzazione con il resto dell'Unione di diverse imposte indirette e accise. La possibilità che l'adesione

all'UE provocasse un aumento dei prezzi ha causato un incremento della domanda già all'inizio del 2004, con conseguente aumento dell'inflazione; tuttavia, nella seconda metà dell'anno in diversi paesi, tale effetto ha cominciato a riassorbirsi. In alcuni nuovi Stati membri, i prezzi amministrati sono stati aumentati in misura significativa al fine di completare la transizione di alcune imprese statali a un livello dei prezzi tale da coprire i costi di produzione.

Anche l'andamento del tasso di cambio effettivo nominale, e i suoi effetti ritardati sui prezzi delle importazioni, hanno influito sull'inflazione nel 2004. In diversi paesi, fra cui la Repubblica Ceca, l'Ungheria e la Slovacchia, l'andamento del tasso di cambio effettivo ha avuto un effetto calmierante sull'inflazione, mentre in altri (fra cui la Lettonia) ha accresciuto le pressioni al rialzo sui prezzi. In Polonia, l'impatto ritardato delle variazioni del tasso di cambio ha contribuito a un incremento dell'inflazione al consumo nella prima metà del 2004, a un suo calo nella seconda metà dell'anno.

POLITICHE DI BILANCIO

Nel 2004 tre Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro (Estonia, Danimarca e Svezia) hanno segnato un avanzo di bilancio, dieci hanno registrato un disavanzo. Il 5 luglio 2004 il Consiglio Ecofin ha riscontrato la presenza di un disavanzo eccessivo in sei paesi (Repubblica Ceca, Cipro, Ungheria, Malta, Polonia e Slovacchia). In tutti i casi, escluso quello di Cipro, il Consiglio ha deciso di consentire la correzione di tali disavanzi nell'ambito di un piano di medio periodo, in considerazione di alcune speciali circostanze, dato che (a) il disavanzo pubblico al momento dell'adesione era significativamente superiore al valore di riferimento e (b) nel caso della Repubblica Ceca, dell'Ungheria, della Polonia e della Slovacchia, è ancora in atto il processo di trasformazione strutturale verso un'economia di mercato moderna e orientata ai servizi che si associa alla convergenza reale. Il Regno Unito ha registrato, sia nel 2003 sia nel 2004, un rapporto deficit/PIL superiore alla soglia del 3 per cento. L'elevato numero di paesi ancora in condizioni di disavanzo eccessivo indica che è necessario rafforzare l'impegno politico a favore delle riforme strutturali e dell'azione di risanamento dei conti pubblici.

Nel 2004 i saldi di bilancio delle amministrazioni pubbliche sono migliorati in dieci dei tredici paesi considerati e sono peggiorati nei rimanenti tre (cfr. tavola 8). I miglioramenti sono riconducibili principalmente a fattori temporanei, oltre che agli effetti positivi del ciclo economico. La Repubblica Ceca e Malta, dove il miglioramento è stato maggiore, avevano registrato un considerevole aumento del disavanzo nel 2003, sempre dovuto a fattori temporanei.

Nel 2004 il rapporto fra debito e PIL si è mantenuto su livelli ben inferiori alla media dell'area dell'euro nella maggior parte dei paesi dell'UE al di fuori dell'area. L'incidenza del debito è diminuita in sei dei tredici paesi, in linea con i miglioramenti dei saldi di bilancio, ma è aumentata negli altri paesi, rispecchiando principalmente il basso rapporto fra avanzo primario e PIL nonché "racordi disavanzo-debito"



(ovvero le variazioni del debito pubblico che non sono riconducibili al saldo di bilancio) che si sono tradotti in un aumento del debito. Solo Cipro e Malta hanno continuato a registrare un rapporto debito/PIL superiore al valore di riferimento del 60 per cento.

Nella maggior parte dei paesi i risultati di bilancio nel 2004 sono stati in linea o migliori rispetto agli obiettivi dei Programmi di convergenza presentati a maggio. Diversi paesi hanno registrato entrate fiscali maggiori del previsto, a fronte di una spesa generalmente in linea con il profilo predefinito. L'Ungheria, invece, ha evidenziato segni di un significativo scostamento rispetto agli obiettivi del Programma di convergenza. Inoltre, alcuni governi (Estonia e Lituania) hanno utilizzato parte delle maggiori entrate nel 2004 per finanziare spese aggiuntive, anziché migliorare i saldi di bilancio.

BILANCIA DEI PAGAMENTI

Per quanto riguarda i conti con l'estero, nel 2004 la Svezia e la Danimarca hanno continuato a registrare considerevoli avanzi di conto corrente, mentre il Regno Unito e la maggioranza dei nuovi Stati membri hanno chiuso l'anno registrando dei disavanzi, in alcuni casi molto elevati (cfr. tavola 9). Forti disavanzi, prossimi o superiori al 10 per cento del PIL, sono stati registrati negli Stati baltici e in Ungheria,

Tavola 9 Bilancia dei pagamenti degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e nell'area dell'euro

(in percentuale del PIL)

| | Conto corrente + conto capitale: saldo | | | | Investimenti diretti esteri (IDE): flussi netti | | | |
|-----------------|--|------|-------|--------------------|---|-------|------|--------------------|
| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 ¹⁾ | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 ¹⁾ |
| Repubblica Ceca | -5,4 | -5,7 | -6,2 | -6,1 | 9,0 | 11,2 | 2,6 | 2,4 |
| Danimarca | 3,1 | 2,1 | 3,3 | 2,8 | -1,9 | 1,0 | 0,1 | -0,6 |
| Estonia | -5,6 | -9,9 | -12,7 | -13,3 | 5,7 | 2,2 | 8,3 | 4,5 |
| Cipro | -3,3 | -4,5 | -3,3 | -4,8 | 7,3 | 5,7 | 3,7 | 4,6 |
| Lettonia | -7,2 | -6,5 | -7,6 | -11,0 | 1,4 | 2,7 | 2,4 | 3,5 |
| Lituania | -4,7 | -4,8 | -6,5 | -8,7 | 3,6 | 5,0 | 0,8 | 3,2 |
| Ungheria | -5,6 | -6,9 | -9,0 | -8,8 | 6,9 | 4,2 | 0,8 | 3,3 |
| Malta | -4,2 | 0,5 | -5,6 | -6,6 | 6,2 | -10,3 | 5,7 | 7,3 |
| Polonia | -2,8 | -2,6 | -2,2 | -1,6 | 3,1 | 2,0 | 1,9 | 1,4 |
| Slovenia | 0,2 | 0,7 | -1,0 | -0,9 | 1,1 | 6,8 | -0,5 | -0,4 |
| Slovacchia | -8,0 | -7,6 | -0,5 | -2,6 | 7,4 | 16,5 | 2,2 | 3,3 |
| Svezia | 4,3 | 5,3 | 6,4 | 7,8 | 2,5 | 0,4 | -4,7 | -1,7 |
| Regno Unito | -2,2 | -1,7 | -1,6 | -2,0 | -0,3 | -0,5 | -2,5 | 0,4 |
| Area dell'euro | -0,1 | 1,0 | 0,5 | 0,8 | -1,7 | 0,0 | 0,0 | -0,5 |

Fonte: BCE.

1) I dati per il 2004 sono calcolati come media dei quattro trimestri che vanno dal quarto del 2003 al terzo del 2004, ad eccezione del dato di Cipro calcolato sui trimestri che vanno dal terzo del 2003 al secondo del 2004.

mentre quelli in Slovacchia e in Polonia sono stati più contenuti, proseguendo il calo degli ultimi due anni, rispetto ai due anni precedenti. Fa eccezione la Slovenia che, storicamente, ha sempre registrato un sostanziale equilibrio del conto corrente.

In molti nuovi Stati membri l'aumento del disavanzo di conto corrente nel 2004 è ascrivibile a una vigorosa crescita delle importazioni, riconducibile alla forte domanda interna e agli elevati prezzi del petrolio. Il conto corrente ha risentito anche di altri fattori di natura sia strutturale sia temporanea. Dal punto di vista strutturale, la presenza di disavanzi di conto corrente è normale per economie, come quelle dei nuovi Stati membri, impegnate in un processo di convergenza reale. Tali disavanzi potrebbero segnalare problemi di sostenibilità delle posizioni sull'estero, ma in molti casi sono anche associati a un aumento del disavanzo del saldo dei redditi, riconducibile agli utili sugli investimenti diretti esteri affluiti in passato. Fra i fattori di natura transitoria, figura invece lo stesso processo di adesione all'UE, che potrebbe avere indotto le imprese ad accrescere le scorte in previsione di un rialzo dei dazi doganali.

Per quanto riguarda le modalità di finanziamento della bilancia dei pagamenti, nel corso

del 2004 nella maggior parte dei nuovi Stati membri gli afflussi netti di investimenti diretti esteri hanno registrato un lieve recupero, dopo il rallentamento dell'anno precedente (cfr. tavola 9); fa eccezione la Slovenia, che ha segnato modesti deflussi netti. Fra gli altri Stati membri non appartenenti all'area dell'euro, Danimarca e Svezia hanno registrato deflussi netti di investimenti diretti esteri mentre nel Regno Unito il saldo è stato positivo, dopo i modesti deflussi degli anni precedenti. Negli ultimi anni gli investimenti diretti esteri hanno rappresentato un'importante fonte di finanziamento per molti di questi paesi; tuttavia, in molti casi essi non sono stati sufficienti a coprire il disavanzo di conto corrente e sono stati integrati da investimenti di portafoglio e da "altri investimenti"; conseguentemente, per alcuni paesi è aumentato l'indebitamento estero.

AEC II E TASSI DI CAMBIO

Il 28 giugno 2004 le valute di Estonia, Lituania e Slovenia sono entrate, aggiungendosi alla corona danese, nei nuovi accordi europei di cambio (AEC II), con una banda di fluttuazione standard di ± 15 per cento intorno alla parità centrale con l'euro. L'Estonia e la Lituania hanno inoltre mantenuto i rispettivi regimi di *currency board* come impegno unilaterale. La partecipazione di tali paesi agli AEC II si basa

sull'impegno ad adottare le misure necessarie a mantenere la stabilità macroeconomica e del cambio. Il riquadro 10 presenta una sintesi delle caratteristiche degli AEC II.

Riquadro 10

PRINCIPALI ELEMENTI DEI NUOVI ACCORDI EUROPEI DI CAMBIO

A seguito dell'introduzione dell'euro il 1° gennaio 1999, i nuovi accordi europei di cambio (AEC II) hanno sostituito il Sistema monetario europeo (e il relativo meccanismo di cambio) in vigore dal 1979. Gli AEC II sono degli accordi multilaterali di cambio fisso, ma aggiustabile, costituiti da una parità centrale rispetto all'euro per ogni valuta partecipante e una banda di oscillazione standard del ± 15 per cento.

La partecipazione agli AEC II senza gravi tensioni per almeno due anni, prima dell'esame della convergenza economica, è necessaria per soddisfare il criterio del tasso di cambio previsto dal Trattato di Maastricht per l'adozione della moneta unica. La motivazione economica che sottende tale requisito formale è che gli accordi di cambio aiutano gli Stati membri non aderenti all'euro a orientare le proprie politiche verso la stabilità e favoriscono la convergenza duratura delle grandezze macroeconomiche di fondo.

L'idea sottostante è che le condizioni economiche e le politiche economiche degli Stati membri partecipanti dovranno essere coerenti con il mantenimento delle parità centrali. L'obiettivo complessivo di questo processo è di promuovere la stabilità macroeconomica dei nuovi Stati membri, contribuendo al meglio alla crescita e alla convergenza reale. Inoltre, la solidità delle politiche economiche e la stabilità del tasso di cambio contribuiscono al buon funzionamento del mercato interno.

Il meccanismo di cambio e l'orientamento di *policy* richiesto per la partecipazione sono concepiti, secondo il Consiglio direttivo, per aiutare gli Stati nei loro sforzi per adottare l'euro, affrontando nel contempo le complesse relazioni tra grandezze macroeconomiche di fondo e stabilità del tasso di cambio ¹.

Il meccanismo contempla diversi strumenti di *policy* utilizzabili per affrontare eventuali pressioni del mercato sul tasso di cambio: variazione dei tassi di interesse, movimenti del tasso di cambio all'interno della banda, interventi sul mercato dei cambi ed eventuali riallineamenti della parità centrale.

Da un punto di vista operativo, le decisioni relative alle parità centrali e alla banda di fluttuazione sono assunte di comune accordo dai ministri dei singoli Stati membri, dalla BCE e dai ministri e governatori della banca centrale del paese partecipante. Il Consiglio generale è responsabile del controllo del funzionamento degli AEC II, svolge funzione di forum per la cooperazione nella politica monetaria e del tasso di cambio; inoltre, controlla in modo permanente la sostenibilità dei tassi cambio bilaterali fra ciascuna valuta partecipante e l'euro.

¹ Cfr. anche *Posizione del Consiglio direttivo della Banca centrale europea su aspetti di politica del cambio relativi ai paesi aderenti* del 18 dicembre 2003.

Tavola 10 Andamenti negli AEC II

(in punti percentuali)

| | DKK | EK | LTL | SIT |
|---|------|-----|-----|------|
| Massima deviazione dalla parità centrale ¹⁾ (media mobile di dieci giorni di dati giornalieri basati sui giorni lavorativi) | | | | |
| Verso l'alto | +0,5 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Verso il basso | 0,0 | 0,0 | 0,0 | -0,2 |
| Differenziale del tasso di interesse a breve termine (media di dati mensili) | | | | |
| 4° trim. 2004 | 0,0 | 0,3 | 0,6 | 1,9 |

1) Per Estonia, Lituania e Slovenia il periodo di riferimento va dal 28 giugno 2004 al 24 febbraio 2005. Per la Danimarca il periodo di riferimento va dal 1° novembre 2002 al 24 febbraio 2005.

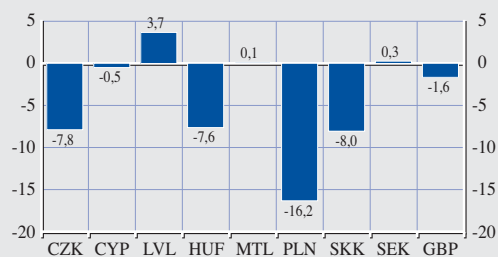
In nessuno dei paesi partecipanti agli AEC II si sono verificate tensioni sul mercato dei cambi. I tassi di cambio hanno oscillato in un intervallo molto ristretto intorno alle rispettive parità centrali, mentre nella maggior parte dei paesi i differenziali dei tassi di interesse a breve termine rispetto all'area sono rimasti contenuti (cfr. tavola 10). Nell'ambito dell'adesione agli AEC II, la Banka Slovenije ha gradualmente interrotto gli interventi sul mercato dei cambi volti a ottenere un graduale deprezzamento del talero sloveno rispetto all'euro.

Nel 2004 il tasso di cambio della maggioranza delle valute degli Stati membri non appartenenti all'area dell'euro si è rafforzato rispetto alla moneta unica, registrando altresì un pronunciato apprezzamento in termini effettivi. L'indeboli-

mento dell'euro è stato significativo nei confronti delle valute di alcuni dei nuovi Stati membri di maggiori dimensioni, caratterizzati da prospettive di crescita favorevoli (cfr. figura 32). La valuta che ha registrato un maggior apprezzamento rispetto all'euro è lo zloty polacco, seguito dalla corona ceca, dalla corona slovacca e dal fiorino ungherese. Si è invece deprezzato il lat lettone che nel 2004, in virtù del regime di cambio, era parzialmente ancorato al dollaro statunitense. Dall'inizio del 2005, la Lettonia ha modificato l'ancora del proprio regime di cambio, sostituendo il paniere di valute basato sui diritti speciali di prelievo (DSP) con l'euro, a una parità centrale di 0,702804 lat per euro. Da allora, il lat ha oscillato intorno a tale parità all'interno di un intervallo ristretto. La corona svedese, la lira maltese e la sterlina cipriota si sono mantenute relativamente stabili rispetto alla moneta unica, mentre la sterlina britannica ha registrato un lieve apprezzamento all'inizio del 2004, riconducibile alle favorevoli prospettive di crescita e all'aumento dei tassi di interesse, seguito da un deprezzamento nella seconda metà dell'anno.

Figura 32 Variazioni dei tassi di cambio dell'euro nei confronti delle valute dell'UE non incluse negli AEC II

(in punti percentuali)



Fonte: BCE.

Nota: Un valore positivo (negativo) rappresenta un apprezzamento (deprezzamento) dell'euro. Le variazioni si riferiscono al periodo compreso fra il 2 gennaio e il 24 febbraio 2005.

POLITICA MONETARIA

Obiettivo prioritario della politica monetaria in tutti gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro è la stabilità dei prezzi; tuttavia le strategie di politica monetaria variano considerevolmente da un paese all'altro, riflettendo differenze economiche di carattere nominale, reale e strutturale (cfr. tavola 11). Nel corso del 2004 la politica monetaria e i regimi

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

| | Strategia di politica monetaria | Valuta | Caratteristiche |
|-----------------|---|---------------------|---|
| Repubblica Ceca | Obiettivo di inflazione | Corona ceca | Obiettivo di inflazione: 2-4 per cento entro la fine del 2005, da tale data in poi 3 per cento ± 1 punto percentuale (p.p.). Strategia di cambio: fluttuazione (controllata). |
| Danimarca | Obiettivo di cambio | Corona danese | Partecipa agli AEC II con una banda di oscillazione pari al $\pm 2,25$ per cento rispetto al tasso centrale di 7,46038 corone danesi per euro. |
| Estonia | Obiettivo di cambio | Corona estone | Partecipa agli AEC II con una banda di oscillazione pari al ± 15 per cento rispetto al tasso centrale di 15,6466 corone estoni per euro. L'Estonia continua, come impegno unilaterale, a mantenere i suoi accordi di <i>currency board</i> . |
| Cipro | Obiettivo di cambio | Sterlina cipriota | Ancoraggio all'euro a 0,5853 sterline cipriote per euro con bande di oscillazioni pari a ± 15 per cento. La sterlina cipriota ha di fatto oscillato entro una fascia ristretta. |
| Lettonia | Obiettivo di cambio | Lat lettone | Dal febbraio 1994, ancoraggio al DSP (peso dell'euro 36,4 per cento) con una banda di oscillazione pari al ± 1 per cento. Dal 1° gennaio 2005, ancoraggio all'euro a 0,702804 lat lettone per euro) con una banda di oscillazione pari al ± 1 per cento. |
| Lituania | Obiettivo di cambio | Litas lituano | Partecipa agli AEC II con una banda di oscillazione pari al ± 15 per cento rispetto al tasso centrale di 3,4528 litas lettone per euro. La Lettonia continua, come impegno unilaterale, a mantenere i suoi accordi di <i>currency board</i> . |
| Ungheria | Obiettivo di inflazione con un vincolo sul tasso di cambio | Fiorino ungherese | Obiettivo di cambio: ancoraggio all'euro a 282,36 fiorini ungheresi per euro con una banda di oscillazione pari a ± 15 per cento. Obiettivo di inflazione: 3,5 per cento (± 1 p.p.) entro la fine del 2004, 4 per cento (± 1 p.p.) entro la fine del 2005 e 3,5 per cento (± 1 p.p.) entro la fine del 2006. |
| Malta | Obiettivo di cambio | Lira maltese | Ancoraggio a un paniere di valute (euro (70%), sterlina britannica (20%) e dollaro statunitense (10%)). Nessun margine di fluttuazione ma presenza di un margine di scambio del ± 25 per cento nelle operazioni sul mercato dei cambi. |
| Polonia | Obiettivo di inflazione | Zloty polacco | Obiettivo di inflazione: 2,5 per cento ± 1 p.p. (variazione sul periodo corrispondente dell'IPC) dal 2004. Libera fluttuazione del tasso di cambio. |
| Slovenia | Strategia a due pilastri che tiene sotto osservazione indicatori monetari, reali, esteri e finanziari delle condizioni macroeconomiche. | Tallero sloveno | Partecipa agli AEC II con una banda di oscillazione pari al ± 15 per cento rispetto al tasso centrale di 239,640 talleri sloveni per euro. |
| Slovacchia | Obiettivo di inflazione con fluttuazione controllata ¹⁾ | Corona slovacca | Obiettivo di inflazione: obiettivo di inflazione a breve termine fissato al 3,5 per cento ($\pm 0,5$ p.p.) a fine 2005. L'obiettivo di inflazione per il periodo 2006-2008 è fissato al di sotto del 2,5 per cento a fine 2006 e al di sotto del 2,0 per cento a fine 2007 e da tale data in poi. Strategia di cambio: fluttuazione controllata. |
| Svezia | Obiettivo di inflazione | Corona svedese | Obiettivo di inflazione: incremento del 2 per cento dell'IPC con un margine di tolleranza di ± 1 p.p. Libera fluttuazione del tasso di cambio. |
| Regno Unito | Obiettivo di inflazione | Sterlina britannica | Obiettivo di inflazione: 2 per cento, misurato come incremento sui 12 mesi dell'IPC ²⁾ . In caso di deviazione superiore a 1 punto percentuale, il governatore della Bank of England è tenuto a scrivere una lettera aperta al Cancelliere dello Scacchiere. Libera fluttuazione del tasso di cambio. |

Fonte: SEBC.

1) La definizione ufficiale della Národná banka Slovenska è "obiettivo di inflazione sotto le condizioni degli AEC II".

2) L'IPC è identico allo IAPC.

di cambio di tali paesi sono rimasti complessivamente invariati, anche se in alcuni casi è stato affinato l'assetto di politica monetaria al fine di orientarlo maggiormente verso la futura integrazione monetaria. In particolare, il 28 giugno 2004 Estonia, Lituania e Slovenia hanno aderito agli AEC II, mentre in Lettonia, il 1° gennaio 2005, la Latvijas Banka ha adottato l'euro, al posto dei DSP, quale valuta di riferimento.

Per quanto riguarda le decisioni di politica monetaria assunte nel 2004 dai paesi che hanno un obiettivo esplicito di tasso di cambio, la Banca centrale di Cipro ha aumentato il proprio tasso d'interesse di riferimento di 100 punti base (al 5,5 per cento), dando così un segnale di sostegno alla sterlina cipriota a fronte di timori di svalutazione, e ha introdotto un obbligo di riserva minimo del 2 per cento per i depositi in valuta. In Lettonia, la banca centrale ha aumentato il tasso di riferimento di 100 punti base, al 4 per cento; ha inoltre deciso di portare dal 3 al 4 per cento l'obbligo di riserva e di espandere la relativa base di calcolo, includendo le passività bancarie con durata prestabilita o rimborsabili con preavviso fino a due anni nei confronti di banche straniere e banche centrali estere. Tali misure sono volte a contenere i rischi di possibili instabilità derivanti dalla vigorosa crescita economica, dalla forte espansione del credito e dall'aumento del disavanzo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti. A Malta, il tasso di interesse ufficiale è rimasto invariato al 3 per cento in tutto il 2004.

Per quanto attiene ai paesi che hanno un obiettivo esplicito di inflazione, la Repubblica Ceca e la Polonia hanno aumentato i tassi di interesse nel 2004 al fine di contenere le pressioni sui prezzi e limitare possibili effetti di secondo impatto dell'aumento dell'inflazione. Il tasso d'interesse di riferimento è stato aumentato di 50 punti base, al 2,5 per cento, nella Repubblica Ceca, per poi essere riportato al 2,25 per cento in gennaio, e di 125 punti base, al 6,5 per cento, in Polonia. Nel Regno Unito, il tasso sulle operazioni di pronti contro termine è stato innal-

zato di 100 punti base e portato al 4,75 per cento, principalmente a causa di un peggioramento delle aspettative di inflazione. Per contro, l'Ungheria, che adotta un obiettivo esplicito di inflazione congiuntamente a un obiettivo di cambio, ha ridotto i tassi di interesse di un totale di 300 punti base, al 9,5 per cento, nel 2004 e ulteriormente all'8,25 per cento nel febbraio 2005. Le progressive riduzioni dei tassi nel 2004 hanno compensato il rialzo straordinario di 300 punti base, deciso nel novembre 2003 in seguito a un improvviso peggioramento del clima di fiducia degli investitori. La riduzione è stata favorita dalla diminuzione del premio per il rischio, da un miglioramento delle prospettive di inflazione e dalla dinamica relativamente moderata della crescita salariale nel settore privato. La Slovacchia ha ridotto i tassi d'interesse di riferimento per un totale di 200 punti base, al 4 per cento, principalmente in risposta alle pressioni all'apprezzamento della corona. Le contenute pressioni sui prezzi in Svezia hanno consentito una riduzione di 75 punti base dei tassi di interesse, al 2 per cento.

I MERCATI FINANZIARI

Nel 2004 negli Stati membri non appartenenti all'area dell'euro i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine hanno registrato un andamento differenziato. A Cipro, nella Repubblica Ceca e in Polonia i tassi di interesse a lungo termine (misurati dal rendimento delle obbligazioni decennali del Tesoro) sono aumentati nel corso dell'anno, inducendo un aumento dei differenziali di rendimento rispetto all'area dell'euro, per poi diminuire nuovamente verso la fine del 2004. In Ungheria i rendimenti hanno mostrato notevoli oscillazioni, con una tendenza al calo nella seconda metà dell'anno. In Lettonia, Lituania, Slovenia e Slovacchia il calo dei tassi è proseguito per l'intero 2004, favorendo la riduzione dei differenziali rispetto all'area dell'euro; il calo è stato più pronunciato nei due paesi partecipanti agli AEC II. A Malta i tassi di interesse sono rimasti stabili, mentre in Danimarca, in Svezia e nel Regno Unito si sono mossi parallelamente a quelli nell'area

dell'euro, come indicato dalla stabilità dei differenziali di rendimento ⁵.

Nel 2004 i mercati azionari hanno registrato un andamento favorevole; alcuni indici azionari, soprattutto nei nuovi Stati membri, hanno toccato massimi storici, registrando nell'anno incrementi compresi fra il 20 e l'80 per cento. In tutti i nuovi Stati membri, escluso Cipro, i mercati azionari hanno conseguito risultati significativamente migliori rispetto a quelli osservati nell'area dell'euro con riferimento all'indice Dow Jones Euro Stoxx. In Danimarca, in Svezia e nel Regno Unito l'andamento dei mercati azionari ha ricalcato molto da vicino quello dell'indice Dow Jones Euro Stoxx, con variazioni lievemente superiori nei primi due paesi, lievemente inferiori nel terzo.

⁵ L'Estonia non ha un mercato sviluppato per i titoli di debito a lungo termine denominati in moneta nazionale. Un indicatore che approssima i tassi di interesse a lungo termine in Estonia è stato sviluppato congiuntamente dalla Commissione europea, dalla BCE e dalla Eesti Pank ed è basato su una media ponderata dei tassi di interesse sui nuovi prestiti alle imprese in valuta nazionale con vita residua superiore ai cinque anni; nel 2004 tale indicatore ha mostrato una tendenza calante.

Artista

Isa Dahl

Titolo

"eben still", 2004

Materiali

Olio su tela

Formato

ø 190 cm

© VG Bild-Kunst, Bonn 2005



CAPITOLO 2

LE OPERAZIONI E LE ATTIVITÀ DELL'EUROSISTEMA COME BANCA CENTRALE

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

1.1 LE OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA

L'attuazione della politica monetaria è il principale compito operativo assegnato all'Eurosistema, che per assolverlo si è dotato di un assetto composto di tre categorie di strumenti: operazioni di mercato aperto, operazioni attivabili su iniziativa delle controparti e regime di riserva obbligatoria. Tutte le operazioni di finanziamento dell'Eurosistema devono essere coperte da garanzie adeguate fornite dalle controparti¹. Nel 2004, l'Eurosistema ha adottato importanti provvedimenti intesi a istituire una lista unica di garanzie.

L'ESPERIENZA INIZIALE CON IL NUOVO ASSETTO OPERATIVO PER LA CONDUZIONE DELLA POLITICA MONETARIA

Nel 2004 l'assetto operativo ha continuato a funzionare bene, assicurando la stabilità dei tassi di interesse a breve termine sul mercato monetario e offrendo una chiara segnalazione dell'orientamento della politica monetaria. Al fine di migliorare ulteriormente la conduzione di quest'ultima, il 9 marzo sono state introdotte due importanti modifiche all'assetto operativo.

- Il calendario dei periodi di mantenimento della riserva obbligatoria è stato ridefinito in modo che il loro inizio coincida sempre con il giorno di regolamento dell'operazione di rifinanziamento principale (ORP) successiva alla riunione del Consiglio direttivo in cui è programmata la decisione mensile sull'orientamento della politica monetaria. In precedenza, i periodi di mantenimento iniziavano il 24 di ogni mese e terminavano il 23 di quello successivo, indipendentemente dalle date previste per le riunioni del Consiglio direttivo. Come misura complementare, le variazioni del tasso di interesse applicato alle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti ora entrano in vigore, di norma, in coincidenza con l'inizio del nuovo periodo di mantenimento, mentre in passato diventavano effettive il giorno successivo alla riunione del Consiglio direttivo.

- La durata delle ORP è stata ridotta da due a una settimana. Insieme ai cambiamenti indicati nel punto precedente, questa ulteriore misura fa sì che le ORP non si estendano più su due periodi di mantenimento consecutivi.

Le suddette modifiche mirano ad allineare il periodo di mantenimento con il ciclo delle decisioni sui tassi di interesse in modo tale che le variazioni dei tassi di interesse di riferimento della BCE abbiano effetto, di norma, in concomitanza con l'inizio del periodo successivo. In questa maniera, la BCE intende rimuovere eventuali attese di variazioni dei tassi di riferimento durante un determinato periodo di mantenimento e di conseguenza stabilizzare le richieste delle controparti nelle ORP. In passato, tali attese avevano occasionalmente destabilizzato i comportamenti in asta degli enti creditizi. In particolare, aspettative di riduzioni imminenti dei tassi avevano determinato richieste di liquidità inferiori agli importi che la BCE intendeva aggiudicare. Tale fenomeno, noto come *underbidding*, rifletteva i tentativi delle controparti di soddisfare l'obbligo di riserva al minor costo possibile, vale a dire dopo la potenziale riduzione dei tassi di interesse.

Inoltre, la BCE ha introdotto migliorie alla sua politica di comunicazione alle controparti. In primo luogo, le previsioni relative ai fattori autonomi di liquidità che esulano dal controllo diretto della gestione di liquidità da parte della Banca (quali banconote in circolazione, depositi delle amministrazioni pubbliche e attività nette sull'estero) sono ora pubblicate non soltanto in coincidenza con l'annuncio delle ORP ma anche nel giorno di aggiudicazione delle stesse. In secondo luogo, nelle stesse giornate la BCE comunica altresì l'importo di riferimento delle ORP. Esso è il volume di aggiudicazione necessario all'insieme del sistema bancario dell'area dell'euro per assicurare il regolare adempimento dell'obbligo di riserva in

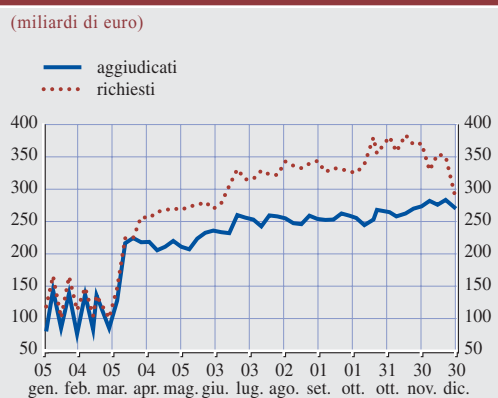
1 Per una descrizione dettagliata dell'assetto operativo, si veda la pubblicazione della BCE intitolata *L'attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro: Caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema*, febbraio 2004.

base alla previsione complessiva di liquidità dell'Eurosistema (comprendente cioè i fattori autonomi e le riserve in eccesso). Le informazioni aggiuntive permettono al mercato di sapere se la decisione di aggiudicazione della BCE con riferimento a una determinata ORP è intesa o meno a stabilire condizioni di liquidità equilibrate.

L'attuazione delle modifiche all'assetto operativo è stata ordinata. Con la riduzione della durata delle ORP da due a una settimana e il venir meno della sovrapposizione di due operazioni, gli importi aggiudicati in ciascuna ORP sono immediatamente raddoppiati. Le controparti hanno rapidamente adeguato il proprio comportamento in asta al forte incremento degli importi medi di aggiudicazione anche se, nella terza ORP con scadenza a una settimana, le richieste sono state inferiori di 5 miliardi di euro rispetto al volume di riferimento. Da allora, gli importi richiesti sono rapidamente saliti a livelli costantemente superiori a quelli di aggiudicazione, raggiungendo un massimo storico attorno a 384 miliardi di euro nel novembre 2004 (cfr. figura 33). Nel complesso, il rapporto tra importi richiesti e aggiudicati (*bid-cover ratio*) si è mantenuto su livelli adeguati e a partire da marzo ha oscillato quasi sempre in un intervallo compreso fra 1,20 e 1,50. Poiché l'adeguamento dei volumi richiesti dagli operatori è avvenuto senza problemi, si può dire che gli enti creditizi sono riusciti a gestire bene la più elevata movimentazione delle attività usate come garanzie conseguente alla riduzione della durata delle ORP.

Dopo le modifiche all'assetto operativo, sono state rilevate minori oscillazioni degli importi di riferimento sul breve periodo. Pari a 33 miliardi di euro fra il giugno 2000 e il marzo 2004, la variazione media del volume di riferimento su base settimanale è scesa a 7 miliardi nel resto del 2004. Ciò è riconducibile al fatto che nell'attuale sistema la durata dell'ORP corrisponde sempre all'orizzonte temporale dell'obiettivo di liquidità su cui si basa l'importo di riferimento. Le ridotte fluttuazioni di breve periodo dell'importo di riferimento hanno a loro

Figura 33 Importi richiesti e aggiudicati nelle ORP settimanali nel 2004



Fonte: BCE.

volta concorso a stabilizzare la domanda degli enti creditizi nelle ORP.

Gli enti creditizi dell'area dell'euro ammessi a partecipare alle ORP sono circa 2.100. Invertendo la tendenza calante osservata a partire dal 1999, il numero medio di partecipanti alle singole operazioni è salito da 266 nel 2003 a 339 nel 2004 e nel periodo compreso fra l'introduzione delle modifiche in marzo e la fine del 2004 è stato pari a 351. Questo incremento è probabilmente dovuto soprattutto alla riduzione della durata delle ORP da due a una settimana e alla conseguente necessità delle banche di soddisfare le proprie esigenze di liquidità con frequenza settimanale invece che quindicinale. È comunque possibile che la maggiore trasparenza e semplicità del nuovo assetto abbiano reso più facile per le controparti la preparazione delle rispettive richieste, agevolando nel contempo una maggiore partecipazione alle aste.

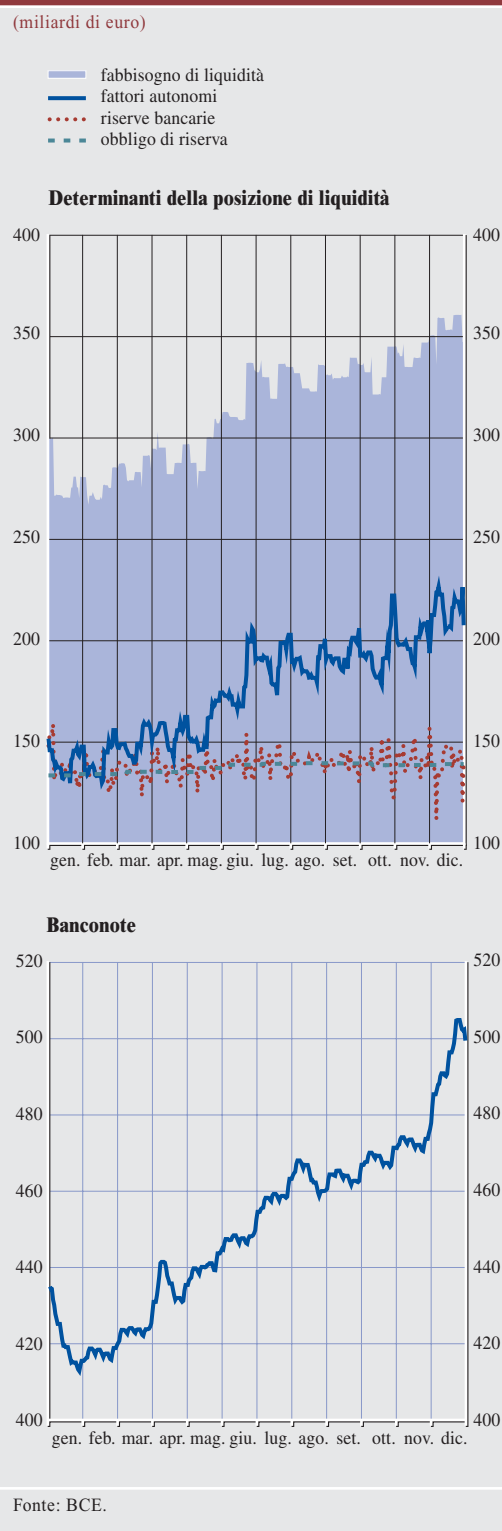
La volatilità del tasso Eonia (*Euro overnight index average*) è complessivamente diminuita nel 2004, anno in cui la deviazione standard dello *spread* fra questo tasso e quello minimo di offerta nelle ORP è scesa a 9 punti base (dai 16 del 2003 e i 13 del 2002). Tuttavia, lo *spread* ha mostrato una elevata volatilità dopo il regolamento dell'ultima ORP di alcuni periodi di mantenimento. Ciò è riconducibile al fatto che oggi

l'aggiudicazione dell'ultima ORP avviene di norma otto giorni prima della fine del periodo di mantenimento, mentre in precedenza variava da un mese all'altro (fra due e otto giorni prima della fine del periodo). Dal momento che il grado di accuratezza delle previsioni sottostanti cresce all'approssimarsi della fine del periodo di mantenimento delle riserve, in seguito alle modifiche è aumentata la probabilità che dopo l'aggiudicazione dell'ultima ORP di un determinato periodo si vengano ad accumulare consistenti squilibri di liquidità e si abbia pertanto uno scostamento più precoce e sostanziale del tasso *overnight* da quello minimo di offerta.

La nuova politica di comunicazione della BCE concorre ad attenuare in qualche misura questo rischio in quanto consente agli operatori di meglio rilevare l'esistenza di eventuali squilibri di liquidità dopo l'aggiudicazione dell'ultima ORP di un determinato periodo di mantenimento. Tuttavia, soprattutto nell'autunno 2004, sono emerse evidenze del fatto che una volatilità eccessiva del tasso *overnight* di fine periodo può ostacolare l'ordinato funzionamento del mercato monetario. In linea con l'obiettivo di assicurare condizioni di liquidità neutrali sul mercato *overnight*, la BCE ha risposto a tali sviluppi conducendo un'operazione di *fine-tuning* in corrispondenza dell'ultimo giorno di cinque periodi di mantenimento. Con tali operazioni la BCE ha inteso correggere gli indesiderati squilibri di liquidità in seguito alle mutate previsioni dei fattori autonomi da parte dell'Eurosistema. In particolare, mentre le operazioni dell'11 maggio e del 7 dicembre 2004 hanno drenato liquidità, quelle dell'8 novembre 2004, del 18 gennaio e del 7 febbraio 2005 l'hanno immessa nel sistema. Ciò ha consentito di ripristinare condizioni di liquidità equilibrate alla fine dei rispettivi periodi di mantenimento.

Le modifiche all'assetto operativo hanno riguardato anche le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT). Allo scopo di limitare i cambiamenti al calendario delle ORLT, i giorni di aggiudicazione di queste operazioni non sono più fatti dipendere dal periodo di mantenimento. A partire dal 26 febbraio 2004, le

Figura 34 Determinanti della posizione di liquidità e andamento delle banconote nell'area dell'euro nel 2004



ORLT sono condotte di norma l'ultimo mercoledì del mese, anziché il primo mercoledì del periodo di mantenimento. A differenza delle ORP, le ORLT – che hanno frequenza mensile e scadenza di norma a tre mesi – non sono utilizzate dall'Eurosistema per segnalare l'orientamento della politica monetaria e sono condotte esclusivamente mediante aste a tasso variabile, annunciando previamente l'importo del finanziamento offerto. Nel 2004 la liquidità fornita tramite le ORLT è stata pari in media a circa il 23 per cento di quella netta complessiva immessa attraverso le operazioni di mercato aperto. In considerazione del maggiore fabbisogno di liquidità stimato per il sistema bancario dell'area dell'euro, l'importo di aggiudicazione delle ORLT è stato aumentato da 20 a 25 miliardi di euro nel gennaio 2004 e da 25 a 30 miliardi nel gennaio 2005.

EVOLUZIONE DEL FABBISOGNO DI LIQUIDITÀ

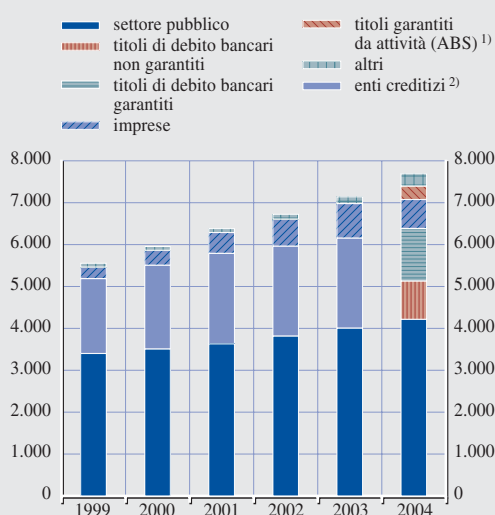
La BCE prepara le aste settimanali tenendo sotto osservazione giornaliera il fabbisogno di

liquidità del sistema bancario dell'area dell'euro, che è dato dalla somma delle riserve obbligatorie imposte alle banche, delle riserve in eccesso (fondi eccedenti l'obbligo di riserva detenuti dagli enti creditizi) e dei fattori autonomi netti. Nel 2004 il fabbisogno medio giornaliero di liquidità del sistema bancario dell'area dell'euro è stato pari a 311,8 miliardi di euro, superiore del 30 per cento ai 241,5 miliardi del 2003 (cfr. figura 34, grafico superiore).

Nel corso del 2004 i fattori autonomi netti hanno continuato a registrare un'espansione robusta, collocandosi in media sui 174,2 miliardi di euro contro i 109,3 miliardi del 2003. Questa dinamica vivace è quasi interamente riconducibile alla crescita persistentemente sostenuta delle banconote, che nel 2004 sono aumentate di quasi il 15 per cento fino a raggiungere un massimo storico di 505 miliardi di euro il 24 dicembre 2004 (cfr. figura 34, grafico inferiore).

Figura 35 Attività idonee negoziabili

(consistenze nominali; miliardi di euro)



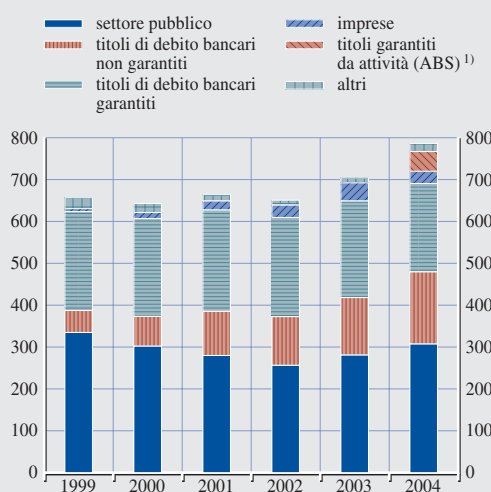
Fonte: BCE.

1) Serie di dati distinte sui titoli garantiti da attività sono disponibili solo a partire dal 2004; in precedenza tali dati sono stati inclusi nella voce "imprese".

2) Questa categoria comprende i titoli di debito, garantiti e non garantiti da crediti, emessi dagli enti creditizi.

Figura 36 Utilizzo delle attività negoziabili come garanzia

(consistenze nominali; miliardi di euro)



Fonte: BCE.

1) Serie di dati distinte sui titoli garantiti da attività sono disponibili solo a partire dal 2004; in precedenza tali dati sono stati inclusi nella voce "imprese".

L'ammontare minimo che ogni ente creditizio dell'area dell'euro deve detenere a titolo di riserva presso l'Eurosistema viene calcolato applicando all'aggregato soggetto a riserva dell'ente un'aliquota del 2 per cento. Nel 2004 le riserve obbligatorie hanno rappresentato il 44 per cento del fabbisogno di liquidità complessivo del sistema bancario dell'area dell'euro. In linea con l'espansione dell'aggregato soggetto a riserva, nel 2004 il livello medio della riserva obbligatoria per il complesso dell'area è salito a 136,5 miliardi di euro, dai 130,9 miliardi del 2003. I depositi in conto corrente degli enti creditizi che eccedono la riserva obbligatoria sono stati mediamente pari a 0,6 miliardi di euro nel 2004, contro 0,7 miliardi nel 2003.

LE ATTIVITÀ AMMESSE NELLE OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA

Al fine di salvaguardare l'Eurosistema contro il rischio di perdite, tutte le sue operazioni di credito devono essere effettuate a fronte di adeguate garanzie. La gamma di attività accettate in garanzia è ampia e ripartita in due categorie. Quella più consistente, cosiddetta di "primo livello", è costituita da strumenti di debito negoziabili che soddisfano criteri uniformi di idoneità validi per tutta l'area dell'euro. L'altra, di "secondo livello" comprende ulteriori attività (negoziabili e non negoziabili) di particolare importanza per i mercati finanziari e i sistemi bancari nazionali.

Nel 2004, il valore medio delle attività negoziabili ammesse all'utilizzo come garanzia nelle operazioni di finanziamento dell'Eurosistema era pari a 7.700 miliardi di euro, a fronte di 7.100 miliardi di euro nel 2003 (cfr. figura 35). Tali attività erano costituite soprattutto da titoli delle amministrazioni pubbliche (54 per cento) o da obbligazioni garantite (analoghe alle *Pfandbriefe*) e non garantite emesse da enti creditizi (28 per cento). Inoltre, è stata osservata una forte crescita dei titoli garantiti da attività, che alla fine del 2004 rappresentavano il 5 per cento delle garanzie negoziabili in essere. Le attività negoziabili depositate dalle controparti in garanzia delle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema hanno raggiunto un valore

medio di 787 miliardi di euro nel 2004, contro 704 miliardi di euro nel 2003 (cfr. figura 36). In rapporto alle rispettive quote sul totale delle attività idonee, i titoli delle amministrazioni pubbliche e le obbligazioni societarie sono stati utilizzati in misura meno che proporzionale, mentre le obbligazioni emesse da enti creditizi e gli strumenti garantiti da attività hanno avuto un utilizzo più che proporzionale. Raggiugli sull'impiego delle attività idonee a livello transfrontaliero sono contenuti nella sezione 2 di questo capitolo.

VERSO UNA LISTA UNICA DI GARANZIE

L'attuale sistema di garanzie a due livelli ha contribuito all'ordinato funzionamento dell'assetto operativo dell'Eurosistema nei suoi primi anni di vita. Ciò nonostante, nel contesto della crescente integrazione dei mercati finanziari all'interno dell'area dell'euro, la natura eterogenea delle attività incluse negli elenchi di secondo livello delle diverse BCN dell'area potrebbe non assicurare condizioni di parità concorrenziale fra le controparti e ridurre la trasparenza del sistema di garanzie. Inoltre, la domanda di attività stanziabili segue un andamento crescente, non da ultimo in ragione dell'aumentato fabbisogno di liquidità del settore bancario nel corso del 2004. Ad accrescere la richiesta di attività stanziabili in garanzia ha inoltre contribuito la tendenza verso i prestiti garantiti sui mercati interbancari privati.

Per risolvere tali questioni, e tenendo conto dei risultati di una consultazione pubblica, l'Eurosistema ha deciso di sostituire gradualmente l'attuale sistema articolato in due livelli con una lista unica di attività stanziabili per le operazioni di finanziamento da esso condotte. La prima fase dell'introduzione della lista unica avrà inizio il 30 maggio 2005 e comprenderà tre elementi.

- La lista di primo livello includerà una nuova categoria di attività attualmente non ammesse come garanzie, vale a dire gli strumenti di debito denominati in euro emessi da soggetti residenti in paesi del G10 non



appartenenti allo Spazio economico europeo (Stati Uniti, Canada, Giappone e Svizzera).

- Gli strumenti di debito ammessi o quotati soltanto sui mercati non regolamentati diventeranno o resteranno idonei se i rispettivi mercati saranno stati valutati positivamente dall'Eurosistema alla luce dei principi di sicurezza, trasparenza e accessibilità. Questi tre principi sono stati introdotti con l'obiettivo di ampliare il novero dei mercati idonei garantendo nel contempo una valutazione ordinata ed efficiente degli strumenti utilizzabili come garanzia nelle operazioni di finanziamento dell'Eurosistema.
- Un numero molto ridotto di titoli di debito negoziabili perderà la condizione di ammissibilità e sarà gradualmente escluso dall'elenco degli strumenti idonei. Inoltre, le azioni sono state escluse dall'elenco delle attività di secondo livello.

Nell'ambito della seconda fase di transizione verso la lista unica, il Consiglio direttivo ha approvato in linea di principio l'aggiunta a tale lista dei prestiti bancari di tutti i paesi dell'area dell'euro e degli strumenti di debito al dettaglio non negoziabili garantiti da ipoteca, che attualmente comprendono soltanto le cambiali ipotecarie irlandesi. L'inclusione dei prestiti bancari è principalmente ascrivibile al fatto che, nonostante il ruolo crescente dei mercati dei capitali, il sistema finanziario dell'area dipende ancora in larga misura dall'intermediazione bancaria e i prestiti restano la principale classe di attività nei bilanci degli enti creditizi. Accettandoli in garanzia, l'Eurosistema ribadisce la sua volontà

di assicurare alle controparti un ampio accesso alle operazioni di politica monetaria e di credito infragiornaliero.

GLI ASPETTI DI GESTIONE DEI RISCHI

Pur concentrandosi soprattutto sul rischio di credito assunto dall'Eurosistema quando fornisce fondi alle controparti attraverso le rispettive banche centrali, la gestione dei rischi nel contesto della conduzione della politica monetaria dell'Eurosistema (operazioni di politica monetaria o transazioni gestite attraverso i sistemi di pagamento) tiene conto anche di altre tipologie di rischio.

L'inclusione dei prestiti bancari nella lista unica è stata oggetto di uno studio approfondito nel 2004. Poiché le imprese prenditrici sono spesso prive di *rating*, la qualità creditizia di questi strumenti deve essere valutata facendo ricorso a fonti alternative. I prestiti bancari sono oggetto di esame interno da parte di quelle BCN che già li accettano come garanzie di secondo livello. Una volta inclusi nella lista unica valida per l'intero Eurosistema, essi necessiteranno di ulteriori procedure di valutazione. Lo sviluppo e l'attuazione, all'interno dell'Eurosistema, di un quadro coerente ed efficiente per la valutazione della qualità creditizia delle attività negoziabili e, in particolare, di quelle non negoziabili costituirà probabilmente un notevole impegno nei prossimi anni.

1.2 LE OPERAZIONI SUL MERCATO DEI CAMBI

Nel 2004 la BCE non ha effettuato alcun intervento sul mercato valutario. Le sue operazioni

in cambi sono state esclusivamente connesse ad attività di investimento. Inoltre, essa non ha effettuato alcuna operazione avente per oggetto le divise dei paesi non appartenenti all'area dell'euro ma partecipanti agli AEC II.

L'accordo permanente tra la BCE e l'FMI, volto a facilitare l'esecuzione di transazioni in diritti speciali di prelievo (DSP) da parte dell'FMI e per conto della BCE con altri detentori di DSP, è stato attivato in quattro occasioni nel 2004.

1.3 LE ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO

LA GESTIONE DELLE RISERVE UFFICIALI

Il portafoglio di riserve ufficiali della BCE, che costituisce la risultante del contributo delle singole BCN dell'area dell'euro, serve a finanziare le operazioni della Banca sui mercati dei cambi. In particolare, la BCE detiene la quota di riserve dell'Eurosistema utilizzabile in maniera diretta e immediata per finanziare le operazioni in cambi ma ha la facoltà di chiedere alle BCN ulteriori conferimenti di attività di riserva al fine di ricostituire i livelli delle stesse.

Le riserve ufficiali della BCE consistono principalmente di dollari statunitensi ma includono anche yen giapponesi, oro e DSP. Conformemente con l'accordo sull'oro fra le banche centrali (*Central Bank Gold Agreement*), concluso il 26 settembre 1999 e rinnovato l'8 marzo 2004, lo scorso anno la BCE non ha effettuato una gestione attiva delle proprie riserve auree. Nel corso del 2004 il valore delle riserve nette in valuta e in oro della BCE è sceso da 38,3 a 36,3 miliardi di euro, soprattutto a causa del deprezzamento del dollaro statunitense rispetto alla moneta unica.

Ciascuna BCN dell'area dell'euro gestisce attualmente una parte dei portafogli in dollari statunitensi e in yen della BCE. Nel 2004 l'Eurosistema ha rivisto tale struttura al fine di preservarne l'efficacia, soprattutto in considerazione del futuro ampliamento dell'area. Il nuovo sistema, in fase di definizione, diventerà effettivo nel 2006 e, fatto salvo il principio del

decentramento, comporterà una specializzazione dei membri dell'Eurosistema in termini di denominazione valutaria dei portafogli gestiti.

Nel 2004 sono state intraprese delle iniziative volte a includere nella gamma di investimenti gli *swap* su tassi di interesse, gli strumenti di protezione contro il rischio di cambio e gli *strip* statunitensi². Inoltre, l'utilizzo di modelli quantitativi di previsione per i rendimenti sui titoli di Stato ha consentito di affinare ulteriormente l'analisi di mercato. Infine, nel 2005 dovrebbe avere inizio la fase pilota per l'introduzione di una procedura automatica per i prestiti in titoli nel portafoglio in dollari statunitensi.

LA GESTIONE DEI FONDI PROPRI

Il portafoglio di fondi propri della BCE è costituito dalla quota versata del capitale sottoscritto e dalla riserva generale della BCE. Lo scopo di tale portafoglio è quello di fornire alla BCE un margine di riserva a fronte di eventuali perdite. L'obiettivo della sua gestione è quello di generare nel lungo periodo un rendimento superiore al tasso medio applicato alle operazioni di rifinanziamento principali della BCE. Nel 2004 le opzioni di investimento del portafoglio sono state ampliate con l'aggiunta dei titoli a reddito fisso denominati in euro emessi da alcuni nuovi Stati membri, di alcune obbligazioni emesse da amministrazioni regionali e di ulteriori obbligazioni garantite.

Nel 2004 il portafoglio dei fondi propri della BCE è cresciuto di 0,3 miliardi di euro, portandosi a 6,2 miliardi. In particolare, la quota relativa al capitale versato è aumentata di 63,5 milioni di euro a seguito dell'allargamento dell'UE e delle modifiche allo schema di sottoscrizione del capitale della BCE.

GLI ASPETTI DI GESTIONE DEI RISCHI

Per gestire i rischi finanziari cui è esposta nell'amministrazione del suo portafoglio di investimenti (riserve ufficiali e fondi propri), la

² La sigla *strip* sta per *Separate Trading of Registered Interest and Principal* (negoziazione separata delle cedole e del capitale) e denota uno strumento creato separando il capitale dalle cedole di un titolo di Stato statunitense.

BCE definisce un quadro di riferimento che ne riflette le preferenze in termini di rischio di credito, di liquidità e di mercato. Tale quadro viene attuato, fra l'altro, mediante un dettagliato sistema di limiti in base al quale la conformità è sottoposta a verifiche giornaliere. Nel 2004 sono state intraprese delle iniziative volte a semplificare il quadro di riferimento per la gestione del rischio di credito e di mercato in vista del futuro ampliamento dell'area dell'euro.

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

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

2.1 IL SISTEMA TARGET

L'attuale Target è un "sistema di sistemi" costituito dai sistemi di pagamento nazionali dei 15 paesi che facevano parte dell'UE al momento dell'avvio, dal meccanismo di pagamento della BCE (EPM) e dalla procedura *interlinking*, che consente il trattamento dei pagamenti fra i sistemi collegati. Nel 2004 Target ha ulteriormente contribuito all'integrazione del mercato monetario in euro e, poiché le operazioni di credito attivate dall'Eurosistema sono gestite attraverso tale sistema, esso ha continuato a svolgere un ruolo importante per l'ordinata conduzione della politica monetaria unica. Grazie all'offerta di un servizio di regolamento in tempo reale in moneta di banca centrale e all'ampia copertura del mercato, il sistema Target è utilizzato anche per svariati altri tipi di pagamenti.

Nel 2004 Target ha operato regolarmente e senza evidenziare alcuna criticità. È inoltre proseguita la tendenza a farvi ricorso per il regolamento di un numero crescente di pagamenti in euro di importo rilevante, in linea con l'obiettivo dell'Eurosistema di promuovere il regolamento in moneta di banca centrale, in quanto unico mezzo di pagamento sicuro. Lo scorso

anno Target ha trattato l'88 per cento del turnover totale dei pagamenti in euro di importo rilevante. Target può essere utilizzato per tutti i bonifici in euro tra banche ubicate in qualsiasi Stato membro la cui BCN sia collegata al sistema. Tali bonifici possono essere eseguiti sia tra banche all'interno di uno stesso Stato membro (pagamenti all'interno degli Stati membri) sia tra banche situate in Stati membri diversi (pagamenti fra Stati membri). Secondo l'ultima rilevazione del 2004 aderivano a Target 10.483 partecipanti; tale dato, circa il triplo rispetto a quello del periodo precedente, riflette, in particolare, l'introduzione di una nuova metodologia per definire i partecipanti a Target. Il numero complessivo di istituzioni, principalmente filiali di partecipanti, raggiungibili mediante Target utilizzando un codice di identificazione bancario (cosiddetto BIC) è pari a circa 48.500.

OPERATIVITÀ DI TARGET

Su base giornaliera, i pagamenti trattati in media dal sistema Target nel 2004 sono stati 267.234, per un valore complessivo di 1.714 miliardi di euro al giorno. Rispetto al 2003, ciò rappresenta un incremento del 2 per cento in termini di volume e del 4 per cento in termini di valore.

Sul totale dei pagamenti regolati in Target nel 2004, quelli fra Stati membri rappresentavano il 33 per cento in termini di valore e il 24 per cento in termini di volume, a fronte, rispettivamente, del 33 e del 23 per cento nel 2003. Nell'ambito dei pagamenti fra Stati membri, il 95 per cento in valore e il 49 per cento in volume erano costituiti da operazioni interbancarie, mentre la parte restante era rappresentata da pagamenti per conto della clientela. Il valore medio dei pagamenti interbancari fra Stati membri è stato di 17 milioni di euro, mentre quello dei pagamenti per conto della clientela è stato di 0,8 milioni. Ulteriori informazioni sui pagamenti regolati sono fornite nella tavola 12.

Nel 2004 la disponibilità complessiva di Target, ovvero la misura in cui i partecipanti hanno potuto utilizzare il sistema durante l'orario

Tavola 12 Pagamenti gestiti da Target ¹⁾

| Volume (numero di transazioni) | 2003 | 2004 | var. perc. |
|---|------------|------------|------------|
| Pagamenti complessivi | | | |
| Totale | 66.608.000 | 69.213.486 | 4 |
| Media giornaliera | 261.208 | 267.234 | 2 |
| Pagamenti all'interno degli Stati membri | | | |
| Totale | 51.354.924 | 52.368.115 | 2 |
| Media giornaliera | 201.392 | 202.193 | 0 |
| Pagamenti fra Stati membri | | | |
| Totale | 15.253.076 | 16.845.371 | 10 |
| Media giornaliera | 59.816 | 65.040 | 9 |
| Valore delle transazioni (in miliardi di euro) | | | |
| Pagamenti complessivi | | | |
| Totale | 420.749 | 443.992 | 6 |
| Media giornaliera | 1.650 | 1.714 | 4 |
| Pagamenti all'interno degli Stati membri | | | |
| Totale | 283.871 | 297.856 | 5 |
| Media giornaliera | 1.113 | 1.150 | 3 |
| Pagamenti fra Stati membri | | | |
| Totale | 136.878 | 146.137 | 7 |
| Media giornaliera | 537 | 564 | 5 |

Fonte: BCE.
1) I giorni di operatività sono stati 255 nel 2003 e 259 nel 2004.

operativo senza che si verificassero malfunzionamenti, è stata pari al 99,81 per cento. In media il 95,87 per cento dei pagamenti fra Stati membri è stato trattato nell'arco di cinque minuti. Ulteriori dettagli sono riportati nella tavola 13.

Nel corso del 2004 è continuata la realizzazione degli interventi obbligatori necessari per la migrazione al nuovo sistema di messaggistica SWIFTNet FIN; tutte le componenti di Target hanno completato con successo la transizione.

INIZIATIVE RELATIVE AI PAGAMENTI DI IMPORTANZA SISTEMICA ALL'INTERNO DI TARGET

In relazione all'ampia quota di mercato che il sistema Target detiene e al ruolo chiave che il sistema stesso vi svolge è essenziale, ai fini dell'affidabile e regolare funzionamento del sistema, assicurare un'adeguata protezione contro un'ampia gamma di rischi. Anche in circo-

Tavola 13 Disponibilità complessiva di Target

| (valori percentuali) | |
|--|--------------|
| Sistema RTGS | 2004 |
| EPM (BCE) | 99,48 |
| ELLIPS (BE) | 99,88 |
| KRONOS (DK) | 99,85 |
| RTGSplus (DE) | 99,37 |
| HERMES euro (GR) | 99,80 |
| SLBE (ES) | 99,89 |
| TBF (FR) | 99,94 |
| IRIS (IE) | 99,59 |
| BI-REL (IT) | 99,91 |
| LIPS-Gross (LU) | 99,97 |
| TOP (NL) | 99,98 |
| ARTIS (AT) | 99,87 |
| SGPT (PT) | 99,86 |
| BOF-RTGS (FI) | 99,85 |
| E-RIX (SE) | 99,74 |
| CHAPS Euro (UK) | 99,95 |
| Disponibilità complessiva del sistema | 99,81 |

Fonte: BCE.

stanze anomale, riveste primaria importanza garantire che siano regolati in modo tempestivo i pagamenti di importanza sistemica, ossia quei pagamenti che, se non trattati nei tempi dovuti, potrebbero costituire una fonte di rischio sistemico. L'Eurosistema ha predisposto misure di emergenza per far sì che tali pagamenti vengano eseguiti regolarmente anche in caso di malfunzionamenti in Target. Nel 2004 le banche centrali hanno effettuato una serie di collaudi (spesso con il coinvolgimento delle banche commerciali) che hanno dimostrato l'efficacia delle misure di emergenza. Essi hanno confermato che l'Eurosistema si trova oggi in buona posizione per assicurare che i sistemi di pagamento e i mercati finanziari siano in grado di continuare a funzionare ordinatamente in situazioni di crisi.

COLLEGAMENTO A TARGET PER I NUOVI STATI MEMBRI DELL'UE

In seguito all'allargamento dell'UE, nell'ottobre 2002 il Consiglio direttivo ha attribuito alle BCN dei nuovi Stati membri la facoltà di connettere i propri sistemi di regolamento lordo in tempo reale (*real-time gross settlement*, RTGS) a Target. Data la limitata vita residua dell'attuale sistema Target e al fine di contenere i costi, l'Eurosistema ha sviluppato soluzioni

alternative alla piena integrazione che si basano su collegamenti diretti fra tali sistemi e Target. Una di queste alternative, rappresentata da un collegamento per il tramite di una BCN dell'area dell'euro, è la soluzione prescelta per SORBNET-euro, il sistema RTGS per le transazioni in euro della Narodowy Bank Polski. Il collegamento tramite la Banca d'Italia sarà operativo nel 2005.

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

Il SEBC intrattiene stretti rapporti con gli utenti di Target al fine di assicurare che alle loro esigenze sia prestata giusta considerazione e che esse trovino un'adeguata risposta. Come negli anni precedenti, anche nel 2004 si sono tenuti incontri periodici tra le 15 BCN collegate a Target e i gruppi nazionali di utenti (*Target user groups*). Sono state inoltre organizzate riunioni congiunte del *TARGET Management Working Group* del SEBC e del *TARGET Working Group* del settore bancario europeo per la discussione degli aspetti operativi relativi a Target. Le questioni strategiche sono state affrontate in seno al Gruppo di contatto sulla strategia per i pagamenti in euro, forum al quale partecipano esponenti dell'alta direzione delle banche commerciali e delle banche centrali.

L'Eurosistema, in qualità di gestore di uno dei maggiori sistemi RTGS al mondo, è in stretto contatto con i gestori di sistemi analoghi in altre aree valutarie. L'intensificarsi delle interrelazioni, quali ad esempio, quelle derivanti dall'operatività del sistema *Continuous Linked Settlement*, ha fatto emergere l'esigenza di discutere congiuntamente gli aspetti operativi.

2.2 IL SISTEMA TARGET2

Nel dicembre 2004 il Consiglio direttivo ha accettato la proposta congiunta avanzata da Banca d'Italia, Deutsche Bundesbank e Banque de France di realizzare la piattaforma unica condivisa (*Single Shared Platform*) per Target2 e di curarne lo sviluppo e la gestione per conto del-

l'Eurosistema. Questa decisione comporterà una radicale revisione dell'architettura di Target, che attualmente è costituita da un insieme di sistemi RTGS collegati fra loro e gestiti dalle BCN e dalla BCE. Target2 offrirà agli utenti di Target un più elevato livello di servizio e consentirà di conseguire economie di scala.

I lavori preparatori condotti nel 2004 per Target2 hanno riguardato principalmente l'elaborazione delle specifiche funzionali e sono stati svolti in stretta cooperazione con gli utenti di Target. Le specifiche funzionali generali (*General Functional Specifications*, GFS) per Target2, approvate dal Consiglio direttivo nel luglio 2004, descrivono a livello generale le caratteristiche e le funzionalità del sistema nonché la sua configurazione infrastrutturale. Target2 offrirà ai partecipanti funzionalità avanzate per una più efficiente gestione della liquidità in euro. Ad esempio, un intermediario che si avvale di diversi sistemi di pagamento e di regolamento dei titoli che regolano in moneta della banca centrale avrà la possibilità di effettuare il regolamento di tutte le proprie posizioni da un unico conto RTGS detenuto in Target2. Inoltre, Target2 offrirà una funzionalità per la gestione accentrata della liquidità infragiornaliera (*liquidity pooling*) per gli enti creditizi dell'area dell'euro che hanno conti aperti presso le banche centrali dell'area. Tali enti potranno raggruppare conti RTGS detenuti presso diverse banche centrali dell'area dell'euro e cumulare la liquidità infragiornaliera disponibile a beneficio di tutti i membri del gruppo di conti. L'Eurosistema sta lavorando alla definizione di un solido quadro giuridico, indispensabile per l'offerta di tale servizio. Target2 adotterà le soluzioni tecniche più evolute per il mantenimento della continuità di servizio, che consentiranno di far fronte anche a situazioni di disastro regionale di ampia portata.

Sulla base delle GFS, l'Eurosistema sta elaborando le specifiche funzionali di dettaglio per gli utenti (*User Detailed Functional Specifications*, UDFS), che descrivono le caratteristiche e le funzioni di Target2 al livello di dettaglio richiesto per l'avvio dei lavori di sviluppo e

realizzazione tecnica. Come avvenuto per le GFS, le UDFS sono state oggetto di ampio dibattito con gli utenti di Target e dovrebbero essere ultimate nell'aprile 2005.

Inoltre l'Eurosistema sta elaborando uno schema tariffario per i servizi di base di Target2 che eliminerà le attuali differenze di prezzo fra transazioni nazionali e transfrontaliere. Tale schema prevede un'opzione, da sottoporre all'approvazione del Consiglio direttivo, che consentirebbe ai partecipanti di scegliere se pagare solo una tariffa sulle transazioni oppure una tariffa sulle transazioni più contenuta e un canone periodico. Ulteriori dettagli sullo schema tariffario di Target2 saranno definiti nel 2005.

Nel 2004 un'altra importante area di attività è consistita nella definizione degli assetti di *governance* di Target2 nonché, sulla base di questi, di un'organizzazione efficiente delle prossime fasi del progetto (sviluppo, collaudo e migrazione). Il Consiglio direttivo ha approvato regole interne sulla *governance* comune di Target2; esse definiscono i ruoli e le responsabilità, rispettivamente, del Consiglio direttivo, dell'intero gruppo di banche centrali dell'area dell'euro e delle tre BCN incaricate della realizzazione e della gestione del sistema. L'assetto di *governance* e la struttura organizzativa adottati garantiranno un'efficace impostazione dei lavori nella fase di progettazione e di sviluppo nonché un adeguato coinvolgimento e controllo da parte di tutte le banche centrali dell'area successivamente all'avvio del sistema.

Nel 2005 si realizzeranno lo sviluppo del software e la creazione dell'infrastruttura informatica per Target2. I primi cicli di collaudo con le banche centrali dovrebbero cominciare agli inizi del 2006. Gli utenti di Target migreranno a Target2 in diverse finestre temporali, secondo date prestabilite. Ciascuna finestra prevede la transizione di un gruppo di comunità bancarie nazionali e il processo di migrazione si protrarrà per diversi mesi, durante i quali coesisteranno le componenti attuali di Target e il nuovo sistema. Tale approccio graduale di migrazione



sarà organizzato in modo tale da ridurre al minimo i rischi per il progetto. Un'altra importante esigenza di cui tener conto nel decidere sul processo di migrazione sarà quella di minimizzare i potenziali problemi e i costi di transizione per le banche centrali e gli utenti di Target. Secondo la pianificazione stabilita, il primo gruppo di paesi migrerà a Target2 il 2 gennaio 2007. L'Eurosistema continuerà la stretta cooperazione con la comunità degli utenti di Target durante tutte le fasi del progetto e riferirà periodicamente sui progressi compiuti.

2.3 L'UTILIZZO TRANSFRONTALIERO DELLE GARANZIE

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

L'ammontare delle garanzie utilizzate su base transfrontaliera detenute dall'Eurosistema è cresciuto dai 305 miliardi di euro del dicembre 2003 ai 370 miliardi del dicembre 2004.

Complessivamente, alla fine dello scorso anno le garanzie utilizzate su base transfrontaliera rappresentavano il 43,89 per cento delle garanzie totali fornite all'Eurosistema. Questi dati confermano la tendenza osservata negli anni precedenti verso una crescente integrazione dei mercati finanziari nell'area dell'euro e una maggiore inclinazione delle controparti a detenere in portafoglio attività emesse in altri paesi dell'area.

MODELLO DI BANCHE CENTRALI CORRISPONDENTI

Il CCBM, che rimane il principale canale impiegato per il trasferimento transfrontaliero di garanzie, ha gestito il 35,37 per cento delle garanzie totali fornite all'Eurosistema nel 2004. Le attività detenute in custodia tramite il CCBM sono salite da 259 miliardi di euro a fine 2003 a 298 miliardi di euro a fine 2004.

A seguito dei miglioramenti apportati nel 2003, sin dall'inizio dello scorso anno le BCN hanno conseguito l'obiettivo di completare le operazioni relative alle procedure interne del CCBM entro il tempo di un'ora, a condizione che le istruzioni siano trasmesse correttamente dalle controparti (e i relativi depositari in titoli). Sono all'esame dell'Eurosistema ulteriori perfezionamenti e alternative per l'uso efficiente e sicuro delle garanzie su base transfrontaliera.

Le banche depositarie svolgono spesso un ruolo importante nel ciclo di trattamento delle operazioni svolte dal CCBM, provvedendo alla consegna delle garanzie per conto delle controparti. Nel gennaio 2004 sono state adottate le prassi ottimali (*best practices*), elaborate dalle principali organizzazioni del settore creditizio europeo, per le banche depositarie coinvolte nell'operatività del CCBM con l'obiettivo di ottimizzare l'efficienza del modello. Gli sforzi profusi dagli operatori di mercato nell'applicazione di tali prassi hanno altresì agevolato le BCN nell'eseguire le operazioni relative alle procedure interne del CCBM entro un'ora (*one-hour benchmark*). È tuttavia possibile che in alcune circostanze si verifichino scostamenti

da tale *benchmark*, ad esempio in occasione di picchi di attività.

COLLEGAMENTI DIRETTI TRA SISTEMI DI REGOLAMENTO TITOLI

Gli SRT possono essere collegati sulla base di rapporti contrattuali e operativi per consentire il trasferimento transfrontaliero di titoli idonei da un sistema all'altro. Una volta che i titoli sono stati trasferiti tramite tali collegamenti a un altro SRT, essi possono essere utilizzati secondo le procedure locali allo stesso modo di qualunque garanzia nazionale. Attualmente le controparti dispongono di 59 collegamenti, di cui solo un numero limitato viene impiegato attivamente per trasferimenti connessi con le operazioni di credito dell'Eurosistema. Inoltre, tali collegamenti coprono soltanto parte dell'area dell'euro. I collegamenti sono considerati idonei per le operazioni di credito dell'Eurosistema se soddisfano i nove standard per gli utenti (*user standards*)³ definiti dall'Eurosistema; si tratta di requisiti che gli SRT devono osservare affinché le banche centrali possano regolarvi le proprie operazioni. L'Eurosistema sottopone a valutazione ogni nuovo collegamento o miglioramento dei collegamenti già ritenuti idonei sulla base di questi standard. Nel 2004 tre collegamenti idonei esistenti sono stati potenziati e valutati positivamente.

Le garanzie detenute tramite collegamenti sono cresciute dai 46 miliardi di euro del dicembre 2003 ai 72 miliardi dello stesso mese del 2004, rappresentando però soltanto l'8,5 per cento del totale delle garanzie, transfrontaliere e nazionali, detenute dall'Eurosistema.

³ *Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations* (requisiti per l'utilizzo dei sistemi di regolamento dei titoli nelle operazioni di credito del SEBC), gennaio 1998.

3 LE BANCONOTE E LE MONETE

3.1 LA CIRCOLAZIONE DELLE BANCONOTE E DELLE MONETE

DOMANDA DI BANCONOTE E MONETE IN EURO

Dopo una crescita a un tasso annuo del 22 per cento nel 2003, il valore delle banconote in euro in circolazione è aumentato del 15,0 per cento nel 2004, passando da 436,1 a 501,3 miliardi di euro. Il numero di biglietti in euro in circolazione è salito del 6,8 per cento (rispetto al 10,1 del 2003), da 9,0 a 9,7 miliardi di pezzi. La figura 37 mostra l'evoluzione, in valore, delle banconote nazionali e delle banconote in euro in circolazione tra il 2000 e il 2004, mentre la figura 38 rappresenta quella del volume di biglietti in euro in circolazione dal momento della loro introduzione.

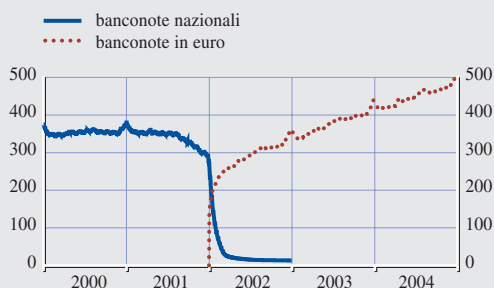
A partire dalle operazioni di sostituzione del contante, il valore delle banconote in circolazione è aumentato più sensibilmente del numero dei biglietti. Tale fenomeno riflette la crescita, particolarmente sostenuta, del numero di banconote di taglio elevato in circolazione. La figura 39 mostra l'evoluzione dei biglietti in euro in circolazione tra il 2002 e il 2004 in base al relativo taglio. Nel 2004, il maggiore incremento della domanda, pari al 28,4 per cento, è stato registrato per le banconote da 500 euro. Anche per le banconote da 50 e 100 euro è stata rilevata una domanda significativamente elevata, con un tasso di crescita della circolazione pari rispettivamente al 12,4 e al 13,5 per cento.

L'aumento complessivo del numero di biglietti da 5, 10, 20 e 200 euro in circolazione è stato molto moderato sin dall'introduzione delle banconote nel 2002, nonostante una variazione degli andamenti da paese a paese. Soltanto durante i picchi stagionali si è assistito a una forte crescita della domanda dei biglietti da 10 e 20 euro, vale a dire i tagli utilizzati soprattutto per le operazioni in contante effettuate giornalmente. Nel caso della banconota da 50 euro, sono state registrate sia una crescita piuttosto elevata sia fluttuazioni stagionali. Per contro, la circolazione dei biglietti da 5 e 100 euro ha mostrato una variazione stagionale moderata, mentre quella delle banconote da 200 e 500 euro non ha seguito alcun andamento stagionale. È evidente che per tali tagli, le esigenze legate al regolamento delle transazioni all'interno dell'area dell'euro non sono sufficienti a spiegare la perdurante tendenza al rialzo della domanda, ma sono in gioco altri fattori. Uno di questi sembra essere costituito dalla crescente domanda internazionale di banconote in euro. Analisi recenti suggeriscono che circa il 10-15 per cento delle banconote in circolazione sono detenute al di fuori dell'area. Un altro fattore è rappresentato dall'utilizzo della valuta come riserva di valore da parte del pubblico, in parte ascrivibile al basso livello dei tassi di interesse.

Durante il 2004 il valore delle monete in euro in circolazione (al netto delle scorte detenute dalle BCN) è aumentato del 9,1 per cento, da

Figura 37 Valore totale delle banconote in circolazione nel periodo 2000-2004

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Figura 38 Numero delle banconote in circolazione nel periodo 2002-2004

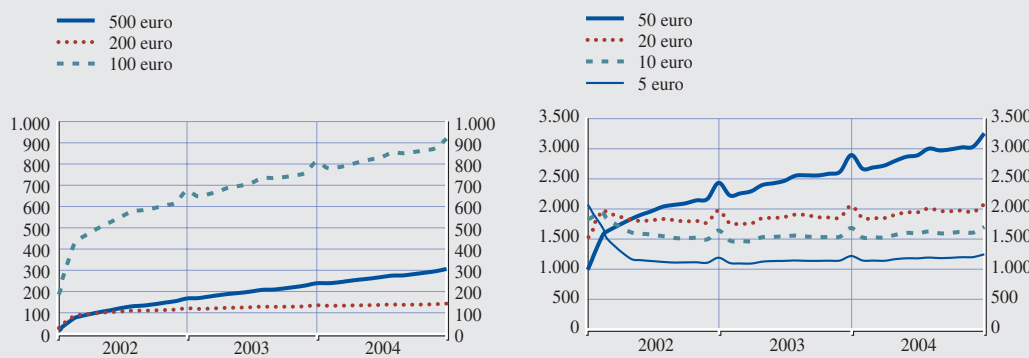
(miliardi)



Fonte: BCE.

Figura 39 Numero delle banconote in circolazione nel periodo 2002-2004

(milioni di pezzi)



Fonte: BCE.

14,1 a 15,3 miliardi di euro. Il numero complessivo di monete in euro in circolazione si è accresciuto del 14,8 per cento, portandosi a 56,2 miliardi di pezzi. Il numero di monete in euro in circolazione ha mostrato un incremento costante dagli inizi del 2003, anno in cui il volume del conio era tornato al livello iniziale di 40,4 miliardi di pezzi emessi al momento delle operazioni di sostituzione del contante.

GESTIONE DELLE BANCONOTE DA PARTE DELL'EUROSISTEMA

Gli introiti e gli esiti di banconote in euro si sono mantenuti abbastanza stabili per tutte le BCN dell'area dell'euro dal secondo trimestre del 2002. Le fluttuazioni mensili degli introiti e degli esiti sono principalmente riconducibili alle consuete variazioni stagionali della domanda di banconote.

Nel 2004 le BCN dell'area dell'euro hanno trattato complessivamente 29,4 miliardi di banconote in euro, un volume analogo a quello relativo al 2003. Tra gennaio e dicembre 2004 è stato esitato e introitato dalle BCN un ammontare complessivo di banconote pari rispettivamente a 30,4 e 29,7 miliardi. Il tasso di rientro dalla circolazione delle banconote, rappresentato dal rapporto tra le banconote depositate presso le BCN e il numero di banconote in circolazione, è rimasto relativamente stabile dal 2002 e, nel 2004, si è attestato su un valore di

circa 3,4 volte l'anno. Sempre nel 2004 sono stati distrutti 3,8 miliardi di banconote non idonee a un ulteriore utilizzo.

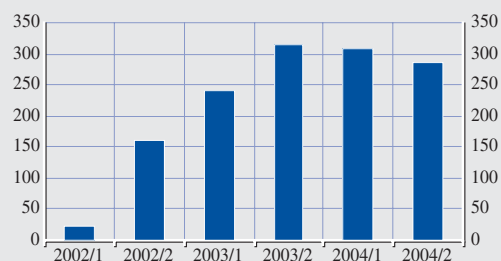
3.2 LA CONTRAFFAZIONE DELLE BANCONOTE IN EURO E I RELATIVI DETERRENTI

CONTRAFFAZIONE DELLE BANCONOTE IN EURO

Dopo essere aumentato costantemente nel 2002 e per gran parte del 2003, il tasso di contraffazione delle banconote in euro è ora relativamente stabile. Dall'ultimo trimestre del 2003 alla fine del 2004, sono stati ritirati dalla circolazione in media circa 50.000 biglietti contraffatti al mese, con fluttuazioni stagionali in coincidenza con quelle delle banconote auten-

Figura 40 Numero di banconote false ritirate dalla circolazione nel periodo 2002-2004

(migliaia)



Fonte: BCE.

tiche, ad esempio durante i periodi festivi. I falsi ricevuti dai centri nazionali di analisi (CNA)⁴ sono stati in totale 594.000 nel 2004, con un incremento del 7,8 per cento rispetto al 2003, percentuale considerevolmente inferiore al tasso di crescita osservato un anno prima. La figura 40 mostra l'andamento dei ritiri dalla circolazione dei biglietti contraffatti; i valori sono stati rilevati a intervalli semestrali a partire dall'introduzione delle banconote.

Dalla tavola 14 è possibile osservare che il taglio da 50 euro resta l'obiettivo preferito per le contraffazioni, sebbene nel corso dell'anno siano emersi segnali che la criminalità organizzata si stia sempre più orientando verso le banconote da 100, 200 e 500 euro. Per questi tagli è stato prodotto un esiguo numero di biglietti falsi di qualità superiore alla media.

Nel complesso, risulta evidente che il numero delle contraffazioni (594.000 nel 2004) rappresenta una frazione minima del numero medio di banconote autentiche in circolazione (8,9 miliardi nel 2004). Il pubblico può continuare a fare affidamento sulla sicurezza dell'euro, che rimane una valuta a elevata protezione sia per i sofisticati elementi di sicurezza sia per l'efficacia dell'azione delle forze dell'ordine europee e nazionali. Nondimeno, i cittadini dovrebbero continuare a prestare attenzione. Il metodo basato sulle tre parole chiave "toccare, guardare, muovere" resta sufficiente per individuare quasi tutte le fattispecie di falsi.

DETERRENTI ALLA CONTRAFFAZIONE

Oltre a intrattenere rapporti di collaborazione con le BCN, l'Europol e la Commissione europea (in particolare con l'Ufficio europeo per la lotta antifrode, OLAF), nel 2004 la BCE ha con-



cluso un accordo con l'Interpol sulla protezione dell'euro e sulla lotta alla contraffazione. Altri accordi di cooperazione sono stati stipulati con le banche centrali di due dei paesi limitrofi all'UE (l'Ucraina e la Bulgaria) e accordi analoghi con altri paesi sono previsti per il futuro. L'Eurosistema si è adoperato nella formazione di esperti della gestione del contante, sia all'interno che all'esterno dell'UE, ai fini del riconoscimento e del trattamento delle banconote contraffatte. Il Centro di analisi della contraffazione presso la BCE e i CNA hanno collaborato con la polizia nella lotta alla contraffazione, mentre i tecnici dei CNA hanno fornito su richiesta perizie e relazioni tecniche alle autorità giudiziarie.

L'*International Counterfeit Deterrence Centre*, ospitato dalla BCE, ha continuato a valutare nuove apparecchiature di riproduzione e nuovi sistemi di deterrenza alla contraffazione e a sostenere il *Central Bank Counterfeit Deterrence Group*, risultato di un'iniziativa congiunta di 27 banche centrali di tutto il mondo.

Tavola 14 Distribuzione delle banconote false per taglio

| | 5 euro | 10 euro | 20 euro | 50 euro |
|-------------|----------|----------|----------|---------|
| Percentuale | 1 | 5 | 24 | 48 |
| | 100 euro | 200 euro | 500 euro | Totale |
| Percentuale | 17 | 4 | 1 | 100 |

Fonte: Eurosistema.

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

3.3 L'EMISSIONE E LA PRODUZIONE DI BANCONOTE

RUOLO DELL'Eurosistema NEL CICLO DEL CONTANTE

Nel dicembre 2004 il Consiglio direttivo ha concordato principi e obiettivi comuni circa il ruolo e le responsabilità dell'Eurosistema nel ciclo del contante. La definizione di questi ultimi contribuirà alla realizzazione dell'area unica dei pagamenti in euro (cfr. la sezione 3 del capitolo 3) e offrirà un quadro di riferimento affidabile per i partner dell'Eurosistema nel ciclo del contante (il settore bancario e le società di trasporto valori). In linea con il principio del decentramento, il Consiglio direttivo non ha stabilito un sistema completamente armonizzato per i servizi di cassa nell'area dell'euro. Sebbene sia necessario un certo grado di armonizzazione e standardizzazione sotto la guida della BCE, le BCN sono responsabili dell'attuazione dei principi a livello nazionale, tenendo conto del contesto economico e delle strutture bancarie dei rispettivi paesi, dell'attuale rete di filiali di cui esse dispongono, della quota relativa dei pagamenti in contanti e/o dell'esistenza di accordi a lungo termine.

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

In seguito a consultazioni con il settore bancario e con le società di trasporto valori, nel dicembre 2004 la BCE ha adottato un quadro di riferimento per l'individuazione dei falsi e per la selezione delle banconote in base alla loro qualità (conosciuta come "fitness sorting") da parte delle banche e degli altri gestori professionali del contante. Tale quadro di riferimento mira principalmente ad attuare una strategia comune per la gestione e il trattamento delle banconote da parte delle banche e degli altri gestori professionali del contante. Inoltre è teso a fornire loro assistenza nell'assolvere gli obblighi stabiliti dall'articolo 6 del Regolamento (CE) n. 1338/2001 del Consiglio relativo all'individuazione e al ritiro di banconote in euro contraffatte. Le BCN daranno attuazione a questo quadro di riferimento nelle rispettive giuri-

Tavola 15 Assegnazione della produzione di banconote nel 2004

| Taglio | Quantità (in milioni di banconote) | BCN incaricate della produzione |
|----------|------------------------------------|---------------------------------|
| 5 euro | - | - |
| 10 euro | 378 | DE, FR, GR, IE, AT |
| 20 euro | 290 | FR, PT |
| 50 euro | 683 | BE, DE, ES, IT, NL |
| 100 euro | 124 | IT, FI |
| 200 euro | - | - |
| 500 euro | 124 | DE, LU |
| Totale | 1.599 | |

Fonte: BCE.

sdizioni al più tardi entro la fine del 2006. Vi sarà un periodo di transizione di due anni, che terminerà non oltre la fine del 2007, affinché le banche e gli altri gestori professionali del contante adattino le procedure e le apparecchiature utilizzate.

ACCORDI DI PRODUZIONE

Nel 2004 sono stati prodotti complessivamente 1,6 miliardi di banconote, rispetto ai 3,1 miliardi del 2003. Tale significativa riduzione del fabbisogno di produzione va ricondotta essenzialmente a una necessità di sostituzione delle banconote che nel 2003 si è rivelata inferiore alle aspettative.

Dal 2002 la produzione di biglietti in euro è stata affidata alle BCN in base a un sistema di "pooling decentrato". Secondo tale accordo, ciascuna BCN dell'area dell'euro è responsabile dell'approvvigionamento di una quota del fabbisogno totale di banconote a essa assegnata per determinati tagli. La tavola 15 fornisce una panoramica dell'assegnazione delle quote di produzione nel 2004.

Gli accordi per l'approvvigionamento futuro di banconote sono definiti nell'Indirizzo BCE/2004/18, adottato dal Consiglio direttivo nel settembre 2004. Tale Indirizzo stabilisce una procedura d'asta comune per l'Eurosistema ai fini della produzione di banconote in euro che sarà attuata il 1° gennaio 2012 al più tardi. L'applicazione della procedura sarà preceduta da un periodo di transizione in modo tale da assicurare alle BCN e alle stamperie un tempo

adeguato per predisporre il cambiamento. Il periodo di transizione non comincerà prima del 1° gennaio 2008, ma la data precisa di inizio, che sarà decisa dal Consiglio direttivo, dipende dal raggiungimento di una massa critica in termini sia del numero di BCN disposte a partecipare alla procedura d'asta comune sia del volume totale di banconote da offrire nell'asta.

L'Indirizzo è stato elaborato secondo il principio di un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza, favorendo un'efficace allocazione delle risorse, e in linea con la normativa comunitaria in tema di concorrenza. In particolare, la procedura è volta ad assicurare la parità di trattamento a tutte le stamperie che intendono partecipare alla procedura d'asta comune dell'Eurosistema nonché a garantire la trasparenza e la certezza della continuità del processo produttivo dei biglietti in euro. Le regole relative all'asta stabilite nell'Indirizzo si applicheranno al fabbisogno totale di banconote dell'Eurosistema. Le BCN che si avvalgono di stamperie interne o pubbliche potranno astenersi dal partecipare alla procedura d'asta comune e continuare a produrre le banconote in euro loro attribuite in quelle stamperie.

BANCONOTE DI PICCOLO TAGLIO

In risposta a suggerimenti avanzati da fonti diverse, l'Eurosistema ha esaminato i potenziali aspetti positivi e negativi relativi all'introduzione di banconote di piccolo taglio, ossia da 1 e/o 2 euro. Dopo un'attenta riflessione, il Consiglio direttivo ha deciso nel novembre 2004 di non rivedere la decisione assunta nel 1998 sui tagli dei biglietti in euro e, pertanto, di non emettere banconote da 1 o 2 euro. Avendo valutato tutti gli argomenti presentati nel dibattito, il Consiglio direttivo ha concluso che, nel complesso, gli aspetti negativi connessi con l'introduzione di banconote di piccolo taglio superavano quelli positivi. In particolare, hanno contribuito a questa decisione i seguenti fattori: la domanda insufficiente di banconote di piccolo taglio da parte della maggioranza dei cittadini dell'area dell'euro; la più elevata inefficienza che comporterebbe l'introduzione di questi biglietti per la maggior parte dei soggetti

terzi interessati (ad esempio, per il settore del commercio al dettaglio e per le imprese che gestiscono distributori automatici); i costi sostenuti connessi con la stampa e con la selezione delle banconote.

4 LE STATISTICHE

La BCE, assistita dalle banche centrali nazionali, raccoglie un'ampia gamma di statistiche che consentono al SEBC di adempiere ai propri compiti. Le informazioni statistiche necessarie vengono raccolte presso le autorità nazionali competenti o direttamente presso gli operatori economici. Come negli anni precedenti, anche nel 2004 la produzione di statistiche si è svolta in maniera regolare. Al contempo, sono proseguiti i lavori volti all'ulteriore miglioramento dell'impianto delle statistiche e, in conformità alla strategia di medio periodo adottata in questo campo dalla BCE, sono state rese disponibili nuove statistiche. La BCE ha altresì tenuto la sua seconda conferenza sulle statistiche, incentrata sul loro utilizzo nella conduzione della politica monetaria ed economica.

Permangono alcune questioni irrisolte, concernenti principalmente l'affidabilità dei dati, nel campo delle statistiche sulle finanze pubbliche, che sono essenziali per l'attuazione del Patto di stabilità e crescita e per la credibilità della sorveglianza di bilancio. La Commissione europea (Eurostat), assistita dagli istituti nazionali di statistica (INS) e, laddove applicabile, dalle BCN, è responsabile della produzione di tali statistiche. La BCE utilizza in maniera intensa le statistiche economiche generali, la maggior parte delle quali viene raccolta ed elaborata dall'Eurostat. L'elaborazione di queste statistiche per l'area dell'euro è ulteriormente migliorata sotto alcuni aspetti, ad esempio per quanto riguarda la tempestività dei dati trimestrali sul PIL, la qualità della stima *flash* dello IAPC e la disponibilità degli indicatori congiunturali dell'attività economica. Tenendo conto degli sviluppi degli ultimi anni, la BCE ha pubblicato nel dicembre 2004 il proprio riesame dei requisiti nel campo delle statistiche economiche generali.

4.1 ULTERIORI MIGLIORAMENTI NEL QUADRO STATISTICO DI RIFERIMENTO PER L'AREA DELL'EURO

Nonostante i significativi risultati conseguiti finora per quanto concerne il quadro statistico di riferimento e la buona qualità delle statisti-

che dell'area dell'euro in generale, rimane necessario apportare ulteriori miglioramenti al quadro statistico complessivo per l'area. Ci si deve attrezzare con anticipo a cogliere le trasformazioni economiche in atto e colmare, laddove possibile, alcune lacune statistiche residue, individuate dagli utenti interni ed esterni alla BCE. Durante il 2004 la BCE ha avviato i lavori volti al perfezionamento del quadro complessivo. A causa dei lunghi tempi di realizzazione dei progetti statistici, i risultati dovrebbero essere disponibili nel medio periodo.

Un elemento importante del quadro statistico per l'area dell'euro è costituito dall'elaborazione e dalla compilazione di un sistema di conti nazionali trimestrali dei settori istituzionali, che l'Eurosistema sta predisponendo in collaborazione con l'Eurostat e gli INS. I settori inclusi in tale sistema sono le famiglie, le società non finanziarie, le società finanziarie, le amministrazioni pubbliche e il resto del mondo. Le statistiche riveleranno le interrelazioni tra questi diversi settori e tra le transazioni finanziarie e non finanziarie all'interno dell'economia. La disponibilità di serie storiche sufficientemente lunghe di tali conti settoriali, pubblicate a breve distanza dal periodo di riferimento, consentirà di seguire gli impulsi della politica monetaria dal settore finanziario ai settori non finanziari dell'area dell'euro, nonché di effettuare una migliore analisi dell'impatto degli shock economici sull'area. Essa consentirà inoltre lo svolgimento di un'ampia gamma di altre analisi. I conti nazionali trimestrali dei settori istituzionali incorporano anche vari indicatori fondamentali per l'analisi del ciclo economico e per gli esercizi di previsione.

L'accoglimento nella legislazione dell'UE dello standard contabile internazionale 39 (*International Accounting Standard 39*, IAS 39) per gli strumenti finanziari, che ne richiede l'applicazione da parte di tutte le società quotate a partire dal 1° gennaio 2005, ha determinato la necessità di modificare il Regolamento relativo al bilancio consolidato del settore delle istituzioni finanziarie monetarie (BCE/2001/13) al fine di salvaguardare la base concettuale delle

statistiche monetarie. Il Regolamento recante le modifiche (BCE/2004/21), entrato in vigore il 1° gennaio 2005, assicura che, indipendentemente dalla forma specifica in cui lo IAS 39 viene infine adottato, le IFM continuano a segnalare le giacenze di prestiti e depositi al valore nominale, a prescindere dagli eventuali cambiamenti apportati al quadro contabile giuridico dell'UE dopo quella data.

4.2 STATISTICHE NUOVE O PIÙ ESAUSTIVE

Nel corso del 2004 la BCE ha dato avvio alla pubblicazione di alcune nuove statistiche rilevanti per la politica monetaria e per altri compiti del SEBC, per la politica economica in generale, per gli operatori di mercato nonché per il pubblico.

Nella primavera del 2004 la BCE, insieme alla Commissione europea, ha diffuso per la prima volta statistiche mensili sui tassi di interesse a lungo termine relative ai dieci nuovi Stati membri, necessarie al fine di valutare i risultati conseguiti da questi ultimi rispetto all'elevato grado di convergenza richiesto per l'adesione all'UEM. A partire da giugno 2004 la BCE ha anche pubblicato la presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro su base mensile. Inoltre, la BCE e l'Eurostat hanno diffuso un rapporto sugli investimenti diretti esteri, in cui si propongono miglioramenti metodologici per la compilazione di tali statistiche. I dati trimestrali relativi al conto corrente della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro sono ora disponibili dal 1980 in avanti. Per quanto concerne i tassi di cambio effettivi dell'euro, le ponderazioni basate sull'intercambio utilizzate per il calcolo degli indici sono state aggiornate, la copertura geografica è stata ampliata e nuove serie sono state pubblicate da settembre 2004. Le statistiche sui flussi e sulle consistenze delle azioni quotate dell'area dell'euro sono ora diffuse con cadenza mensile. Le nuove statistiche includono le emissioni lorde, i rimborsi e le consistenze in essere di tutte le azioni quotate emesse da residenti nell'area.



Nel quadro del Piano d'azione del Consiglio Ecofin sui requisiti statistici dell'UEM, la BCE ha reso disponibile nel 2004 un ampio insieme di conti finanziari e non finanziari trimestrali per il settore delle amministrazioni pubbliche. Sono già stati intrapresi lavori volti a integrare tali statistiche nei conti nazionali trimestrali dei settori istituzionali.

Nel 2004 la BCE ha altresì migliorato il proprio quadro giuridico per consentire la futura pubblicazione di nuove statistiche. L'Indirizzo e la Raccomandazione della BCE sugli obblighi di informazione statistica relativi alla bilancia dei pagamenti e alla posizione patrimoniale sull'estero e lo schema di riferimento per le riserve ufficiali sono stati rivisti. Nel gennaio 2005 la BCE ha cominciato a pubblicare statistiche più articolate in questo settore, comprensive di una scomposizione geografica. Inoltre, la BCE ha diffuso *guidance notes* sulle statistiche dei bilanci delle IFM in relazione all'allargamento dell'UE, con l'obiettivo di promuovere una comprensione chiara e uniforme dei requisiti e degli standard contenuti nel Regolamento BCE/2003/10.

Nel 2004 sono stati compiuti sforzi per migliorare la diffusione e l'accessibilità delle statistiche. Sia la versione rinnovata del Bollettino mensile, pubblicata per la prima volta in gennaio 2004, sia la nuova versione del sito

Internet, divenuto operativo nel giugno 2004, comprendono sezioni statistiche migliorate.

4.3 STATISTICHE SULLA FINANZA PUBBLICA

Durante il 2004 sono emerse serie preoccupazioni circa l'affidabilità delle statistiche per la sorveglianza di bilancio in base al Trattato e al Patto di stabilità e crescita. La BCE ha sostenuto pienamente la dichiarazione sugli standard appropriati in materia di statistiche rilasciata dopo la riunione informale del Consiglio Ecofin tenuta a Scheveningen l'11 settembre 2004. Tali standard dovrebbero rafforzare l'indipendenza, l'integrità e la responsabilità degli INS. A questo riguardo, la BCE collabora strettamente con la Commissione europea, in particolare tramite il Comitato delle statistiche monetarie, finanziarie e della bilancia dei pagamenti, che comprende statistici di consolidata esperienza dell'Eurostat, degli INS, delle BCN e della BCE. L'attuazione dell'Indirizzo della BCE sulle statistiche sulla finanza pubblica, adottato dal Consiglio direttivo nel febbraio del 2005, accrescerà ulteriormente la qualità degli aggregati di finanza pubblica dell'area dell'euro e rappresenterà un ulteriore passo avanti ai fini della definizione del livello qualitativo e degli standard necessari per un insieme più esaustivo di dati per la sorveglianza di bilancio.

5 LA RICERCA ECONOMICA

Obiettivo della ricerca economica presso la BCE è quello di fornire una solida base concettuale ed empirica per la conduzione della politica economica. La ricerca in seno all'Eurosistema è pertanto mirata ad accrescere la conoscenza del funzionamento dell'economia dell'area dell'euro e a fornire analisi, modelli e altri strumenti utili per la conduzione della politica monetaria della BCE e l'adempimento di altri compiti dell'Eurosistema.

A cinque anni dalla sua istituzione, la BCE ha incaricato tre esperti esterni indipendenti di valutare le sue attività di ricerca economica sulla base di stringenti criteri accademici e di determinare in che misura tali attività abbiano contribuito dal 1998 al conseguimento dei suoi obiettivi. La relazione degli esperti⁵, disponibile sul sito Internet della BCE, fornisce una valutazione complessivamente positiva della ricerca condotta presso la BCE, in termini di qualità scientifica e valore aggiunto, rilevanza per la conduzione della politica monetaria e per gli altri compiti e funzioni della BCE, e influsso sulla comunità accademica e su altre istituzioni che svolgono attività di *policy*. Come richiesto dal loro mandato, gli esperti hanno altresì formulato una serie di raccomandazioni per migliorare ulteriormente l'attività di ricerca, in particolare nei cinque ambiti seguenti: incentivi affinché il personale conduca una ricerca di elevata qualità, gestione nel lungo termine del capitale umano, copertura e coordinamento delle attività di ricerca nelle varie aree funzionali della BCE, supporto alla ricerca, comunicazione e disseminazione dei lavori. Molte di queste raccomandazioni confortano la valutazione della BCE stessa e varie misure sono state intraprese per attuare i miglioramenti suggeriti.

5.1 I PROGRAMMI DI RICERCA

Il programma di ricerca per il 2004 consta di sei filoni principali: macroeconomia ed economia monetaria, macroeconomia internazionale e finanza, stabilità finanziaria, integrazione finanziaria, modellizzazione econometrica dell'area dell'euro, aspetti economici e strutturali

di ordine generale. Un impegno considerevole è stato altresì profuso per la ricerca sul tema dell'allargamento dell'area dell'euro e sulle economie dei nuovi Stati membri dell'UE. In tale contesto sono stati portati avanti i lavori di preparazione in vista di futuri ampliamenti dell'area dell'euro, in particolare con riferimento agli strumenti analitici utilizzati per le proiezioni macroeconomiche.

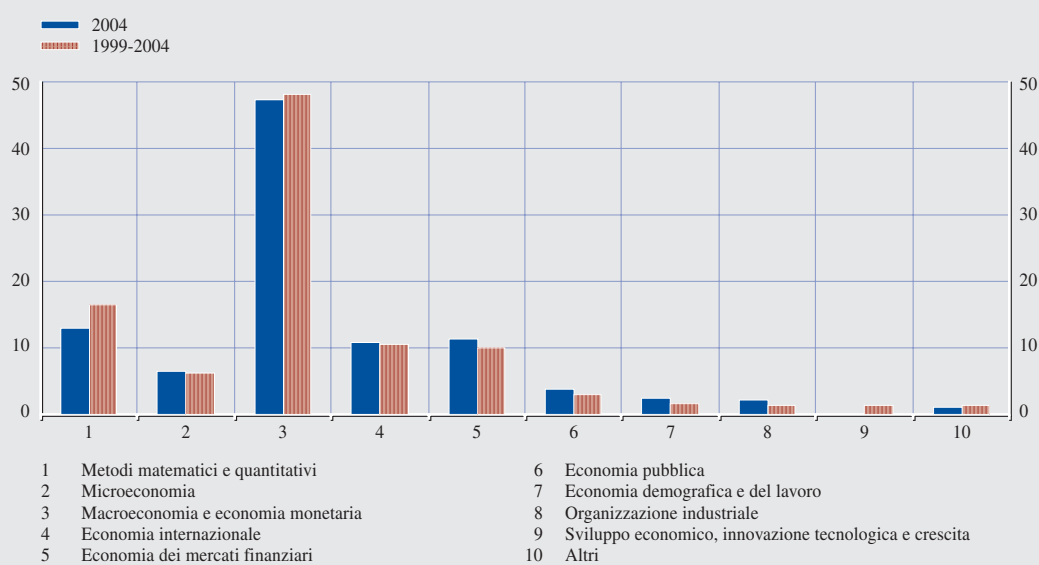
I risultati delle attività di ricerca condotte dalla BCE o in cooperazione con essa sono stati in gran parte presentati nella serie dei *Working Paper* e – in misura minore – in quella degli *Occasional Paper* della BCE, nonché in occasione di varie conferenze e *workshop*. Nel 2004 sono stati pubblicati 126 *Working Paper* (contro 97 nel 2003). Un numero considerevole di studi apparsi in questa collana dal 1999, anno del suo debutto, è già stato o verrà prossimamente pubblicato in riviste accademiche (130) o libri (30). Considerati i lunghi tempi necessari affinché un lavoro appaia in una pubblicazione soggetta alla valutazione di *referee*, tale proporzione, già significativa, è probabilmente destinata ad aumentare nel 2005. Dalla figura 41 emerge chiaramente come l'attività di ricerca presso la BCE sia incentrata su temi di rilevanza per la politica economica. I *Working Paper* sono raggruppati per materia, utilizzando la classificazione del *Journal of Economic Literature*: l'argomento più frequente risulta essere macroeconomia ed economia monetaria, seguito da metodi matematici e quantitativi, economia finanziaria ed economia internazionale.

Durante il 2004 la BCE ha ospitato varie conferenze e seminari, quali la terza *Central Banking Conference* della BCE dal titolo *The new EU Member States: convergence and stability*, dove si sono trattati in particolare i tre temi seguenti, con riferimento ai nuovi Stati membri dell'UE: trasformazione economica e strutturale; legami internazionali e *performance* macroeconomica; processo di aggiustamento macroeconomico. Insieme alla BRI e alle

5 M. Goodfriend, R. König e R. Repullo (2004), *External evaluation of the economic research activities of the European Central Bank*.

Figura 41 Working Paper Series della BCE: classificazione del *Journal of Economic Literature*

(in percentuale)



Fonte: BCE.

banche centrali del G10, la BCE ha lanciato una nuova pubblicazione, l'*International Journal of Central Banking* (cfr. capitolo 6).

5.2 I NETWORK DI RICERCA

L'attività di ricerca della BCE viene spesso condotta nel quadro di *network* organizzati, ovvero gruppi di ricercatori che insieme portano avanti progetti di ampio respiro e con finalità molteplici. Ai *network* partecipano economisti provenienti ad esempio dalla BCE, dalle banche centrali nazionali dell'area dell'euro, da altre banche centrali o da organizzazioni che svolgono attività di *policy*, nonché rappresentanti di istituzioni accademiche. La BCE si occupa del coordinamento e del supporto organizzativo, da sola o in collaborazione con altre istituzioni.

Lo *Eurosystem Inflation Persistence Network*, che riunisce ricercatori di tutte le banche centrali dell'Eurosistema, è stato istituito nel 2003 allo scopo di analizzare le dinamiche dell'inflazione nell'area dell'euro e nelle singole economie nazionali. Per lo studio di questo fenomeno

esso si avvale di un ampio ventaglio di dati, tra cui statistiche sui prezzi al consumo e alla produzione a livello individuale e settoriale, dati macroeconomici sull'inflazione e risultati di inchieste congiunturali. I risultati finali dell'analisi sono attesi per il 2005. Nel 2004 il *network* ha portato a termine un'ampia parte dell'analisi empirica, pubblicato un sottoinsieme di risultati nella serie dei *Working Paper* della BCE e ricevuto i commenti della comunità accademica. Alcuni risultati selezionati sono stati inoltre presentati a vari incontri e *workshop*, fra cui una conferenza organizzata in dicembre dal *network* stesso e ospitata dalla BCE. Dei suggerimenti e delle critiche ricevuti in quelle occasioni si terrà conto nella fase conclusiva dell'analisi. Il *network* ha finora riscontrato che i singoli prezzi dei beni di consumo e dei servizi nell'area dell'euro variano con frequenza relativamente bassa, ovvero in media una volta l'anno. Quando ciò avviene, gli aggiustamenti sono generalmente ampi e constano pressoché in eguale misura di rincari e di ribassi. Le rigidità di prezzo sono più diffuse nel settore dei servizi che non in quello dei beni, e risultano di norma mediamente più elevate

nell'area dell'euro che non negli Stati Uniti. Infine, i risultati del *network* fanno ritenere che la persistenza dell'inflazione possa dipendere dai regimi di inflazione e di politica monetaria in essere e che, a parità di altre circostanze, essa sia generalmente inferiore quando le aspettative per la stabilità dei prezzi sono ben radicate nell'economia.

Lo *Euro Area Business-Cycle Network*, costituito in collaborazione con il *Centre for Economic Policy Research* (CEPR), fornisce una sede per l'analisi del ciclo economico nell'area dell'euro. A esso partecipano ricercatori provenienti da istituzioni accademiche, banche centrali e altre istituzioni che svolgono attività di *policy*. Nel 2004 il *network* ha organizzato la seconda scuola di formazione sui modelli fattoriali e le metodologie per l'analisi del ciclo economico, ospitata dalla Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique e dall'Università Commerciale Luigi Bocconi. Si sono inoltre tenuti due *workshop*, rispettivamente sul ciclo economico nei nuovi Stati membri e nei paesi aderenti (presso la Oesterreichische Nationalbank) e sui recenti avanzamenti nella combinazione delle previsioni (presso la Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique). Fin dagli inizi del 2004 una parte considerevole dei risultati del *network* è stata diramata attraverso una nuova serie di quaderni di ricerca, avviata congiuntamente con il CEPR.

Il *Research Network on Capital Markets and Financial Integration in Europe*, lanciato nel 2002 dalla BCE e dal *Center for Financial Studies* (CFS), mira a stimolare un'attività di ricerca rilevante a fini di politica economica sull'integrazione dei sistemi finanziari in Europa e sui loro legami internazionali. I primi due anni di lavoro del *network* si sono conclusi con un simposio tenutosi a Francoforte sul Meno nel maggio del 2004 (cfr. riquadro 12). La BCE e il CFS hanno deciso di protrarre l'attività del *network* fino al 2007, individuando tre nuove aree prioritarie per la ricerca, ovvero: (a) nesso tra integrazione e stabilità finanziarie, (b) processo di adesione, sviluppo finanziario e integrazione finanziaria nell'UE e (c) moder-



nizzazione del sistema finanziario e crescita economica in Europa. A queste aree è stato esteso anche il programma di ricerca *Lamfalussy Fellowship*, istituito nell'ambito del *network* stesso.

5.3 I MODELLI MACROECONOMETRICI DELL'AREA DELL'EURO

Nel campo della modellizzazione macroeconomica va segnalato il programma di lavoro avviato dalla BCE nel 2004 per realizzare un modello dell'area di nuova generazione. È in corso una revisione del modello utilizzato, in linea con gli ultimi sviluppi della teoria macroeconomica e dei metodi di stima. Rispetto ai loro predecessori, i modelli econometrici di nuova generazione, altrimenti noti come modelli dinamici stocastici di equilibrio generale, si basano in misura molto maggiore su fondamenta microeconomiche. Grazie anche al contributo della ricerca condotta presso la BCE⁶, essi sono oggi sufficientemente sofisticati da poter essere impiegati nell'azione di politica economica. Tali modelli si stanno rapidamente affermando come

6 Gli esperti dell'Eurosistema hanno fornito contributi chiave in quest'area. Cfr. F. Smets e R. Wouters, *An estimated stochastic dynamic general equilibrium model of the euro area*, Working Paper della BCE, n. 171, pubblicato in *Journal of the European Economic Association*, 1, issue 5, 2003, pagg. 1123-1175. Questo lavoro ha ricevuto la prestigiosa *Hicks-Tinbergen Medal* della European Economic Association per l'eccellente opera di ricerca.

standard per l'analisi di politica economica e, sempre più, per gli esercizi di previsione presso le banche centrali e le organizzazioni che svolgono attività di *policy*. Al fine di agevolare la costruzione del nuovo modello dell'area, la BCE ha istituito un forum di cooperazione con il Board of Governors del Federal Reserve System e con l'FMI, due istituzioni attive nella costruzione e nell'utilizzo di modelli analoghi. La BCE e il Federal Reserve System lavorano insieme nell'ambito dell'*International Research Forum on Monetary Policy*, un'iniziativa volta alla promozione della ricerca sui temi di politica monetaria che hanno rilevanza in una prospettiva internazionale. I lavori tecnici sul modello dell'area dovrebbero proseguire per tutto il 2005 e i risultati finali saranno probabilmente resi noti tramite una conferenza pubblica.

6 ALTRI COMPITI E ATTIVITÀ

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

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

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

6.2 LE FUNZIONI CONSULTIVE

L'articolo 105, paragrafo 4, del Trattato e l'articolo 4 dello Statuto del SEBC richiedono che la BCE sia consultata dalle istituzioni comunitarie o dalle autorità nazionali competenti⁷, 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 98/415/CE del Consiglio, del 29 giugno 1998. Tutti i pareri della BCE sono pubblicati sul suo sito Internet. A partire dal gennaio del 2005 i pareri sulle proposte di legge nazionali sono, di regola, pubblicati immediatamente dopo la loro adozione e successiva trasmissione alle autorità consultatrici, così come già avveniva per i pareri sulle proposte di legge comunitarie.

Nel 2004 sono state avviate in totale 41 procedure di consultazione, di cui 32 da parte di autorità nazionali e nove da parte del Consiglio UE. Un elenco dei pareri adottati nel 2004 è allegato al presente Rapporto annuale. Tra questi meritano specifica menzione i pareri di seguito riportati, adottati su richiesta delle autorità nazionali.

La BCE è stata consultata da vari Stati membri, segnatamente Italia e Ungheria, su disegni di legge che, a parere della BCE, necessitavano di modifiche affinché fosse garantita la conformità degli statuti delle banche centrali nazionali con le disposizioni previste dal Trattato e dallo Statuto del SEBC in materia di indipendenza delle banche centrali, comprese quelle relative all'indipendenza personale dei membri degli organi decisionali delle banche centrali nazionali⁸.

La BCE è stata sentita da Italia, Paesi Bassi e Slovacchia in merito a significative riforme di legge riguardanti l'assetto della vigilanza finanziaria. La BCE ha esaminato le bozze delle proposte di legge di Italia e Paesi Bassi, fondate su un modello di vigilanza finanziaria a "doppio vertice" in base al quale la banca centrale nazionale sarebbe responsabile della vigilanza prudenziale sull'intero settore finanziario e un'apposita autorità nazionale per i mercati finanziari della vigilanza sulle regole di condotta del

⁸ CON/2004/16; CON/2004/35.

⁷ In conformità con il Protocollo su talune disposizioni relative al Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del Nord allegato al Trattato, l'articolo 105, paragrafo 4, del Trattato e l'articolo 4 dello Statuto del SEBC non si applicano al Regno Unito. Pertanto, l'obbligo di consultazione della BCE non si estende alle autorità di tale paese.

mercato⁹. La BCE ha accolto con favore l'assetto istituzionale proposto in entrambi i paesi, e ha considerato, nel parere sulla proposta olandese, che questo approccio riconosce il carattere distinto dei due obiettivi della stabilità finanziaria e della protezione degli investitori, avendo riguardo all'ampliamento dei rischi sistemici dovuti ai più stretti legami fra istituzioni creditizie, imprese assicurative, società di investimento e fondi pensione. La BCE ha ritenuto che il progetto di legge slovacco, il quale estenderebbe i poteri di vigilanza della banca centrale nazionale fino a renderla direttamente e pienamente responsabile della vigilanza sull'interno mercato finanziario del paese, creerebbe una struttura di vigilanza che – seppur al momento unica all'interno dell'UE – risulterebbe pienamente compatibile con i compiti di pertinenza del SEBC demandati a una BCN¹⁰.

La BCE è stata consultata dal Belgio in merito alla proposta di una cosiddetta *Tobin tax*, che si sarebbe concretizzata in un'imposta su tutte le operazioni in cambi in Belgio a condizione che provvedimenti analoghi fossero introdotti da altri Stati membri o a livello comunitario¹¹. Pur riconoscendo la bontà delle intenzioni sottese al disegno di legge, la BCE ha concluso che l'utilità economica e monetaria di una siffatta imposta è altamente discutibile. Inoltre, nella forma proposta dalla bozza presentata, tale imposta risulterebbe incompatibile con l'articolo 56 del Trattato sulla libera circolazione dei capitali e dei pagamenti tra Stati membri, e tra Stati membri e paesi terzi.

La Francia si è rivolta alla BCE in merito a una proposta di legge per l'autorizzazione di prestiti indicizzati all'inflazione erogati dagli enti creditizi¹². La BCE ha manifestato comprensione per l'obiettivo di estendere la libertà contrattuale e consentire agli operatori economici di proteggersi contro il rischio d'inflazione, ma ha sottolineato che il ricorso diffuso all'indicizzazione sarebbe fonte di considerevoli preoccupazioni, poiché nel processo di formazione dei prezzi e dei salari potrebbe provocare un'eccessiva rigidità nel relativo sistema dei prezzi e innescare spirali inflazionistiche.

La BCE ha inoltre reso un parere sulla base dell'articolo 112, paragrafo 2, lettera b del Trattato e dell'articolo 11.2 dello Statuto del SEBC in merito a una raccomandazione del Consiglio UE sulla nomina di un nuovo membro del Comitato esecutivo della BCE.

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

Ai sensi dell'articolo 123, paragrafo 2 del Trattato e dell'articolo 9 del Regolamento (CE) n. 332/2002 del Consiglio, del 18 febbraio 2002, la BCE continua a essere competente per la gestione delle operazioni di indebitamento e di prestito concluse dalla Comunità europea nell'ambito del meccanismo di sostegno finanziario a medio termine. Nel 2004 la BCE non ha svolto alcun compito di gestione. Non esisteva alcun saldo residuo a fine 2003 e non sono state aperte nuove operazioni durante il 2004.

9 CON/2004/16; CON/2004/21.

10 CON/2004/31.

11 CON/2004/34.

12 CON/2004/20.

I SERVIZI DI GESTIONE DELLE RISERVE OFFERTI DALL'EUROSISTEMA

Nel 2004 l'Eurosistema ha ultimato i lavori avviati nell'anno precedente per la definizione di un nuovo quadro di riferimento per l'offerta di un'ampia gamma di servizi di gestione delle riserve in euro destinati a banche centrali, autorità monetarie e agenzie governative non appartenenti all'area dell'euro, nonché alle organizzazioni internazionali. Il nuovo assetto, elaborato in risposta al sempre maggiore impiego dell'euro come valuta di riserva a livello internazionale, si fonda sulla consolidata esperienza delle banche centrali dell'Eurosistema nell'offerta di servizi di gestione delle riserve. La gamma proposta si estende dall'offerta di conti di deposito in titoli e dei relativi servizi di custodia e di regolamento, ai servizi di cassa e di investimento. Fra le più importanti prestazioni previste dal nuovo assetto figurano: (a) un servizio automatico di investimento *overnight* che consente alla clientela di investire fondi direttamente presso il proprio fornitore di servizi e/o sul mercato a tassi di rendimento favorevoli; (b) la facilitazione di programmi automatici di prestito titoli; (c) l'esecuzione di ordini e di istruzioni permanenti, secondo le specifiche preferenze di investimento della clientela.

Uno degli aspetti chiave del nuovo quadro di riferimento è che la fornitura di servizi di elevata qualità per le attività di riserva denominate in euro della clientela avviene attraverso un unico punto di accesso nell'area dell'euro, secondo modalità analoghe a quelle adottate nell'offerta dei servizi di gestione delle riserve da parte delle principali banche centrali nel mondo. Ciascuna banca centrale dell'Eurosistema che agisce in qualità di singolo punto di accesso (denominata "fornitrice di servizi dell'Eurosistema") offre la gamma completa di servizi di gestione contemplati dal nuovo assetto: i clienti saranno in grado di regolare e detenere in custodia un'ampia gamma di titoli a reddito fisso denominati in euro, emessi in un paese qualunque dell'area, utilizzando un unico conto di deposito in titoli. Grazie all'elevato grado di armonizzazione raggiunto, tutti i fornitori di servizi dell'Eurosistema offrono la stessa gamma di servizi di gestione delle riserve, alle medesime condizioni e in linea con gli standard generali di mercato.

Al momento i fornitori di servizi dell'Eurosistema sono sei: la Deutsche Bundesbank, il Banco de España, la Banque de France, la Banca d'Italia, la Banque centrale du Luxembourg e De Nederlandsche Bank. Le altre banche centrali dell'Eurosistema possono fornire alcuni dei servizi ricompresi nel nuovo quadro di riferimento. Inoltre, sia i fornitori di servizi sia le altre banche centrali dell'Eurosistema hanno la facoltà di offrire su base individuale ulteriori servizi di gestione delle riserve in euro. La BCE svolge un ruolo di coordinamento generale, garantendo l'ordinato funzionamento dell'assetto.

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

Il nuovo assetto, che ha preso avvio il 1° gennaio 2005, sarà flessibile e in costante evoluzione: saranno seguiti da vicino gli sviluppi nel settore finanziario al fine di rispondere tempestivamente alle esigenze della clientela, fornendo un'ampia gamma di servizi di gestione delle riserve in euro che sia al passo con i tempi.

Artista

Jacob Dahlgren

Titolo

Krakow, 2002

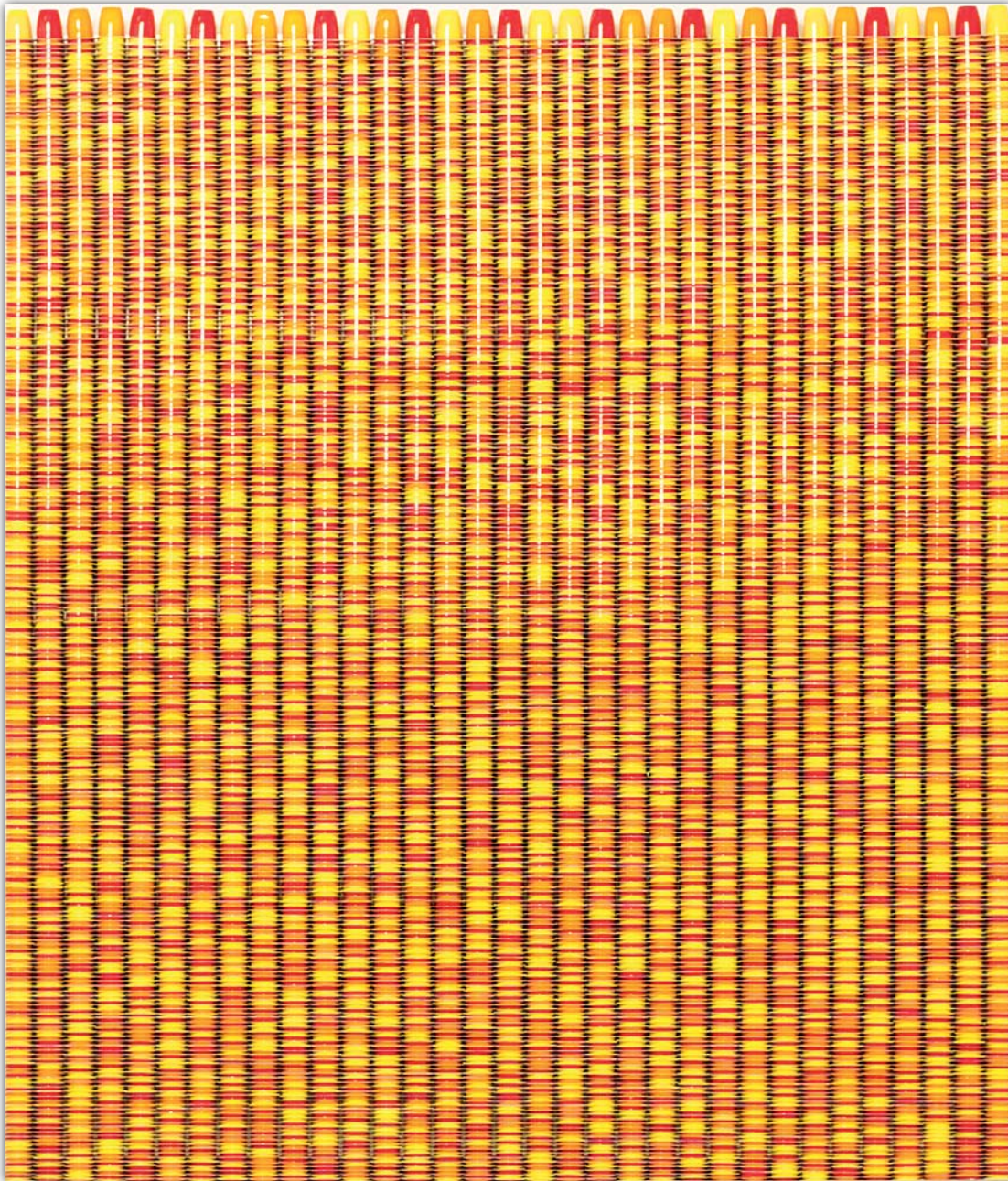
Materiali

Vasetti di yoghurt montati su alluminio

Formato

184 × 148 × 10 cm

© VG Bild-Kunst, Bonn 2005



CAPITOLO 3

LA STABILITÀ FINANZIARIA E L'INTEGRAZIONE

I LA STABILITÀ FINANZIARIA

L'Eurosistema contribuisce a una buona conduzione delle politiche perseguite dalle autorità nazionali competenti in relazione alla vigilanza prudenziale delle istituzioni creditizie e alla stabilità del sistema finanziario. Esso fornisce altresì consulenza a queste autorità e alla Commissione europea sul campo di applicazione e attuazione della legislazione comunitaria in tali settori.

I.1 IL MONITORAGGIO DELLA STABILITÀ FINANZIARIA

La BCE, in collaborazione con il Comitato per la vigilanza bancaria (*Banking Supervision Committee*, BSC) del SEBC, tiene sotto osservazione i rischi che minacciano la stabilità finanziaria al fine di valutare la capacità del sistema finanziario di assorbire gli shock¹. Particolare attenzione viene dedicata alle banche, poiché queste sono ancora i principali operatori tra tutte le tipologie di intermediari che canalizzano la liquidità dai depositanti verso i prenditori di fondi nell'area dell'euro e per tale ragione rappresentano un tramite importante attraverso cui i rischi possono diffondersi al resto del sistema finanziario. Tuttavia, considerata la crescente rilevanza di altre tipologie di soggetti e mercati finanziari e le interconnessioni esistenti tra questi e il settore bancario, vi è la possibilità che elementi di vulnerabilità presenti in tali componenti del sistema finanziario si estendano alle banche. Per questo motivo, l'attività di monitoraggio svolta presso la BCE prende in esame anche l'andamento di queste altre componenti.

ANDAMENTI CONGIUNTURALI

Nel 2004 la capacità del sistema finanziario dell'area dell'euro di assorbire shock si è rafforzata. Le istituzioni finanziarie hanno tratto vantaggio da un insieme di fattori: una crescita dell'attività economica mondiale superiore alle attese; il miglioramento dei bilanci delle grandi imprese; il persistere di atteggiamenti di propensione al rischio da parte degli investitori. Di conseguenza, è aumentata la redditività delle banche e delle compagnie di assicurazione. Tut-

tavia, permangono alcuni segni di fragilità dei mercati finanziari mondiali, collegati alla percezione del rischio di un rialzo dei tassi di interesse a lungo termine dai bassi livelli attuali.

Nel settore bancario dell'area dell'euro, le banche di maggiori dimensioni hanno conseguito risultati favorevoli, confermando le tendenze già presenti nel 2003; gli indicatori di redditività hanno continuato a migliorare. Le principali fonti di tale miglioramento nel 2004 possono essere fatte risalire al proseguimento dell'azione di riduzione dei costi e alla diminuzione degli accantonamenti a copertura delle perdite sui crediti. Gli incrementi di redditività hanno riguardato un'ampia parte del sistema; anche le banche che hanno registrato i risultati meno favorevoli sono riuscite a migliorare il rendimento del capitale.

Per sostenere la redditività, le banche hanno considerato una priorità l'impegno sul fronte del controllo dei costi. Questo è stato conseguito principalmente attraverso la riduzione degli organici e lo snellimento della rete degli sportelli. Così come già avvenuto nel 2003, anche nel 2004 sono diminuiti gli accantonamenti per perdite su crediti. Il principale fattore sottostante tale diminuzione risiederebbe in una valutazione più favorevole del rischio di credito da parte delle banche, come riflesso della ripresa economica. Questa rivalutazione rispecchierebbe le aspettative di un consolidamento della redditività delle imprese e di un ulteriore rafforzamento dei bilanci delle imprese di maggiori dimensioni nell'area dell'euro. Tuttavia, secondo alcune indicazioni, le prospettive per le imprese di piccole e medie dimensioni continuerebbero a essere meno favorevoli rispetto a quelle delle grandi imprese.

Nonostante il miglioramento della redditività, il margine di interesse, che rappresenta la

¹ Nel 2004 la BCE ha pubblicato per la prima volta un rapporto sulla stabilità del sistema finanziario dell'area dell'euro dal titolo *Financial Stability Review*. Ha pubblicato altresì la terza edizione di *EU banking sector stability*, che presenta i principali risultati del monitoraggio periodico effettuato dal BSC sulla stabilità del settore bancario. Queste pubblicazioni sono disponibili sul sito Internet della BCE.

componente essenziale della redditività del settore bancario, è diminuito ancora nel 2004, nonostante i segnali di una incipiente ripresa dell'attività di prestito alle imprese e l'andamento sostenuto delle erogazioni di mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni. La flessione del margine di interesse è imputabile prevalentemente al contesto di bassi tassi di interesse e all'appiattimento delle curve di rendimento del mercato; tali sviluppi hanno da un lato favorito la domanda di prestiti, dall'altro tuttavia hanno contribuito a erodere i margini dell'intermediazione primaria delle banche dell'area dell'euro. Quanto ai proventi bancari diversi da quelli da interessi, gli eccezionali utili da negoziazione registrati da molte istituzioni nel 2003 grazie al buon andamento dei mercati azionari e al calo dei differenziali di interesse sul credito non si sono ripetuti nel 2004. In base alle indicazioni disponibili risulta che nel corso del 2004 è aumentata l'esposizione al rischio di mercato di alcune grandi banche dell'area. Le banche hanno beneficiato dell'aumento del reddito da commissioni, dovuto nella maggior parte dei casi a un'espansione dell'attività associata ai mercati finanziari, sia svolta per proprio conto, sia relativa alla gestione del risparmio.

Nel 2004 sono ulteriormente migliorati i principali coefficienti di solvibilità delle grandi banche nell'area dell'euro. Va osservato che le banche con i coefficienti di solvibilità meno favorevoli sono riuscite a consolidare la propria solvibilità. La migliorata capacità di assorbimento degli shock di queste banche ha contribuito a rafforzare la stabilità del sistema finanziario nell'area dell'euro.

Anche i risultati finanziari delle compagnie di assicurazione sono ulteriormente migliorati nel 2004. Per quelle operanti in settori diversi dal ramo vita, il principale fattore è stato il buon andamento del reddito netto da premio, come risultato di scelte di determinazione dei prezzi maggiormente correlate al rischio e di condizioni di sottoscrizione più stringenti. Il miglioramento dei risultati dell'attività principale ha consentito un ulteriore rafforzamento della solvibilità delle imprese appartenenti a questo set-

tore. Le compagnie di assicurazione del ramo vita hanno registrato in molti paesi un incremento dei proventi da premio, sostenuto da un aumento della domanda dei prodotti vita, il cui andamento è collegato alla performance del mercato azionario. Ciò, congiuntamente all'aumento del reddito da investimento netto, ha contribuito a rafforzare la solvibilità di tali compagnie. Ciò nonostante, le compagnie finanziariamente più deboli rimangono ancora sotto pressione.

Il comparto degli *hedge funds* (fondi speculativi) ha continuato a svilupparsi su base globale nel 2004. Nonostante i rendimenti modesti conseguiti nel 2004, non si sono osservati evidenti segnali di ritiro dei capitali da parte degli investitori. Le implicazioni della crescita di questo settore per la stabilità finanziaria derivano principalmente dall'esistenza di importanti collegamenti tra gli *hedge funds* e il settore bancario. La forte concorrenza fra *primary brokers*, solitamente banche e società di intermediazione mobiliare che offrono servizi finanziari, di brokeraggio e di altra natura agli *hedge funds*, ha migliorato l'accesso al credito da parte di questi ultimi. Alcuni dei principali intermediari che operano come controparti degli *hedge funds* sono localizzati nell'area dell'euro. La gestione del rischio di controparte da parte dei *primary brokers* è migliorata dopo lo sfiorato fallimento del fondo *Long-Term Capital Management* nel 1998; essi hanno beneficiato dell'uso estensivo di misure derivanti dall'applicazione di modelli di "valore a rischio" (*Value-at-Risk*) e delle prove di stress.

ANDAMENTI STRUTTURALI

I cambiamenti strutturali del settore bancario possono avere conseguenze rilevanti sulla stabilità finanziaria a più lungo termine. Le scelte strategiche operate dalle banche incidono sul *trade-off* tra rischio e redditività e per tale via influiscono sulla capacità del sistema finanziario di assorbire gli shock. Oltre ai cambiamenti introdotti nell'ambito della regolamentazione e della vigilanza (cfr. la sezione 2 del presente capitolo), le tendenze strutturali di maggior rilievo nel 2004 hanno continuato a riguardare il



consolidamento, l'internazionalizzazione, l'intermediazione e l'*outsourcing*².

Negli ultimi anni il settore bancario dell'area dell'euro è stato caratterizzato da un sostenuto processo di consolidamento; nel periodo compreso fra il 1997 e il 2004 sono scomparsi circa 2.300 enti creditizi. Il consolidamento prende le mosse da operazioni di fusione e acquisizione e da ristrutturazioni interne di gruppi bancari. La ristrutturazione può aiutare le banche a mantenere o a migliorare la loro redditività; ciò dovrebbe portare da ultimo a un sistema bancario più solido. Tuttavia, nella misura in cui questo processo comporta la creazione di istituzioni finanziarie grandi e complesse di rilevanza sistemica, l'impatto finale può essere ambiguo. Per tale motivo è essenziale che le banche rafforzino i meccanismi di controllo interno dei rischi e che vi sia una efficace vigilanza da parte delle autorità.

Le operazioni di fusione e acquisizione sono state limitate per la maggior parte ai confini nazionali. Negli ultimi dieci anni le concentrazioni bancarie transfrontaliere in Europa hanno rappresentato solo il 15 per cento del volume totale delle operazioni di fusione e acquisizione nel settore bancario, a fronte di una media di circa il 40 per cento nel settore industriale. Il perdurare del carattere nazionale di queste operazioni potrebbe dipendere in particolare dal fatto che le operazioni di concentrazione nazionali offrono maggiori opportunità per sinergie di costo, nonché dalle differenze esistenti nelle normative fiscali, negli standard di tutela dei consumatori e nelle culture nazionali in materia societaria.

Nonostante l'ammontare relativamente modesto delle operazioni di fusione e acquisizione trans-

frontaliere, è proseguito il processo di internazionalizzazione. Le attività detenute da banche dell'area dell'euro nelle loro succursali e filiazioni in altri paesi dell'area rappresentano attualmente oltre il 10 per cento delle attività di queste banche su base non consolidata. Inoltre, le banche ricorrono in misura crescente alla prestazione di servizi finanziari su base transfrontaliera, senza avere una sede locale nel paese in cui risiedono i destinatari di tali servizi. I progressi nell'internazionalizzazione sono stati più evidenti nel settore interbancario e in quello all'ingrosso, mentre il volume dell'attività al dettaglio su base transfrontaliera rimane molto modesto.

L'importanza delle operazioni al dettaglio è cresciuta negli ultimi anni per effetto soprattutto dell'andamento sostenuto della domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni. Alla luce di questi sviluppi, per le banche è importante concentrarsi sul *core business* e migliorare la conoscenza della propria clientela.

Nel 2004 è cresciuta ulteriormente la rilevanza dell'*outsourcing* di attività nel settore bancario. Le banche attuano due tipi di *outsourcing*: quello verso fornitori esterni e quello intra-gruppo. Generalmente, le attività di sostegno e di *back-office* sono affidate all'esterno, mentre le attività *core* sono mantenute all'interno della banca. Nelle strutture di gruppo più estese alcune di queste attività vengono svolte da consociate specializzate i cui prodotti sono distribuiti da altre entità del gruppo. L'*outsourcing* è motivato soprattutto dalla volontà di ridurre i costi; tuttavia in molti casi un ruolo importante viene svolto anche dall'esigenza di acquisire

² Per un'analisi più dettagliata degli andamenti strutturali si veda il rapporto del BSC intitolato *Review of structural developments in the EU banking sector*, novembre 2004.

professionalità ed esperienza nonché dall'intento di concentrare le risorse interne sulle attività *core*. È necessario tenere sotto osservazione le implicazioni di queste tendenze per la stabilità finanziaria, soprattutto in relazione ai casi in cui diverse istituzioni finanziarie si affidano a un unico erogatore esterno di servizi.

1.2 LA COOPERAZIONE IN SITUAZIONI DI CRISI

È stato ulteriormente rafforzato il quadro di cooperazione fra banche centrali e autorità di vigilanza bancaria per quanto riguarda la gestione delle crisi. Nel giugno 2004 le banche centrali e le autorità di vigilanza bancaria dei nuovi Stati membri hanno accettato di aderire al Memorandum d'intesa in tema di cooperazione nelle situazioni di crisi stipulato dalle altre banche centrali e dalle autorità di vigilanza dell'UE nel marzo 2003. Il Memorandum stabilisce un insieme di principi e di procedure attinenti alla cooperazione transfrontaliera fra queste istituzioni nelle situazioni di crisi.

Inoltre, il BSC e il Comitato delle autorità di vigilanza bancaria europee (*Committee of European Banking Supervisors*, CEBS) hanno istituito una *task force* congiunta in materia di crisi cui partecipano rappresentanti di tutte le autorità di vigilanza bancaria e le banche centrali europee. Il compito di questa *task force* consiste nell'elaborare proposte per rafforzare ulteriormente la cooperazione, in particolare attraverso l'individuazione di "*best practices*" nella gestione delle crisi finanziarie in un contesto transfrontaliero. La *task force* contribuirà inoltre ai lavori del Comitato economico e finanziario in materia di gestione delle crisi.

2 LA REGOLAMENTAZIONE E LA VIGILANZA FINANZIARIA

2.1 IL SETTORE BANCARIO

Per quanto concerne la vigilanza bancaria, la riforma della disciplina sull'adeguatezza patrimoniale ha mantenuto nel 2004 una posizione di centralità. In giugno i governatori delle banche centrali e i responsabili delle autorità di vigilanza bancaria dei paesi del Gruppo dei Dieci (G10) hanno approvato il nuovo schema di regolamentazione (noto come nuovo Accordo di Basilea sul capitale o Basilea II); tale decisione segna il raggiungimento di un importante obiettivo, portando a conclusione cinque anni di lavoro su questo tema da parte del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (*Basel Committee on Banking Supervision*, BCBS) e delle autorità che ne fanno parte. Il nuovo schema di regolamentazione sarà attuato dalla fine del 2006; tuttavia il ricorso ai metodi di calcolo dei requisiti patrimoniali delle banche più avanzati è consentito solo a partire dalla fine dell'anno successivo.

A seguito dell'approvazione del nuovo schema di regolamentazione, l'attività svolta negli ambiti delle sedi di cooperazione di vigilanza europee e internazionali si è concentrata sulle problematiche relative all'applicazione dell'Accordo e sui lavori svolti dal gruppo *ad hoc* che si occupa di queste tematiche nell'ambito del BCBS (*Accord Implementation Group*). Diversi paesi, sia appartenenti al G10 che esterni a quest'area, sono intenzionati a condurre un quarto studio d'impatto quantitativo (noto come "QIS4"). I risultati, disponibili presumibilmente alla fine del 2005, potrebbero comportare ulteriori aggiustamenti quantitativi dello schema di regolamentazione nel 2006. Inoltre il BCBS ha individuato alcune aree di natura tecnica che richiedono ulteriori approfondimenti. La BCE continuerà a sostenere tale processo e a contribuirvi attraverso la sua partecipazione, in qualità di osservatore, al BCBS e alle sue principali sottostrutture, fra cui l'*Accord Implementation Group*.

A livello europeo, il nuovo schema di regolamentazione sull'adeguatezza patrimoniale dell'UE, che si baserà su Basilea II, sarà introdotto

nella legislazione comunitaria mediante la modifica della direttiva codificata sul sistema bancario e della direttiva sull'adeguatezza patrimoniale. A differenza di Basilea II, che interessa solo le banche che operano a livello internazionale, lo schema di regolamentazione dei requisiti patrimoniali dell'UE si applicherà a tutte le istituzioni creditizie su base individuale e consolidata, nonché alle società di investimento. Lo schema europeo prevede un rafforzamento della cooperazione e del coordinamento fra le autorità di vigilanza bancaria incentrato sul ruolo svolto dall'autorità responsabile della vigilanza consolidata. Di norma, questa è l'autorità di vigilanza dello Stato membro in cui la capogruppo è stata autorizzata a operare come banca, che è responsabile della vigilanza complessiva sui gruppi bancari con ramificazioni in altri paesi dell'UE. Il ruolo di questa autorità di vigilanza verrebbe rafforzato in quanto a essa sarebbe affidata la responsabilità del coordinamento per l'esame e l'approvazione formale delle richieste da parte dei gruppi bancari con ramificazioni in diversi paesi dell'UE di utilizzare i metodi di calcolo dei requisiti patrimoniali più complessi. Il rafforzamento del ruolo dell'autorità responsabile della vigilanza consolidata ridurrebbe quindi l'onere complessivo degli adempimenti a carico del gruppo bancario stesso.

La BCE ha espresso un parere sul nuovo schema di regolamentazione dei requisiti patrimoniali rispondendo alla richiesta formulata dal Consiglio dell'UE. L'opinione della BCE sostiene in linea generale la ratio complessiva sottostante l'emanazione della nuova normativa. La BCE ha sottolineato la necessità che la nuova regolamentazione del capitale dell'UE sia attuata in parallelo con Basilea, in quanto ciò assicura parità di condizioni concorrenziali sul mercato fra le banche europee e quelle di altri paesi. La BCE ha inoltre posto l'accento sull'esigenza di un rafforzamento della cooperazione fra le autorità di vigilanza per consentire una trasposizione e applicazione coerente del diritto comunitario nelle legislazioni e nelle prassi nazionali. In tale ambito un ruolo di primo piano dovrebbe essere svolto dal CEBS.

2.2 IL SETTORE DEI VALORI MOBILIARI

Fra le misure più significative del Piano d'azione per i servizi finanziari (PASF), vi è la direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari, adottata dal Consiglio UE nel maggio 2004, che sostituisce il regime istituito dalla direttiva relativa ai servizi di investimento del 1993. La nuova direttiva introduce una serie completa di norme riguardanti tutti i canali di negoziazione, cioè i mercati regolamentati, i sistemi multilaterali di negoziazione e gli intermediari che compensano al loro interno gli ordini di acquisto e di vendita della clientela. La direttiva rafforza la cooperazione fra le autorità di regolamentazione finanziaria con l'obiettivo di realizzare un quadro di vigilanza efficace in tutta l'UE.

In ambito europeo si stanno conducendo lavori per realizzare un'ulteriore armonizzazione delle norme sulla trasparenza informativa applicabili alle società con titoli quotati sui mercati dei capitali europei. Nel maggio 2004 il Consiglio dell'UE ha raggiunto un accordo politico su una nuova direttiva, nota come direttiva sulla trasparenza. L'introduzione di standard di trasparenza informativa rafforzati e armonizzati avrà ripercussioni positive per l'economia europea.

Considerata la loro importanza ai fini dell'integrazione dei mercati finanziari europei e del rafforzamento della stabilità finanziaria, l'Eurosistema sostiene pienamente entrambe le iniziative di regolamentazione. La BCE ha seguito da vicino il processo legislativo che le concerne, al quale essa ha contribuito trasmettendo le proprie osservazioni al Comitato europeo dei valori mobiliari.

2.3 I PRINCIPI CONTABILI

L'Eurosistema è interessato allo sviluppo di un quadro armonizzato di principi contabili nell'UE in ragione del suo potenziale impatto sulle banche e, quindi, sulla stabilità finanziaria. L'Eurosistema appoggia inoltre l'elaborazione di nuovi standard poiché questi potranno favorire

un'ulteriore integrazione e una maggiore efficienza dei mercati finanziari in Europa. Nel 2004 l'*International Accounting Standards Board* (IASB) ha proseguito i suoi lavori sui nuovi standard contabili e, in particolare, sullo standard contabile internazionale 39 (*International Accounting Standard 39*, IAS 39) relativo all'utilizzo del principio del *fair value* per gli strumenti finanziari, che rappresentano gran parte dei bilanci delle banche.

I timori concernenti le potenziali implicazioni per la stabilità finanziaria espressi in particolare dal Consiglio direttivo della BCE e dalle autorità di vigilanza prudenziale hanno spinto lo IASB a pubblicare un testo rivisto dello IAS 39, che ha introdotto alcune limitazioni all'utilizzo facoltativo del principio del *fair value* per gli strumenti finanziari. La valutazione del nuovo testo da parte del Consiglio direttivo, che si basa anche su un'analisi di tipo quantitativo, è sostanzialmente favorevole a questa iniziativa, nel presupposto che le banche attuino l'opzione del *fair value* con prudenza. Questa valutazione è stata espressa in una lettera inviata dal Presidente della BCE allo IASB nel settembre 2004; nella lettera veniva anche avanzata la richiesta di limitare l'opzione del *fair value* alla finalità della riduzione della volatilità artificiale³. Il dialogo con lo IASB proseguirà nel 2005.

³ La lettera, con l'allegato in cui si riportano i principali risultati dell'analisi empirica, è disponibile sul sito Internet della BCE.

3 L'INTEGRAZIONE FINANZIARIA

Il SEBC è impegnato a promuovere l'integrazione dei mercati finanziari e delle infrastrutture di mercato in Europa, in considerazione del ruolo fondamentale svolto da tali fattori nella trasmissione della politica monetaria e nel mantenimento della stabilità finanziaria. Inoltre, il processo di integrazione contribuisce a creare condizioni di parità concorrenziale fra tutti gli operatori, indipendentemente dalla loro ubicazione geografica nell'area dell'UE. L'articolo 105 del Trattato stabilisce che, fatto salvo l'obiettivo della stabilità dei prezzi, il SEBC sostiene le politiche economiche generali della Comunità; fra queste l'integrazione finanziaria occupa una posizione di particolare rilievo. L'impegno del SEBC assume la forma di azioni intraprese in prima persona e di attività indirette volte a incoraggiare e sostenere l'azione collettiva degli operatori di mercato.

CONTRIBUTO ALLA STRATEGIA DELL'UE PER I SERVIZI FINANZIARI

Il Piano d'azione per i servizi finanziari, lanciato dalla Commissione europea nel maggio del 1999, mirava a creare il quadro legislativo necessario per garantire l'effettivo esercizio delle libertà di mercato in tutto il settore dei servizi finanziari dell'UE. L'adozione di 39 delle 42 misure previste dal Piano d'azione entro la prima metà del 2004, prima del termine della legislatura del Parlamento europeo, ha consentito un sostanziale miglioramento dell'assetto regolamentare del settore finanziario dell'UE; questo risultato rappresenta un importante progresso verso l'integrazione dei mercati finanziari e delle infrastrutture di mercato in Europa. Nel giugno 2004 la BCE ha partecipato a una conferenza ad alto livello sull'integrazione finanziaria europea organizzata dalla Commissione, che ha rappresentato un primo esercizio di valutazione sui risultati del Piano d'azione. Il punto di vista della BCE, ampiamente condiviso da altri partecipanti, è che il contributo del Piano all'effettiva realizzazione di un mercato unico dei servizi finanziari dipenderà dalla coerente attuazione delle sue misure da parte degli Stati membri. È probabile che l'impatto del Piano sulle istituzioni e sui mercati finanziari non si manifesterà pienamente ancora per qualche

tempo, considerato che molte importanti misure sono state adottate solo di recente o non sono ancora state attuate a livello nazionale.

Per quanto riguarda le linee di lavoro future, la BCE considera prioritario operare una semplificazione dell'assetto regolamentare per le istituzioni finanziarie. Tale assetto regolamentare dovrebbe essere caratterizzato da una maggiore armonizzazione tra i diversi Stati membri rispetto alla situazione attuale e dalla flessibilità necessaria per adeguarsi a un contesto in continua evoluzione. Quest'opera di semplificazione dovrebbe essere accompagnata da un forte impegno a promuovere la convergenza delle pratiche di vigilanza, sia attraverso una maggiore cooperazione fra le autorità nazionali, anche nei comitati di Livello 3, sia mediante un'analisi approfondita delle relazioni fra integrazione e stabilità finanziaria. In particolare, sarebbe necessario esaminare in modo più approfondito l'impatto dello sviluppo delle attività bancarie transfrontaliere sull'approccio di vigilanza su cui è incentrato l'assetto regolamentare dell'UE, che si basa sul principio del controllo da parte delle autorità del paese di origine. Inoltre, la politica della concorrenza dovrebbe entrare a far parte della strategia "post-PASF", data la sua importanza per lo sviluppo di un mercato paneuropeo. Il rafforzamento del ruolo del settore privato, attraverso l'autoregolamentazione, potrebbe anch'esso aiutare a promuovere l'integrazione finanziaria. La BCE fornirà il suo contributo alla definizione delle iniziative post-PASF, anche traendo spunto dai risultati delle sue attività di ricerca sulle problematiche dell'integrazione finanziaria (cfr. riquadro 12).

L'INIZIATIVA STEP (SHORT-TERM EUROPEAN PAPER)

Il settore privato può contribuire all'integrazione finanziaria con azioni volte a promuovere la convergenza delle pratiche di mercato. In tale contesto, la BCE potrà essere chiamata a svolgere un ruolo di catalizzatore, come illustrato dalla sua partecipazione all'iniziativa STEP (*Short-Term European Paper*). L'iniziativa, condotta dall'Associazione dei mercati finanziari

IL NETWORK DI RICERCA SUL SISTEMA FINANZIARIO E L'INTEGRAZIONE DEI MERCATI FINANZIARI IN EUROPA

Nel 2002 la BCE e il *Center for Financial Studies* (CFS) hanno istituito un *network* di ricerca per promuovere la ricerca sul sistema finanziario e l'integrazione dei mercati finanziari in Europa. Inizialmente il *network* era stato istituito per un periodo di due anni, che si è concluso nel maggio 2004 con un convegno in cui sono stati presentati i risultati della ricerca nei suoi cinque settori prioritari.

Particolare interesse hanno suscitato i risultati della ricerca nel settore dei mercati obbligazionari europei, dove l'introduzione di una piattaforma di negoziazione elettronica comune e paneuropea (Euro MTS) ha significativamente ridotto i costi di transazione, aumentando l'integrazione del segmento e inducendo un aumento della liquidità e un calo dei rendimenti, in particolare per i buoni del Tesoro emessi periodicamente. Malgrado tale evoluzione positiva, i differenziali di rendimento evidenziano ancora alcune diversità fra paesi, in particolare per quanto riguarda i titoli a lungo termine, che possono essere in larga parte spiegate da un fattore di rischio internazionale. Anche l'esistenza di differenziali di liquidità appare riconducibile unicamente a tale fattore. Il mercato delle obbligazioni societarie si sta sviluppando in modo dinamico e ha raggiunto un livello di integrazione relativamente elevato; i fattori relativi al paese di emissione spiegano solo una quota residuale dei differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie.

Il lavoro svolto dal *network* di ricerca nei suoi primi due anni di attività ha contribuito a individuare tre principali aree per l'azione di *policy*: (a) l'individuazione di appropriate soluzioni in relazione alle caratteristiche strutturali dei sistemi di compensazione e regolamento che ostacolano ulteriori progressi nell'integrazione; (b) l'uso attivo della politica della concorrenza per impedire pratiche discriminatorie nei confronti dei fornitori esteri di servizi finanziari; (c) l'eliminazione delle differenze residue fra gli assetti di regolamentazione finanziaria nazionali che rendono la prestazione di servizi finanziari su base paneuropea più costosa del necessario.

Dopo la positiva conclusione della prima fase, la BCE e il CFS hanno deciso di proseguire le attività del *network* fino al 2007, includendo nel suo ambito di attività anche i nuovi Stati membri. È previsto che nella seconda fase il *network* si occupi degli effetti iniziali del Piano d'azione sul funzionamento del sistema finanziario europeo, oltre che di diversi altri settori di ricerca non affrontati nei primi due anni di vita. Le principali priorità del *network* sono state ampliate per includere tre nuove aree: (a) relazioni tra integrazione finanziaria e stabilità finanziaria; (b) adesione all'UE, sviluppo finanziario e integrazione finanziaria; (c) modernizzazione del sistema finanziario e crescita economica in Europa¹.

¹ Sintesi esaustive dei risultati della prima fase del *network* sono state pubblicate nel rapporto intitolato *Research Network on capital markets and financial integration in Europe: Results and experiences after two years* (BCE e CFS, 2004) e in un numero speciale dell'Oxford Review of Economic Policy, vol. 20(4), 2004, intitolato *European financial integration* e prodotto in collaborazione con il *network*.

(*Financial Markets Association, ACI*), mira a ridurre la frammentazione dei mercati europei dei titoli a breve termine tramite la convergenza degli standard e delle pratiche esistenti. L'obiettivo verrà perseguito promuovendo l'adesione volontaria degli emittenti alle condizioni specificate in una convenzione di mercato, che prevede il soddisfacimento di particolari requisiti in materia di informativa, documentazione, regolamento e fornitura di dati statistici al SEBC; l'ACI attribuirà il marchio STEP a tutti i programmi di emissione che soddisferanno tali condizioni. Il marchio, tuttavia, non farà riferimento né alla solidità finanziaria dell'emittente, né alla liquidità delle attività finanziarie emesse o all'accuratezza delle informazioni fornite. Inoltre, le condizioni della convenzione non sostituiranno in alcun modo la regolamentazione nazionale applicabile agli strumenti di debito. I promotori dell'iniziativa hanno presentato le loro raccomandazioni in un rapporto pubblicato nel marzo 2004, includendo anche alcune raccomandazioni dirette al SEBC.

Il Consiglio direttivo ha valutato le raccomandazioni dell'ACI in modo complessivamente favorevole. Per quanto riguarda le raccomandazioni rivolte specificamente al SEBC, si è deciso che lo stesso offrirà, a talune condizioni, sostegno tecnico alle attività per l'introduzione del marchio STEP nei primi due anni dal lancio dell'iniziativa. Tuttavia, la responsabilità finale del marchio resterà di competenza dello STEP *Market Committee* (Comitato di mercato dello STEP). Inoltre, il contributo tecnico offerto dal SEBC non obbligherà lo stesso ad assumere iniziative, quali il divieto o la sospensione dell'emissione, nel caso in cui un emittente non risulti conforme ai requisiti delle convenzioni. In tale caso, la sola conseguenza sarebbe il ritiro del marchio dal programma di emissione da parte dell'ACI. Il Consiglio direttivo ha deciso di seguire la raccomandazione relativa alla produzione e pubblicazione di statistiche sui rendimenti e volumi, previa verifica dell'efficienza del processo di raccolta dei dati. L'ACI sta procedendo con l'attuazione del progetto STEP, tenendo conto delle decisioni del Consiglio direttivo.

AREA UNICA DEI PAGAMENTI IN EURO

La BCE svolge un ruolo di promozione anche per quanto riguarda il progetto per la creazione di un'area unica dei pagamenti in euro (*Single Euro Payments Area, SEPA*), lanciato dal settore bancario europeo nel 2002 con l'obiettivo di far sì che tutti i pagamenti transfrontalieri da effettuare da un unico conto bancario all'interno dell'area si svolgano con la stessa facilità e sicurezza dei pagamenti nazionali. Tutti i pagamenti dovranno raggiungere un livello di sicurezza ed efficienza almeno pari a quello dei migliori sistemi di pagamento nazionali. La BCE partecipa in qualità di osservatore al Consiglio europeo per i pagamenti (*European Payments Council, EPC*), l'organo di indirizzo istituito dal settore bancario europeo specificamente per questo progetto. Nel 2004 l'Eurosistema ha continuato a collaborare attivamente tanto con gli operatori di mercato nell'ambito del Gruppo di contatto sulla strategia per i pagamenti in euro (*Contact Group on Euro Payments Strategy, COGEPS*), che con la Commissione europea, nel quadro del ruolo complementare svolto da quest'ultima e dall'Eurosistema nella promozione dell'area unica dei pagamenti.

Il Consiglio direttivo ha valutato formalmente i risultati conseguiti dal settore bancario per la realizzazione della SEPA in un terzo rapporto sui progressi compiuti⁴, in cui accoglie con favore l'impegno del settore bancario a completare l'infrastruttura per l'area unica dei pagamenti entro la fine del 2010. Ha inoltre sollecitato la realizzazione di una SEPA per i cittadini già nel 2008, che offra a cittadini e imprese l'opportunità di utilizzare strumenti e standard paneuropei anche per i pagamenti nazionali. L'EPC è responsabile della definizione degli obiettivi della SEPA e della strategia complessiva, la cui realizzazione potrà tuttavia differire a seconda delle condizioni locali. Al fine di dare impulso all'attuazione nazionale, l'Eurosistema ha invitato le comunità bancarie dell'area dell'euro a presentare all'EPC durante il 2005 dei piani nazionali per una transizione graduale alla SEPA prima della fine del 2010.

4 Terzo rapporto sui progressi compiuti nella realizzazione di un'area unica dei pagamenti in euro, BCE, dicembre 2004.

PAGAMENTI ELETTRONICI

I pagamenti elettronici sono pagamenti generati e gestiti elettronicamente. Le attività dell'Eurosistema in questo ambito mirano a promuovere la cooperazione e la formazione di un consenso a favore del mercato dei pagamenti elettronici, monitorare lo sviluppo di tale mercato, promuoverne la sicurezza e migliorare i relativi dati statistici. Nel 2004 la BCE ha continuato a gestire il sito Internet dell'Osservatorio sui sistemi di pagamento elettronici (*e-Payment Systems Observatory*, ePSO)⁵; in novembre ha organizzato una conferenza intitolata *E-payments without frontiers*, che ha fatto seguito alla diffusione di un documento di discussione sottoposto a consultazione pubblica. Malgrado i progressi compiuti in questo campo, serviranno ancora considerevoli sforzi per realizzare schemi di pagamenti elettronici transfrontalieri sicuri, facili da usare ed efficienti. Ciò è particolarmente vero nel settore dei pagamenti elettronici al dettaglio, in cui le caratteristiche operative, le tariffe e la regolamentazione sono ancora sostanzialmente disomogenee.

CARTE DI PAGAMENTO

L'Eurosistema attribuisce una grande importanza alle carte di pagamento, uno degli strumenti di pagamento alternativi al contante di maggior rilievo, soprattutto in un contesto transfrontaliero. La BCE ha svolto un'indagine per raccogliere maggiori informazioni sulla struttura delle attività di pagamento tramite carta in Europa e sulle diverse modalità di elaborazione e regolamento di tale tipologia di pagamento. L'indagine riguardava diversi aspetti collegati alla *governance*, alla gestione operativa (*issuer* e *acquirer*), all'infrastruttura tecnica generale, oltre che alla gestione del rischio e all'assetto giuridico. La BCE ha anche organizzato una tavola rotonda sui pagamenti con carte (*Payment Card Roundtable*), riunendo le principali parti interessate (*stakeholder*) e gli operatori. In occasione di tale evento, l'Eurosistema ha espresso il proprio crescente interesse per il settore nel quadro delle sue iniziative a favore di un'area unica per i pagamenti in euro; sono inoltre state individuate diverse problematiche che richiedono attenzione continua, quali le com-

missioni di interscambio (*interchange fees*), le procedure di accettazione delle carte, l'assetto regolamentare e la prevenzione delle frodi.

INFRASTRUTTURA PER LA COMPENSAZIONE E IL REGOLAMENTO DELLE OPERAZIONI IN TITOLI

In aprile la Commissione europea ha pubblicato una comunicazione di consultazione pubblica sulla compensazione e il regolamento, delineando le iniziative che intende assumere per promuovere l'integrazione europea e l'efficienza in questo settore. La risposta dell'Eurosistema alla consultazione è stata positiva⁶.

La BCE promuove l'integrazione e la riforma dei sistemi di compensazione e regolamento delle operazioni in titoli mediante la sua partecipazione al *CESAME Group (Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Experts Group)*, istituito dalla Commissione nel 2004. In questo modo contribuisce al coordinamento delle iniziative del settore pubblico e privato e mantiene dei collegamenti con il mercato, al fine di promuovere l'eliminazione delle barriere tecniche individuate dal gruppo Giovannini, un forum di esperti finanziari che svolge funzioni consultive per la Commissione sulle problematiche del settore finanziario. Inoltre, la BCE ha tenuto una riunione congiunta con l'Associazione dei depositari centrali europei e la sua omologa nell'Europa centrale e orientale, sull'integrazione del settore di compensazione e regolamento nell'UE. La BCE accoglierebbe con favore ulteriori progressi verso la creazione di un'unica associazione dei depositari centrali europei.

Il processo di consolidamento dell'infrastruttura europea per le operazioni in titoli è proseguito nel 2004 con la fusione tra i depositari centrali finlandese e svedese. Il piano a lungo termine del nuovo gruppo prevede l'utilizzo di una piattaforma tecnologica comune.

5 ePSO è una piattaforma per la condivisione delle informazioni sui pagamenti elettronici. Il sito si trova all'indirizzo www.e-pso.info.

6 *Communication on clearing and settlement – the Eurosystem's response*, BCE, luglio 2004.

MONITORAGGIO DELL'INTEGRAZIONE FINANZIARIA

La BCE ha sviluppato diversi indicatori per misurare il grado di integrazione finanziaria dell'area dell'euro; alcuni di questi sono stati pubblicati nel 2004 in un *Occasional Paper* della BCE⁷. Gli indicatori offrono dei criteri per valutare il progresso dell'integrazione in diversi mercati finanziari. Il riquadro 13 fornisce ulte-

riori informazioni sull'integrazione del mercato del credito nell'area dell'euro. La BCE intende in futuro continuare a misurare i progressi dell'integrazione finanziaria.

⁷ Cfr. L. Baele et al., *Measuring financial integration in the euro area*, Occasional Paper della BCE n. 14, maggio 2004.

Riquadro 13

L'INTEGRAZIONE FINANZIARIA DEL MERCATO DEL CREDITO NELL'AREA DELL'EURO

Il raffronto tra i tassi di interesse nei diversi paesi offre un'indicazione importante del grado di integrazione del mercato dei servizi bancari al dettaglio. Il progredire dell'integrazione dovrebbe portare a una riduzione dei differenziali di interesse fra prodotti bancari comparabili nei diversi paesi. Tuttavia, nella pratica, la presenza di differenze fra prodotti e istituzioni nazionali non consente di valutare facilmente l'effettiva entità di tale riduzione. Ciò è vero soprattutto nei mercati bancari al dettaglio dell'area dell'euro, che conservano ancora una natura prevalentemente locale. Oltre a ostacoli di natura geografica, i differenziali fra paesi sono riconducibili a diverse altre ragioni, fra cui fattori economici, strutturali e istituzionali, a loro volta collegati a differenze nella regolamentazione, nel grado di concorrenza, nei rapporti fra banche e clientela e nel livello di sviluppo complessivo del sistema finanziario.

I dati statistici armonizzati della BCE sui tassi di interesse possono essere utilizzati per misurare l'integrazione del mercato del credito nell'area dell'euro. Nell'interpretare tali dati, tuttavia, non andrà dimenticato che, all'interno di ciascuna categoria di tassi di interesse, potrebbe ancora permanere un considerevole grado di eterogeneità tra le serie nazionali, riconducibile, per esempio, all'aggregazione di diversi strumenti all'interno delle fasce di scadenze stabilite e all'aggregazione di prestiti con garanzia e prestiti privi di garanzia nella stessa categoria. Tenuto conto dei limiti dei dati, diverse misure di integrazione basate sulla dispersione dei tassi di interesse fra paesi dell'area indicano che il grado di integrazione varia significativamente a seconda dei segmenti di mercato; ad esempio, l'integrazione appare più elevata per i prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni e per i prestiti a breve termine alle società non finanziarie, più bassa per gli scoperti di conto delle società non finanziarie e per il credito al consumo alle famiglie.

4 LA SORVEGLIANZA SULL'INFRASTRUTTURA DI MERCATO

Fra i compiti statutari dell'Eurosistema figura l'esercizio della sorveglianza sui sistemi di pagamento e di compensazione. Tale funzione mira ad assicurare che l'organizzazione complessiva dei flussi di pagamento all'interno dell'economia sia efficiente e sicura. L'Eurosistema ha inoltre un interesse generale al corretto funzionamento di altre infrastrutture (quali i sistemi di compensazione e regolamento degli strumenti finanziari) utilizzate per il trasferimento di titoli, in quanto eventuali problemi nel regolamento delle garanzie potrebbero avere riflessi negativi sulla regolare conduzione della politica monetaria e l'ordinato funzionamento dei sistemi di pagamento.

4.1 LA SORVEGLIANZA SULL'INFRASTRUTTURA E SUI SISTEMI DI PAGAMENTO DI IMPORTO RILEVANTE IN EURO

La sorveglianza dell'Eurosistema interessa tutti i sistemi di pagamento in euro, compresi quelli gestiti dallo stesso Eurosistema. Nell'esercitare le proprie funzioni di sorveglianza, l'Eurosistema applica i medesimi standard minimi ai sistemi propri e a quelli gestiti da privati. Tali standard sono costituiti dai Principi fondamentali per i sistemi di pagamento di importanza sistemica, adottati dal Consiglio direttivo nel 2001 quale fondamento della sua politica di sorveglianza in tale ambito.

TARGET E ALTRI SISTEMI DI PAGAMENTO DI IMPORTO RILEVANTE IN EURO

Il quadro di riferimento per la sorveglianza su Target è stato sviluppato ulteriormente con la definizione di requisiti metodologici minimi ai quali tutte le BCN e la BCE devono conformarsi. Le autorità responsabili della sorveglianza su Target hanno inoltre cominciato a valutare Target2 a fini di sorveglianza.

Nel 2004 le autorità di sorveglianza hanno valutato la rispondenza dei sistemi di pagamento di importo rilevante in euro ai Principi fondamentali, con riferimento alla situazione a metà 2003. I risultati della valutazione sono stati pubblicati nel maggio 2004 e hanno indicato un elevato

grado di conformità per tutte le componenti di Target. Hanno inoltre individuato la necessità di un ridotto numero di miglioramenti nell'area dell'efficienza economica e degli accordi di continuità di servizio. Tali problematiche saranno oggetto di ulteriori analisi e iniziative da parte delle autorità di sorveglianza e degli operatori. L'Eurosistema riconosce gli importanti sforzi di gestione del rischio, compiuti dagli operatori per assicurare il funzionamento sicuro di Target, e ha valutato in modo generalmente positivo il rapporto sul rischio di Target da questi predisposto. La valutazione dei sistemi di pagamento di importo rilevante in euro gestiti da privati non ha evidenziato particolari problemi.

EURO 1

La sorveglianza su Euro 1 ha riguardato principalmente il progetto dell'Associazione bancaria per l'euro (ABE), responsabile della gestione del sistema, di sviluppare ulteriormente la funzione *Flexible Settlement Mechanism*, che consente ora anche alle banche che non sono azioniste o partecipanti dirette di regolare su EURO 1 i saldi netti rinvenienti dalla partecipazione a STEP 2, il sistema di pagamento al dettaglio gestito dall'ABE. Previa approvazione della BCE, autorità responsabile della sorveglianza su Euro 1, l'ABE prevede inoltre di estendere la possibilità di compiere trasferimenti in moneta di banca centrale tramite Target a tutti i membri di Euro 1 (attualmente ciò è possibile per i soli partecipanti diretti). Ciò consentirà di accrescere la capacità di trattamento in Euro 1.

CONTINUOUS LINKED SETTLEMENT SYSTEM

Continuous Linked Settlement (CLS) è un sistema che regola le operazioni in cambi in base al meccanismo "pagamento contro pagamento" (PVP), riducendo quindi significativamente i rischi di regolamento in tale settore. Attualmente CLS regola le operazioni in 15 valute scambiate a livello internazionale, fra cui, dal dicembre 2004, il dollaro di Hong Kong, il dollaro neozelandese, il won coreano e il rand sudafricano.

A dicembre 2004 il valore giornaliero delle operazioni trattate in CLS ha raggiunto i

960 miliardi di dollari statunitensi, pari a una media di 69.000 operazioni al giorno⁸. In base a un'indagine condotta dalla BRI, nell'aprile 2004 i volumi regolati in CLS rappresentavano circa un quarto dell'intero mercato dei cambi. L'euro è la valuta più trattata in CLS, dopo il dollaro statunitense. Al dicembre 2004 i regolamenti in euro in CLS sono stati pari a una media di 309 miliardi di euro al giorno, il 22 per cento dei regolamenti totali (contro il 46 per cento del dollaro statunitense). La quota dell'euro è lievemente diminuita rispetto al 2003, in seguito all'aumento del numero di valute regolate nel sistema, oltre che per effetto della rivalutazione del cambio.

La BCE svolge una duplice funzione nei confronti di CLS: partecipa all'azione di sorveglianza e offre servizi di regolamento. La sorveglianza su CLS è infatti condotta in stretta collaborazione dalle banche centrali che emettono le valute regolate nel sistema, con il Federal Reserve System che svolge il ruolo di autorità primaria di sorveglianza. Nel 2004 la BCE ha concentrato gran parte della propria azione di sorveglianza sull'esigenza di migliorare la capacità di CLS di fronteggiare possibili situazioni di crisi e di assicurare lo sviluppo di un quadro di riferimento oggettivo per l'inclusione di nuove valute.

La BCE ritiene che CLS offra una soluzione molto convincente alla necessità di ridurre il rischio di regolamento nelle operazioni in cambi in euro. Tuttavia, poiché il sistema regola solo una parte minoritaria delle operazioni in cambi all'ingrosso che interessano l'euro, la BCE ha esortato le banche a rivedere le proprie pratiche di regolamento delle operazioni in cambi e a valutare l'adeguatezza dei metodi utilizzati per ridurre tale rischio.

SWIFT

La Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication (SWIFT) gestisce una rete di collegamenti telematici che consente lo scambio di informazioni tra istituzioni finanziarie con modalità tali da garantire la sicurezza. Pur non essendo essa stessa una banca o un'istituzione

finanziaria, la SWIFT è sottoposta alla sorveglianza delle banche centrali in considerazione del suo importante contributo al regolare funzionamento del sistema finanziario mondiale. La BCE partecipa all'azione di sorveglianza sulla SWIFT, in collaborazione con le banche centrali del G10 e con la Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique, che agisce in qualità di autorità primaria di sorveglianza. Nel 2004 i meccanismi di sorveglianza sono stati rafforzati al fine di assicurare l'adeguato coinvolgimento di tutte le autorità di sorveglianza del G10 e consentire uno scambio di comunicazioni e segnalazioni più razionale tra SWIFT e le autorità di sorveglianza competenti. L'attenzione delle autorità si è concentrata sulla tenuta del sistema in caso di crisi, sui processi interni di gestione del rischio e sulla sostituzione della vecchia rete telematica SWIFT con SWIFTNet, un'infrastruttura tecnologica basata su Internet.

ACCORDI FRA BANCHE CORRISPONDENTI

Spesso le banche intrattengono accordi per la reciproca fornitura di pagamenti e servizi collegati, soprattutto transfrontalieri (accordi fra banche corrispondenti, *correspondent banking*). Nel 2004 l'Eurosistema ha condotto la sua quarta indagine in questo ambito, rilevando come nell'UE l'attività sui conti di corrispondenza per pagamenti in euro sia fortemente concentrata fra un numero ristretto di operatori. Allo stato attuale tale concentrazione non pone problemi immediati di rischio sistemico; tuttavia, considerato il suo interesse alla stabilità complessiva del sistema finanziario, l'Eurosistema continuerà a monitorare gli sviluppi di questa particolare area di attività.

4.2 I SERVIZI DI PAGAMENTO AL DETTAGLIO

SORVEGLIANZA DEI SISTEMI DI PAGAMENTO AL DETTAGLIO

Un esercizio di classificazione condotto nel 2004 sulla base degli *Standard di sorveglianza*

⁸ Ogni transazione si compone di due distinte operazioni, una per ciascuna valuta. Pertanto, nel dicembre 2004 i volumi medi giornalieri regolati da CLS sono stati pari a 1.920 miliardi di dollari statunitensi.

dei sistemi di pagamento al dettaglio in euro (adottati dal Consiglio direttivo nel 2003) ha identificato in tale comparto 15 sistemi sottoposti alla sorveglianza dell'Eurosistema. Sei di questi sono stati classificati nella categoria dei sistemi di importanza sistemica e devono quindi conformarsi a tutti i Principi fondamentali. Sette rientrano nella categoria dei sistemi rilevanti cui si applicano gli Standard dell'Eurosistema (un sottogruppo dei Principi fondamentali). Due non rientrano in nessuna delle due categorie e saranno soggetti a standard di sorveglianza nelle modalità e tempi definiti dalle autorità di sorveglianza competenti. I sistemi di importanza sistemica e rilevanti sono valutati ai sensi degli standard della BCN competente, mentre alla BCE compete la valutazione del sistema STEP 2 dell'ABE. L'esercizio di valutazione complessivo viene coordinato a livello di Eurosystem, anche al fine di assicurare la necessaria coerenza tra le modalità di analisi adottate.

SISTEMI DI MONETA ELETTRONICA

Dopo la definizione degli obiettivi di sicurezza per i sistemi di moneta elettronica nel 2003 e in base a valutazioni volontarie di alcuni sistemi, l'Eurosistema ha cominciato nel 2004 ad affinare i requisiti metodologici e i termini di riferimento per la conduzione dell'esercizio di valutazione previsto per il 2005.

4.3 I SISTEMI DI COMPENSAZIONE E REGOLAMENTO DELLE TRANSAZIONI IN TITOLI

L'Eurosistema svolge il duplice ruolo di favorire il regolare funzionamento dei sistemi di compensazione e regolamento delle operazioni in titoli e di garantirne la sorveglianza. Da un lato, il Consiglio direttivo verifica la conformità dei sistemi di regolamento delle transazioni in titoli (SRT) dell'UE a nove standard specifici richiesti dall'Eurosistema in qualità di utente⁹. Dall'altro, l'Eurosistema collabora a livello dell'UE con le altre autorità responsabili della regolamentazione e della sorveglianza dei sistemi in questo comparto. In quest'ambito, la BCE incoraggia il dibattito sullo sviluppo di un



assetto regolamentare paneuropeo mediante la sua partecipazione al Gruppo di esperti (CESAME Group) che svolge funzioni consultive e di monitoraggio in materia di regolamento e compensazione per la Commissione europea. La collaborazione del SEBC con il Comitato della autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (Committee of European Securities Regulators, CESR) è stata mirata alla messa a punto di standard paneuropei che si applicheranno alla compensazione e al regolamento dei titoli. Inoltre, la BCE ha contribuito ai lavori del Gruppo dei Trenta, un *think-tank* internazionale, al fine di assicurare che l'implementazione delle raccomandazioni del Gruppo, pubblicate nel 2003, sia coerente con le iniziative dell'UE e ha contribuito all'iniziativa della Commissione per l'aggiornamento della Direttiva *Settlement Finality* del 1998. Infine, la BCE ha contribuito alle raccomandazioni per le controparti centrali sviluppate dal Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento (CSPR) e dall'Organizzazione internazionale delle commissioni sui valori mobiliari (International Organization of Securities Commissions, IOSCO).

⁹ In mancanza di un insieme di standard armonizzati di sorveglianza a livello di Unione Europea, gli standard utente sono stati considerati "di fatto" come standard comuni per gli SRT dell'Unione Europea e vengono quindi citati in questo capitolo. Ciò nonostante, tali standard non devono essere visti come un insieme esaustivo di regole per la sorveglianza o la vigilanza sugli SRT.

VALUTAZIONE DEI SISTEMI DI REGOLAMENTO DELLE OPERAZIONI IN TITOLI

Tutte le operazioni di credito dell'Eurosistema devono essere garantite da attività idonee. Tali attività sono trasferite all'Eurosistema tramite gli SRT, ovvero dei sistemi specializzati nel trasferimento della proprietà giuridica, o di diritto equivalente, delle attività idonee da una controparte all'altra. Al fine di minimizzare i rischi a cui si espone nel processo di regolamento, l'Eurosistema aggiorna con frequenza annuale la valutazione degli SRT idonei a essere utilizzati nelle proprie operazioni in base a nove standard¹⁰. L'esercizio di valutazione del 2004 ha riguardato 18 SRT ed ha rilevato un elevato grado di conformità agli standard, riconoscendo gli sforzi in atto per introdurre ulteriori miglioramenti. Alcuni sistemi hanno accresciuto la loro affidabilità operativa e hanno assunto misure per migliorare la solidità finanziaria degli operatori. L'Eurosistema segue e incoraggia tutti gli sforzi volti a migliorare l'efficienza e la sicurezza degli SRT utilizzati nelle sue operazioni di credito.

COLLABORAZIONE CON IL COMITATO DELLA AUTORITÀ EUROPEE DI REGOLAMENTAZIONE DEI VALORI MOBILIARI

Nel 2001 il Consiglio direttivo ha approvato il quadro di riferimento per la collaborazione fra il SEBC e il CESR sui sistemi di compensazione e regolamento delle operazioni in titoli. In particolare, è stato costituito un gruppo di lavoro, composto da rappresentanti di ciascuna banca centrale del SEBC e di tutte le autorità di supervisione partecipanti al CESR, cui è stato affidato il compito di redigere un rapporto sugli standard per gli SRT dell'Unione europea (*Standards for securities clearing and settlement in the European Union*)¹¹, approvato dal Consiglio direttivo e dal CESR nell'ottobre 2004. Usando come base le raccomandazioni predisposte dal CSPR e dalla IOSCO (anche note come "Raccomandazioni CSPR-IOSCO"), il rapporto SEBC-CESR contiene 19 standard che mirano ad accrescere la sicurezza, la solidità e l'efficienza dei sistemi di compensazione e regolamento dei titoli nell'UE (cfr. riquadro 14). Rispetto alle Raccomandazioni CSPR-IOSCO,

gli standard SEBC-CESR mirano ad approfondire e regolamentare più rigorosamente alcune aree rilevanti in considerazione dello specifico ambito di applicazione europeo. In particolare, poiché il loro obiettivo complessivo è di promuovere l'integrazione dei mercati finanziari dell'UE, essi pongono una maggiore enfasi sulle soluzioni comuni e sull'interoperabilità. I lavori sugli standard hanno tenuto conto del lavoro della Commissione in questo campo.

Il gruppo di lavoro ha operato in modo aperto e trasparente, sollecitando le parti interessate a inviare commenti in diverse occasioni. I contributi ricevuti sono stati analizzati con attenzione e il gruppo di lavoro ha compiuto ogni sforzo per tenere conto delle opinioni espresse nella redazione degli standard. Gli standard saranno applicabili dopo che i lavori sulle disposizioni attuative avranno prodotto una metodologia per la valutazione dei sistemi. Dall'ottobre 2004 le attività del gruppo si sono dirette nei seguenti quattro settori: (a) sviluppo della metodologia per la valutazione della conformità degli SRT agli standard; (b) sviluppo di standard e di una metodologia per la valutazione delle controparti centrali; (c) analisi delle problematiche relative alle maggiori banche depositarie (*custodians*); (d) analisi delle questioni attinenti la collaborazione fra autorità di regolamentazione, di vigilanza e sorveglianza.

¹⁰ *Standards for the use of UE securities settlement systems in ESCB credit operations*, gennaio 1998.

¹¹ Disponibile sul sito Internet della BCE.

**STANDARD PER LA COMPENSAZIONE E IL REGOLAMENTO DELLE OPERAZIONI IN TITOLI
NELL'UNIONE EUROPEA***Standard 1: Base giuridica*

I sistemi di compensazione e regolamento delle operazioni in titoli e i relativi collegamenti dovranno avere una base giuridica solida, chiara e trasparente in tutte le giurisdizioni interessate.

Standard 2: Conferma delle transazioni e incrocio (matching) dei regolamenti

La conferma delle transazioni tra partecipanti diretti dovrà avvenire il prima possibile dopo l'esecuzione, e comunque non oltre la data di contrattazione (T+0). Nei casi in cui è necessaria la conferma di partecipanti indiretti (quali per es. gli investitori istituzionali), questa dovrà avvenire il prima possibile dopo l'esecuzione, preferibilmente in T+0, o al più tardi in T+1. L'incrocio (matching) delle istruzioni di regolamento dovrà avvenire il prima possibile e, per i cicli di regolamento che si estendono oltre T+0, al più tardi nella giornata precedente la data di regolamento convenuta.

Standard 3: Cicli di regolamento e orari operativi

Il regolamento differito dovrebbe essere adottato per tutti i mercati di titoli. Il regolamento definitivo dovrebbe avvenire al più tardi in T+3. Si raccomanda l'esame dei vantaggi e dei costi associati a cicli di regolamento inferiori a T+3 per l'intera UE.

I sistemi di deposito accentrato (SDA) e, ove rilevanti, le controparti centrali dovranno armonizzare i rispettivi orari e i giorni di operatività ed essere aperti almeno durante l'orario operativo di Target per le transazioni denominate in euro.

Standard 4: Controparti centrali

Si raccomanda l'esame dei vantaggi e dei costi associati all'istituzione di una controparte centrale. Ove tale meccanismo venga introdotto, detta controparte centrale dovrà controllare rigorosamente i rischi che assume.

Standard 5: Prestito di titoli

Il prestito di titoli (o contratti di vendita con patto di riacquisto e altre operazioni equivalenti dal punto di vista economico) dovrebbe essere incoraggiato quale metodo per evitare problemi di regolamento e accelerare il regolamento delle operazioni in titoli. Si raccomanda l'eliminazione degli ostacoli al prestito di titoli a tale fine. Gli accordi per il prestito di titoli dovrebbero essere solidi, sicuri ed efficienti.

Standard 6: Sistemi di deposito accentrato (SDA)

I titoli dovrebbero essere, nella maggior misura possibile, immobilizzati o dematerializzati e trasferiti mediante scritturazione contabile nei sistemi di deposito accentrato. Per salvaguardare l'integrità delle emissioni di valori mobiliari e gli interessi degli investitori, gli SDA dovranno assicurare che l'emissione, la detenzione e il trasferimento di titoli avvengano in modo adeguato e corretto.

Standard 7: Consegna contro pagamento (Delivery versus payment, DVP)

Si raccomanda l'eliminazione del rischio di capitale collegando il trasferimento dei titoli con quello dei fondi, in modi che assicurino la consegna contro pagamento.

Standard 8: Momento in cui il regolamento diventa definitivo

Si raccomanda di garantire un regolamento definitivo infragiornaliero mediante un sistema di elaborazione in tempo reale e/o a *batch* multipli al fine di ridurre i rischi e consentire un regolamento efficace fra sistemi.

Standard 9: Controlli sul rischio di credito e di liquidità

A fini di stabilità sistemica, è importante che i sistemi di deposito accentrato operino senza interruzioni. Pertanto, ove la legislazione nazionale consente loro di erogare credito, gli SDA dovranno limitare le proprie attività in questo campo a quanto strettamente necessario per assicurare l'ordinato funzionamento del regolamento di titoli e del servizio delle attività. Gli SDA che erogano credito (compreso credito infragiornaliero e *overnight*) dovranno garantire integralmente le proprie esposizioni creditizie ogni volta che ciò è praticabile. Il credito non assistito di garanzia dovrebbe essere circoscritto a un numero limitato di casi ben identificati e soggetto ad adeguate misure di controllo del rischio, compresi i limiti all'esposizione al credito, la qualità della controparte e la durata finanziaria del credito.

La maggioranza dei depositari (*custodians*) è soggetta alla regolamentazione bancaria dell'UE. Le autorità di regolamentazione dei valori mobiliari, di vigilanza bancaria e di sorveglianza dovrebbero valutare le politiche di gestione del rischio applicate dai *custodians* che gestiscono sistemi significativi per il regolamento delle operazioni in titoli e, al fine di contenere i rischi sistemici collegati alle loro attività in questo ambito, valutare se sono in linea con i rischi creati per il sistema finanziario. In particolare, si dovrà studiare la possibilità di aumentare il livello di collateralizzazione delle esposizioni creditizie, compreso il credito infragiornaliero.

I gestori di sistemi di regolamento netto dovranno istituire controlli del rischio che, al minimo, assicurino la tempestiva esecuzione dei regolamenti nel caso in cui il partecipante con la più elevata posizione debitoria non sia in grado di effettuare il regolamento. Il sistema di controllo più affidabile poggia su una combinazione di requisiti di garanzia e limiti di prestito.

Standard 10: Attività di regolamento

Le attività destinate al regolamento degli obblighi di pagamento risultanti da operazioni in titoli dovrebbero essere caratterizzate da rischi di credito o liquidità bassi o nulli. Nei casi in cui non si ricorra a moneta di banca centrale, si dovranno assumere misure atte a proteggere i partecipanti da perdite potenziali e da problemi di liquidità risultanti dal fallimento dell'agente di regolamento le cui attività sono utilizzate a tale fine.

Standard 11: Affidabilità operativa

Le fonti di rischio operativo al livello del processo di compensazione e regolamento dovrebbero essere identificate, monitorate e valutate con regolarità. Il rischio dovrà essere ridotto al minimo mediante lo sviluppo di sistemi adeguati e di procedure e di controlli efficaci. I sistemi e le funzioni collegate dovrebbero (a) essere affidabili e sicuri, (b) essere fondati su soluzioni tecniche solide, (c) essere concepiti e gestiti in conformità con procedure comprovate, (d) avere capacità adeguate e scalabili, (e) prevedere adeguati sistemi per garantire la continuità di servizio in caso di disastro, (f) prevedere una verifica frequente e indipendente delle procedure che consentono la ripresa tempestiva delle operazioni e il completamento del processo di regolamento.

Standard 12: Tutela dei titoli dei clienti

Le entità che custodiscono titoli per conto terzi dovrebbero utilizzare pratiche contabili e procedure di custodia che assicurino un'integrale protezione dei titoli dei clienti. È essenziale che i titoli siano tutelati dalle rivendicazioni dei creditori delle diverse entità che partecipano alla catena di custodia.

Standard 13: Assetto di governo

Gli assetti di governo dei sistemi di deposito accentrato e delle controparti centrali dovrebbero essere concepiti per rispondere a requisiti di interesse pubblico e promuovere gli obiettivi dei proprietari e degli operatori di mercato.

Standard 14: Accesso

I sistemi di deposito accentrato e le controparti centrali dovrebbero prevedere criteri di partecipazione oggettivi e palesi che consentano l'accesso su base equa e non restrittiva. Le regole e i requisiti che limitano l'accesso dovrebbero essere finalizzati a controllare il rischio.

Standard 15: Efficienza

Fatto salvo l'obiettivo della sicurezza delle operazioni, i sistemi di compensazione e regolamento delle operazioni in titoli dovranno essere efficienti.

Standard 16: Procedure e standard di comunicazione e trattamento interamente automatizzato (straight-through processing, STP)

I fornitori di servizi di compensazione e regolamento delle operazioni in titoli e i partecipanti ai loro sistemi dovrebbero utilizzare o adeguare le procedure e norme di comunicazione internazionale ai dati di riferimento al fine di facilitare un'efficace compensazione e regolamento tra sistemi. Ciò promuoverà il trattamento interamente automatizzato (*straight-through processing*, STP) delle transazioni in titoli.

I fornitori di servizi dovranno evolvere verso l'STP al fine di contribuire al trattamento tempestivo, sicuro ed economico delle transazioni in titoli, compresa la conferma, il *matching*, la compensazione, e il regolamento e la custodia.

Standard 17: Trasparenza

I sistemi di deposito accentrato e le controparti centrali dovrebbero fornire agli operatori informazioni sufficienti a identificare e valutare con precisione i rischi e i costi associati ai servizi di compensazione e regolamento delle operazioni in titoli.

I depositari rilevanti (*significant custodians*) dovrebbero fornire ai clienti informazioni sufficienti a identificare e valutare con precisione i rischi e i costi associati ai servizi di compensazione e regolamento delle operazioni in titoli.

Standard 18: Regolamentazione, vigilanza e sorveglianza

I fornitori di servizi di compensazione e regolamento delle operazioni in titoli dovrebbero essere soggetti, come minimo, a un'azione di regolamentazione e vigilanza trasparente, coerente ed efficace. I sistemi di compensazione e regolamento delle operazioni in titoli dovrebbero essere soggetti, come minimo, a una sorveglianza trasparente, coerente ed efficace da parte della banca centrale. Le banche centrali, le autorità di regolamentazioni dei valori mobiliari e le autorità di vigilanza bancaria dovrebbero collaborare fra loro, sia a livello nazionale sia internazionale (in particolare all'interno dell'Unione europea), in modo efficace e trasparente.

Standard 19: Rischi dei collegamenti tra sistemi¹

I sistemi di deposito accentrato che creano collegamenti per il regolamento di operazioni tra sistemi dovrebbero concepire e gestire tali collegamenti in modo da ridurre efficacemente i rischi associati al regolamento fra sistemi.

¹ Questo standard non riguarda i collegamenti creati tra controparti centrali, che saranno trattati in lavori futuri del SEBC-CESR sulle controparti centrali.

Artista

Ana Luisa Ribeiro

Titolo

Senza titolo, 2002

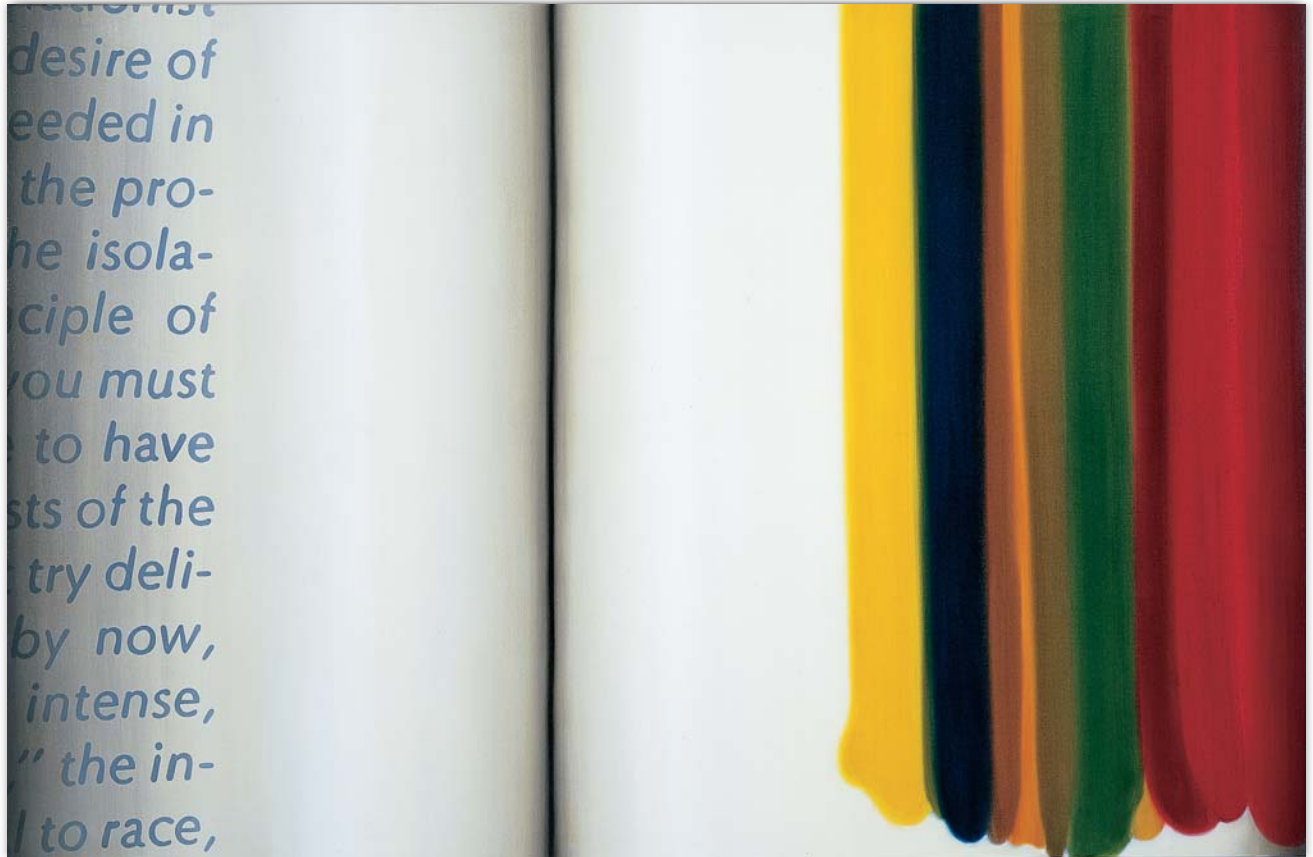
Materiali

Olio su tela

Formato

150 × 230 cm

© Banca centrale europea



CAPITOLO 4

**LE RELAZIONI
EUROPEE
E INTERNAZIONALI**

I LE TEMATICHE EUROPEE

I.1 LE TEMATICHE RELATIVE ALLE POLITICHE ECONOMICHE

IL PATTO DI STABILITÀ E CRESCITA

Nel 2004 due paesi dell'area dell'euro, segnatamente la Grecia e i Paesi Bassi, e sei dei dieci nuovi Stati membri dell'UE (Repubblica Ceca, Cipro, Ungheria, Malta, Polonia e Slovacchia) hanno riportato un disavanzo eccessivo (cfr. la sezione 2.5 del capitolo 1). Le procedure per i disavanzi eccessivi avviate nel 2003 nei confronti di Francia e Germania hanno continuato ad applicarsi anche se, di fatto, sono state sospese per via della proroga stabilita dal Consiglio Ecofin del 25 novembre 2003. Nelle conclusioni del Consiglio il termine entro il quale i due paesi dovevano correggere i rispettivi disavanzi eccessivi veniva fissato al 2005, anziché al 2004 come previsto nelle precedenti raccomandazioni formulate dal Consiglio stesso in applicazione dell'articolo 104, paragrafo 7, del Trattato. La procedura per i disavanzi eccessivi avviata nei confronti del Portogallo è stata revocata.

Nel luglio 2004 la Corte di giustizia dell'Unione europea ha annullato le conclusioni del Consiglio Ecofin del 25 novembre 2003 riguardanti la Francia e la Germania, per la parte contenente la decisione di sospensione delle citate procedure e di modifica delle raccomandazioni precedentemente indirizzate ai due paesi. La Corte ha fatto presente che le regole e le procedure previste dal Trattato e dal Patto di stabilità e crescita, nonché il diritto di iniziativa della Commissione europea devono essere sempre rispettati.

La BCE ha rilevato con soddisfazione che la sentenza conferma la necessità di applicare integralmente le regole e le procedure sancite dal Trattato e dal Patto; essa ha sollecitato le istituzioni coinvolte a intraprendere le iniziative necessarie per assicurare la piena attuazione di tali regole e procedure.

Nel settembre 2004 la Commissione europea ha emanato una comunicazione relativa al rafforzamento del governo economico e al chiarimento

degli aspetti attuativi del Patto di stabilità e crescita, in cui proponeva una serie di interventi di riforma di quest'ultimo. Fra le proposte relative ai meccanismi di prevenzione del Patto si sollecitava: un uso più attivo e tempestivo degli avvertimenti preventivi, in modo da garantire un'immediata azione correttiva degli scostamenti; una ridefinizione degli obiettivi di medio termine per i saldi di bilancio, che consenta di tenere conto della situazione specifica di ciascun paese; l'attribuzione di un maggiore peso alle questioni del debito e della sua sostenibilità nel quadro della sorveglianza degli andamenti di bilancio. Quanto agli strumenti correttivi previsti dal Patto, la Commissione proponeva di riformulare la definizione delle circostanze eccezionali in cui non è da considerarsi eccessivo un disavanzo superiore al valore di riferimento del 3 per cento del PIL, di modificare il percorso di risanamento per la correzione dei disavanzi eccessivi e di chiarire il criterio relativo al debito.

Nel dibattito sulla riforma, il Consiglio direttivo ha espresso la convinzione che siano possibili miglioramenti nelle modalità di applicazione del Patto e che ciò comporterebbe effetti positivi. In questa prospettiva, risultano utili le proposte della Commissione volte a potenziare l'applicazione dei meccanismi di prevenzione contenuti nel Patto. Al tempo stesso il Consiglio direttivo ha sottolineato i rischi derivanti da modifiche al Patto e, in particolare, alla procedura per i disavanzi eccessivi in quanto la credibilità del limite del 3 per cento per il disavanzo è ritenuta essenziale per mantenere le attese sul rispetto della disciplina fiscale.

Sempre nel settembre 2004, la Grecia ha reso noti i dati sul disavanzo e sul debito per il periodo 2000-03 i cui valori si sono rivelati nettamente più elevati di quelli segnalati in precedenza e, per i disavanzi, della soglia del 3 per cento del PIL. Successivamente sono stati diffusi i dati rivisti anche per il periodo 1997-99, che evidenziano ulteriori disavanzi superiori al limite del 3 per cento (cfr. anche la sezione 2.5 del capitolo 1). La BCE ritiene che rilevazioni contabili affidabili e segnalazioni accurate e

tempestive dei dati statistici di finanza pubblica siano di vitale importanza per la credibilità dell'azione di sorveglianza delle politiche di bilancio, e più in generale, dell'UEM. Le norme contabili adottate a livello europeo devono essere rispettate integralmente nella registrazione di ogni tipologia di entrata e di spesa, e applicate secondo criteri coerenti e costanti nel tempo, nonché omogenei fra gli Stati membri.

LA STRATEGIA DI LISBONA

Durante la riunione di Lisbona del marzo 2000, il Consiglio europeo aveva definito una strategia decennale (la "strategia di Lisbona"), mirante a fare dell'UE entro il 2010 "l'economia basata sulla conoscenza più competitiva e dinamica del mondo, in grado di realizzare una crescita economica sostenibile con nuovi e migliori posti di lavoro e una maggiore coesione sociale". I risultati conseguiti fino al 2004 forniscono un quadro contrastante. Nonostante i progressi compiuti in talune aree, come nel mercato del lavoro, il bilancio complessivo risultava mediocre sotto quasi tutti gli aspetti. Appariva chiaro che, per realizzare gli obiettivi strategici di Lisbona entro il 2010, sarebbe stato necessario accelerare significativamente il ritmo delle riforme.

A fronte di tale contesto, nella riunione di primavera del 2004 il Consiglio europeo ha deciso di procedere a un riesame intermedio della strategia di Lisbona. A tal fine, il Consiglio ha innanzitutto invitato la Commissione a costituire un gruppo ad alto livello, presieduto da Wim Kok, incaricato di condurre un'analisi indipendente dei progressi realizzati, che sarebbe servita come supporto per la valutazione intermedia da parte della Commissione e del Consiglio UE. Tale valutazione dovrebbe essere completata in tempo per la riunione di marzo 2005 del Consiglio europeo.

Nel rapporto presentato dal gruppo ad alto livello nel novembre 2004, intitolato *Facing the challenge* (Affrontare la sfida), si sottolineava con forza come, di fronte alla duplice sfida posta dalla concorrenza internazionale e dall'invecchiamento della popolazione, lo



status quo non sia una via percorribile per l'UE, specie se intende salvaguardare il suo modello sociale. Il rapporto concludeva pertanto che gli obiettivi ambiziosi della strategia di Lisbona, nonché la scadenza del 2010 per il loro conseguimento, vanno mantenuti e sollecitava una migliore definizione delle priorità tra gli obiettivi e un'azione più energica in cinque aree fondamentali: la società della conoscenza, il mercato interno, il contesto normativo e regolamentare in cui operano le imprese, il mercato del lavoro e la sostenibilità ambientale.

La BCE ha sottoscritto in più occasioni gli ambiziosi obiettivi della strategia di Lisbona ed espresso il proprio appoggio all'impegno mostrato da governi e parti sociali. Essa ha inoltre chiesto una più rapida adozione delle misure necessarie e un sistema più efficace di misurazione dei progressi compiuti. Le riforme sono indispensabili per garantire in futuro opportunità di crescita e occupazione e per rafforzare la capacità dell'area dell'euro di fronteggiare gli shock economici. In particolare, gli interventi nei mercati del lavoro, dei capitali, dei beni e dei servizi possono promuovere gli investimenti e, tramite un incremento della concorrenza, ridurre l'inflazione. L'UE dovrebbe cogliere l'opportunità offerta da questo esercizio di revisione per imprimere alla strategia di Lisbona un

nuovo slancio e intensificare il ritmo delle riforme strutturali.

1.2 PROBLEMATICHE ISTITUZIONALI

LA COSTITUZIONE EUROPEA

Nella riunione conclusiva della Conferenza intergovernativa (CIG), tenutasi il 17 e 18 giugno 2004, i capi di Stato o di Governo hanno raggiunto un accordo sul Trattato che istituisce una Costituzione per l'Europa (la Costituzione europea). La Costituzione europea è stata firmata a Roma il 29 ottobre 2004 ed entrerà in vigore il 1° novembre 2006, dopo essere stata ratificata da tutti i venticinque Stati membri dell'UE in conformità con le rispettive procedure costituzionali. In diversi paesi la procedura di ratifica prevede una consultazione referendaria.

La BCE ha seguito da vicino i lavori della CIG, contribuendo a livello sia formale che informale ai negoziati sulle questioni di rilievo per i compiti e il mandato della BCE, dell'Eurosistema e del SEBC. La BCE è stata consultata conformemente all'articolo 48 del Trattato sull'Unione europea e, il 19 settembre 2003, il Consiglio direttivo ha adottato un parere sul progetto di Trattato che istituisce una Costituzione per l'Europa.¹ Inoltre, in due lettere inviate al Presidente del Consiglio UE nel novembre 2003 e nell'aprile 2004 il Presidente della BCE ha illustrato più in dettaglio tale parere.

La BCE ha espresso compiacimento per gli sforzi profusi dalla Convenzione sul futuro dell'Europa e, successivamente, dalla CIG per semplificare, razionalizzare e chiarire il quadro giuridico-istituzionale dell'UE. Inoltre, ha ribadito chiaramente come le attuali disposizioni che regolano l'UEM restino valide, sia in termini di obiettivi sia di attribuzione delle competenze.

In particolare, si riteneva fondamentale che la stabilità dei prezzi restasse l'obiettivo primario della BCE e del SEBC, nonché un obiettivo esplicito dell'UE. La Costituzione europea fa pienamente suoi questi principi.

La BCE ha inoltre ritenuto che, per continuare ad assolvere con successo i propri compiti, fosse indispensabile salvaguardare le speciali caratteristiche istituzionali di cui essa stessa e il SEBC godono e che distinguono la BCE dalle altre istituzioni europee. La Costituzione europea preserva tali caratteristiche, poiché conferma sia l'indipendenza della BCE, del SEBC e delle BCN, sia la personalità giuridica e i poteri regolamentari della BCE. Nel testo costituzionale inoltre si evidenzia ulteriormente la natura specifica della BCE includendo quest'ultima fra "le altre istituzioni e gli organi consultivi dell'Unione". La BCE pertanto figura separatamente rispetto alle "istituzioni dell'Unione" (Parlamento europeo, Consiglio europeo, Consiglio dei ministri, Commissione europea e Corte di giustizia dell'Unione europea), che sono individuate come il "quadro istituzionale" dell'UE.

Su specifica richiesta della BCE, il termine "Eurosistema" è stato introdotto nella Costituzione europea. Questo termine, adottato dal Consiglio direttivo nel 1999, indica il sistema di banche centrali dell'area dell'euro, formato dalla BCE e dalle BCN dei paesi dell'area, facilitando la distinzione con il SEBC, che comprende invece tutte le banche centrali dell'UE. Il termine "Eurosistema" inoltre riflette adeguatamente il fatto che la BCE e le BCN dell'area dell'euro sono parte integrante di un unico sistema (cfr. anche il capitolo 8).

Ritenendo, alla luce di quanto precede, che la Costituzione europea confermi il vigente quadro di riferimento per la conduzione della politica monetaria nell'UE, la BCE salterebbe con favore il positivo completamento del processo di ratifica.

I NUOVI METODI DI LAVORO DELL'EUROGRUPPO

Durante il vertice informale del Consiglio Ecofin del 10 e 11 settembre 2004, a Scheveningen (Paesi Bassi), i ministri dell'economia e delle finanze dell'area dell'euro hanno concordato nuovi metodi di lavoro per l'Eurogruppo, finalizzati a migliorarne l'efficienza e l'efficacia.

¹ CON/2003/20.

I nuovi metodi permettono un'impostazione di più lungo termine del dibattito sulla definizione delle linee strategiche, soprattutto in materia di riforme strutturali, e l'introduzione di una presidenza stabile di durata biennale in sostituzione del precedente sistema di rotazione semestrale. Il Presidente è eletto a maggioranza semplice dai membri dell'Eurogruppo. A Scheveningen, Jean-Claude Juncker, Primo ministro e ministro delle finanze del Lussemburgo, è stato nominato alla presidenza dell'Eurogruppo per il biennio 2005-06.

La BCE, regolarmente invitata agli incontri dell'Eurogruppo, ha partecipato all'elaborazione dei nuovi metodi di lavoro, ed è del parere che questi, insieme alla creazione di una presidenza dell'Eurogruppo più stabile, contribuiranno a innalzare l'efficienza e l'efficacia del suo operato. Le innovazioni apportate non implicano alcuna modifica nella ripartizione delle funzioni fra la BCE e i ministri delle finanze dell'area dell'euro nell'ambito dell'UEM. Nondimeno, i nuovi metodi di lavoro sottolineano la comune responsabilità dei governi nell'attuazione di solide politiche strutturali e di bilancio, come condizione necessaria per un duraturo successo della moneta unica.

2 PROBLEMATICHE INTERNAZIONALI

2.1 I PRINCIPALI SVILUPPI NEL SISTEMA MONETARIO E FINANZIARIO INTERNAZIONALE

SORVEGLIANZA DELLE POLITICHE MACROECONOMICHE NELL'ECONOMIA MONDIALE

Le politiche macroeconomiche attuate sul piano mondiale, specie quelle dei principali paesi industriali, sono una componente fondamentale del contesto internazionale di cui la BCE deve tenere conto nella conduzione della sua politica monetaria e nell'assolvimento degli altri compiti. L'Eurosistema partecipa alla sorveglianza delle politiche macroeconomiche svolta dai rilevanti consessi e istituzioni finanziarie internazionali principalmente tramite le riunioni del Consiglio di amministrazione dell'FMI, dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE), dei ministri delle finanze e dei governatori delle banche centrali del G7 e dei governatori delle banche centrali del G10. Il fine della BCE è scambiare opinioni e vagliare le soluzioni di *policy* atte a favorire un contesto macroeconomico stabile, politiche macroeconomiche solide e la stabilità dei prezzi nell'area dell'euro.

Nel 2004, il contesto macroeconomico mondiale è stato caratterizzato da una forte espansione economica e da pressioni inflazionistiche in gran parte contenute. In diverse economie avanzate, così come in America latina, si è osservato un auspicato recupero del prodotto, cui ha corrisposto il perdurare degli elevati tassi di crescita nei mercati emergenti dell'Asia e dell'Europa orientale. Fra le tendenze negative si registra tuttavia la persistenza o persino l'ulteriore ampliamento degli squilibri a livello mondiale, compresi gli squilibri esterni dell'economia statunitense.

In diverse occasioni la BCE ha posto l'accento sui rischi e sulle incertezze connessi con il perdurare di questi squilibri. Nel complesso, la BCE condivide l'opinione della comunità internazionale secondo cui il processo di risanamento va portato avanti su tre fronti principali: il problema dello squilibrio fra risparmi e investimenti nei paesi in disavanzo; le riforme strut-

turali atte a promuovere una maggiore crescita sostenibile nelle economie che registrano un più basso potenziale di crescita; il conseguimento della flessibilità dei tassi di cambio nei paesi e nelle regioni di maggior rilievo che ne sono privi. Riguardo alle dinamiche dei tassi di cambio, nei comunicati pubblicati nel 2004 e nel febbraio 2005 il G7 ha sottolineato che esse dovrebbero riflettere le variabili economiche fondamentali e che volatilità eccessiva e movimenti disordinati dei tassi non sono auspicabili per la crescita economica.

Una delle tematiche salienti del 2004 è stata la crescente rilevanza dell'Asia orientale nell'economia mondiale, riflessa dal ragguardevole contributo di questi paesi all'espansione del prodotto e all'interscambio mondiali. La BCE ha seguito da vicino gli andamenti nella regione; essa ha inoltre rafforzato le relazioni dirette con le banche centrali asiatiche organizzando, in collaborazione con la Monetary Authority of Singapore, un seminario ad alto livello che ha riunito gli undici governatori della Riunione dei Dirigenti delle banche centrali dell'Asia orientale e del Pacifico (EMEAP)² e i governatori delle banche centrali nazionali dell'area dell'euro e il Presidente della BCE. L'evento, svoltosi a Singapore nel luglio 2004, si è incentrato sul crescente peso economico di numerosi paesi dell'Asia orientale, sul ruolo delle valute internazionali e sulle tematiche della cooperazione e dell'integrazione regionale.

I flussi di capitali verso le economie di mercato emergenti, tenuti sotto costante osservazione dalla BCE per la loro rilevanza ai fini della stabilità finanziaria internazionale, sono rimasti nel 2004 su livelli sostenuti, in linea con l'andamento economico generale di questi paesi. Ciò è in gran parte ascrivibile, fra l'altro, alle favorevoli condizioni di finanziamento esterno, agli elevati prezzi internazionali delle materie prime di esportazione e al recupero della domanda di importazioni da parte delle economie avanzate. In questo contesto, le partite

2 I paesi membri dell'EMEAP sono Australia, Cina, Corea del Sud, Filippine, Giappone, Hong Kong, Indonesia, Malesia, Nuova Zelanda, Singapore e Thailandia.

correnti hanno registrato saldi positivi e i livelli del debito estero si sono generalmente ridotti, anche se in molti di questi paesi sono rimasti ancora elevati. Nei mercati emergenti, le favorevoli condizioni di finanziamento hanno spinto i mutuatari del settore sia privato che pubblico ad attingere ampiamente ai mercati obbligazionari internazionali, assicurandosi bassi tassi di interesse. Nel secondo trimestre del 2004 i differenziali di interesse delle obbligazioni dei paesi emergenti rispetto ai titoli del Tesoro statunitense si sono temporaneamente ampliati, per poi riportarsi nella restante parte dell'anno su valori inferiori rispetto a quelli storici.

Infine, nell'ambito della sorveglianza internazionale delle politiche macroeconomiche, anche l'area dell'euro è stata sottoposta a scrutinio. L'FMI e l'OCSE hanno condotto le loro analisi periodiche delle politiche monetaria, finanziaria ed economica dell'area, oltre alle loro valutazioni annuali dei singoli paesi partecipanti. Le consultazioni ex articolo IV dell'FMI e l'esame dell'*Economic and Development Review Committee* dell'OCSE sono stati l'occasione di un fruttuoso scambio di vedute fra le due organizzazioni e la BCE, la presidenza dell'Eurogruppo e la Commissione europea. Sulla scorta di queste discussioni, l'FMI e l'OCSE hanno predisposto ciascuna un rapporto valutativo delle politiche economiche dell'area dell'euro³. Entrambe le analisi condotte nel 2004 si sono soffermate con particolare attenzione sull'adesione dei dieci nuovi Stati membri dell'UE il 1° maggio 2004.

L'ARCHITETTURA FINANZIARIA INTERNAZIONALE

Considerato l'elevato grado di integrazione dell'UE nell'economia mondiale, è interesse del SEBC e dell'Eurosistema che il sistema finanziario internazionale operi in modo ordinato. Essi pertanto intervengono fattivamente nel corrente dibattito sull'architettura finanziaria internazionale, fra l'altro tramite la partecipazione alle istituzioni e ai consessi rilevanti. In talune di queste sedi, la BCE interviene come membro attivo, mentre in altre partecipa in veste di osservatore. Il SEBC inoltre contribuisce ai

lavori svolti a livello europeo, in particolare in seno al Comitato economico e finanziario.

Nel quadro dei lavori dei ministri finanziari e dei governatori delle banche centrali del G10, la BCE ha espresso compiacimento per la sempre più frequente inclusione delle clausole di azione collettiva (CAC) nelle emissioni di obbligazioni sovrane (le CAC sono disposizioni contrattuali concepite principalmente per facilitare un'ordinata ristrutturazione del debito in caso di crisi di solvibilità). In meno di due anni, l'uso delle CAC è divenuto uno standard di mercato per le emissioni di titoli sovrani soggetti alla giurisdizione di New York, pur senza rispettare pienamente le raccomandazioni formulate dal G10.

La BCE ha discusso ulteriori aspetti relativi a un maggiore coinvolgimento del settore privato nella risoluzione delle crisi finanziarie e ha condotto una analisi dell'esperienza maturata attraverso i vari possibili meccanismi utili a favorire tale coinvolgimento. La BCE ha altresì seguito i progressi nell'elaborazione dei *principles for Stable Capital Flows and Fair Debt Restructuring in Emerging Markets* (principi per il conseguimento di flussi di capitali stabili e per un'equa ristrutturazione del debito nei mercati emergenti), pubblicati nel novembre 2004 da emittenti sovrani di alcuni dei paesi emergenti e da creditori del settore privato. Noti in precedenza come il "Codice di condotta", questi principi intendono promuovere un'informativa sul debito, un regolare dialogo fra debitori e creditori, le negoziazioni per la ristrutturazione del debito basate sulla buona fede e il trattamento equo di tutti i creditori coinvolti. I principi, accolti con favore dai ministri delle finanze e dai governatori delle banche centrali del G20, affrontano alcune delle lacune restanti nell'architettura finanziaria internazionale. Una volta divenuti operativi, essi dovrebbero contribuire significativamente agli sforzi di lungo periodo tesi alla costruzione di un sistema che promuova la cooperazione, la crescita e la stabilità finanziaria a livello mondiale.

3 FMI (2004), *Euro Area Policies: Staff Report*; OCSE (2004), *Economic Survey – Euro Area 2004*.



Un'altra tematica cui si è interessata la BCE è stata la posizione finanziaria dell'FMI. Nella riunione di ottobre 2004, i ministri delle finanze e i governatori delle banche centrali del G10 hanno rilevato che, se da un lato è essenziale che il Fondo mantenga una solida posizione finanziaria per l'assolvimento dei propri compiti, dall'altro esso dovrà prepararsi a fronteggiare le sfide poste dall'evoluzione del contesto economico internazionale. La capacità di superare con successo tali sfide richiederebbe sia l'adozione di una serie di misure, fra cui il rafforzamento della sorveglianza, una più attenta analisi della sostenibilità del debito nelle decisioni di concessione di finanziamenti, una rigorosa aderenza alle nuove regole concordate di recente per l'accesso straordinario alle risorse del Fondo, nonché modifiche ulteriori alla struttura finanziaria dell'FMI volte a rafforzare gli incentivi per il rimborso tempestivo e a ridurre l'incidenza dei rinnovi dei programmi di assistenza finanziaria.

L'INTEGRAZIONE E LA COOPERAZIONE A LIVELLO REGIONALE

Poiché l'UE stessa è il risultato di un lungo processo di integrazione economica regionale, la BCE è divenuta un interlocutore naturale per le autorità monetarie di diversi raggruppamenti regionali nel mondo; in questa veste la BCE è invitata a condividere le proprie esperienze con i responsabili delle politiche economiche e, occasionalmente, con esponenti del mondo

accademico. Nell'ambito di questo dialogo la BCE nutre un duplice interesse: da un lato, illustrare l'esperienza del caso europeo, specie sotto il profilo della cooperazione monetaria, dall'altro, comprendere i processi di integrazione economica che coinvolgono le regioni al di fuori dell'UE.

A settembre 2004 la banca centrale cinese e la BCE hanno organizzato a Pechino un seminario di lavoro del G20 sul tema dell'integrazione economica regionale in un contesto internazionale. Fra le questioni esaminate vi sono stati i presupposti per accordi di cooperazione regionale, la sequenza temporale ottimale dei processi di integrazione, la cooperazione in campo monetario e finanziario e la compatibilità fra l'integrazione commerciale regionale e le regole dell'Organizzazione mondiale del commercio.

Nel corso del 2004 la BCE ha altresì rinsaldato le relazioni con alcune istituzioni monetarie regionali in Africa. In questo contesto la BCE, insieme ad alcune BCN dell'area dell'euro, ha fornito assistenza tecnica al Western African Monetary Institute (con sede ad Accra, Ghana), l'organismo incaricato dei preparativi tecnici relativi al progetto di integrazione monetaria fra paesi di lingua inglese dell'Africa occidentale.

IL RUOLO INTERNAZIONALE DELL'EURO

Nel 2004 l'euro ha mantenuto ampiamente stabili sia il suo ruolo nei mercati internazionali dei capitali e dei cambi, sia le sue funzioni di ancora e di valuta di riserva e di intervento. Vi sono stati segni di un maggiore utilizzo dell'euro come valuta di fatturazione e di regolamento nel commercio internazionale da parte di determinati paesi dell'area dell'euro. Nella maggior parte di questi, l'uso della moneta unica appare più diffuso per le esportazioni che per le importazioni e, fra le esportazioni, interessa maggiormente i beni che i servizi. Sulla base dei dati per il 2003 era stato altresì osservato un notevole aumento della quota dell'euro nel commercio internazionale della maggior parte dei nuovi Stati membri dell'UE e dei paesi candidati. In molti casi questo aumento è risultato superiore all'incremento delle relazioni

commerciali con l'area dell'euro, indicando che la moneta unica è utilizzata in misura crescente da quei paesi nell'interscambio con partner commerciali esterni all'area⁴.

La BCE ha continuato ad ampliare le rilevazioni statistiche necessarie all'analisi del ruolo internazionale dell'euro. Sulla base di ricerche precedenti, sono state costruite due nuove serie di dati per identificare le caratteristiche salienti del mercato dei titoli di debito denominati in euro emessi da soggetti non residenti nell'area.

2.2 LA COOPERAZIONE CON PAESI AL DI FUORI DELL'UE

L'Eurosistema ha continuato a sviluppare i contatti con le banche centrali di paesi al di fuori dell'UE, principalmente mediante l'organizzazione di seminari e gruppi di lavoro, ma anche tramite l'attività di assistenza tecnica. Il fine è raccogliere informazioni e scambiare opinioni sugli sviluppi economici e monetari nelle diverse regioni del mondo che potrebbero avere un impatto sul contesto economico internazionale o sugli andamenti nell'area dell'euro.

Il progetto di assistenza tecnica dell'Eurosistema alla Banca centrale di Russia (BCR), finanziato dall'UE nell'ambito del suo programma di Assistenza tecnica per la Comunità degli Stati Indipendenti (programma TACIS), è in corso di attuazione secondo il piano previsto. Lanciato nel novembre 2003, questo progetto biennale ha lo scopo di rafforzare ulteriormente la funzione di vigilanza bancaria della BCR, quale misura chiave per la promozione di un contesto finanziario più stabile nel paese. Il piano di formazione previsto dal progetto, che è stato messo a punto nel gennaio 2004 fra la BCR da un lato, e nove BCN dell'area dell'euro, tre autorità di vigilanza e la BCE dall'altro, comprende 64 corsi, otto visite di studio e quattro seminari ad alto livello. A fine 2004 erano già stati tenuti 34 corsi, quattro visite di studio e due seminari, che hanno visto la partecipazione di circa 400 membri del personale della BCR. In aggiunta al progetto TACIS, nel

maggio 2004 l'Eurosistema ha organizzato a Helsinki il suo primo seminario bilaterale ad alto livello con la BCR, coordinato dalla Suomen Pankki – Finlands Bank e dalla BCE. Il seminario si è incentrato sulla politica monetaria e del cambio, sulla libera circolazione dei capitali, sui legami di carattere economico fra l'UE e la Russia, comprese le politiche commerciali, nonché su questioni relative all'evoluzione del sistema bancario e alla stabilità del settore finanziario.

L'Eurosistema ha istituito un quadro di cooperazione con le banche centrali della regione del Mediterraneo. Nel gennaio 2004 ha tenuto a Napoli il suo primo seminario ad alto livello con i governatori delle banche centrali dei paesi del partenariato di Barcellona⁵, organizzato dalla BCE e dalla Banca d'Italia. Dopo un *workshop* tecnico nel settembre 2004, a febbraio di quest'anno si è svolto a Cannes il secondo seminario euromediterraneo, preparato congiuntamente dalla BCE e dalla Banque de France. Il seminario si è incentrato sui recenti sviluppi finanziari e monetari nella regione del Mediterraneo, sui legami di carattere economico fra l'area dell'euro e questi paesi (con un particolare accento sulle rimesse degli emigrati) e sull'indipendenza della banca centrale.

Nei Balcani occidentali, la BCE ha avviato contatti a livello dirigenziale attraverso una serie di visite presso le banche centrali di quei paesi, fra cui quelle della Bosnia-Erzegovina e della Serbia. Scopo di questi incontri è stato quello di instaurare un dialogo con le banche centrali di questi paesi in quanto potenziali candidati all'adesione all'UE.

Nell'intento di acquisire una migliore comprensione degli andamenti delle economie di importanza sistemica in America latina, l'Eurosistema ha inoltre organizzato, di concerto con il Banco Central do Brasil, il Banco de Portugal e il Banco de España, il secondo seminario ad alto livello dell'Eurosistema e delle banche

4 Cfr. BCE (2004), *Review of the international role of the euro*.

5 Algeria, Autorità palestinese, Egitto, Giordania, Israele, Libano, Marocco, Siria, Tunisia e Turchia.

centrali latino-americane, che si è svolto a Rio de Janeiro nel novembre 2004 dopo un *workshop* tecnico preparatorio a Lisbona. I partecipanti hanno discusso i potenziali vincoli alla conduzione della politica monetaria derivanti dalle politiche di bilancio, dalle vulnerabilità legate al debito e dalle caratteristiche del sistema finanziario.

In Medio Oriente la BCE ha rafforzato le relazioni con il segretariato generale del *Gulf Cooperation Council* (GCC) e con le banche centrali e gli organismi monetari dei suoi stati membri⁶, in vista del piano di introdurre una moneta unica in questi paesi entro il 2010.

⁶ I sei stati membri del GCC sono Arabia Saudita, Bahrein, Emirati Arabi Uniti, Kuwait, Oman e Qatar.

Artista

Xenia Hausner

Titolo

Traumspiel, 2004

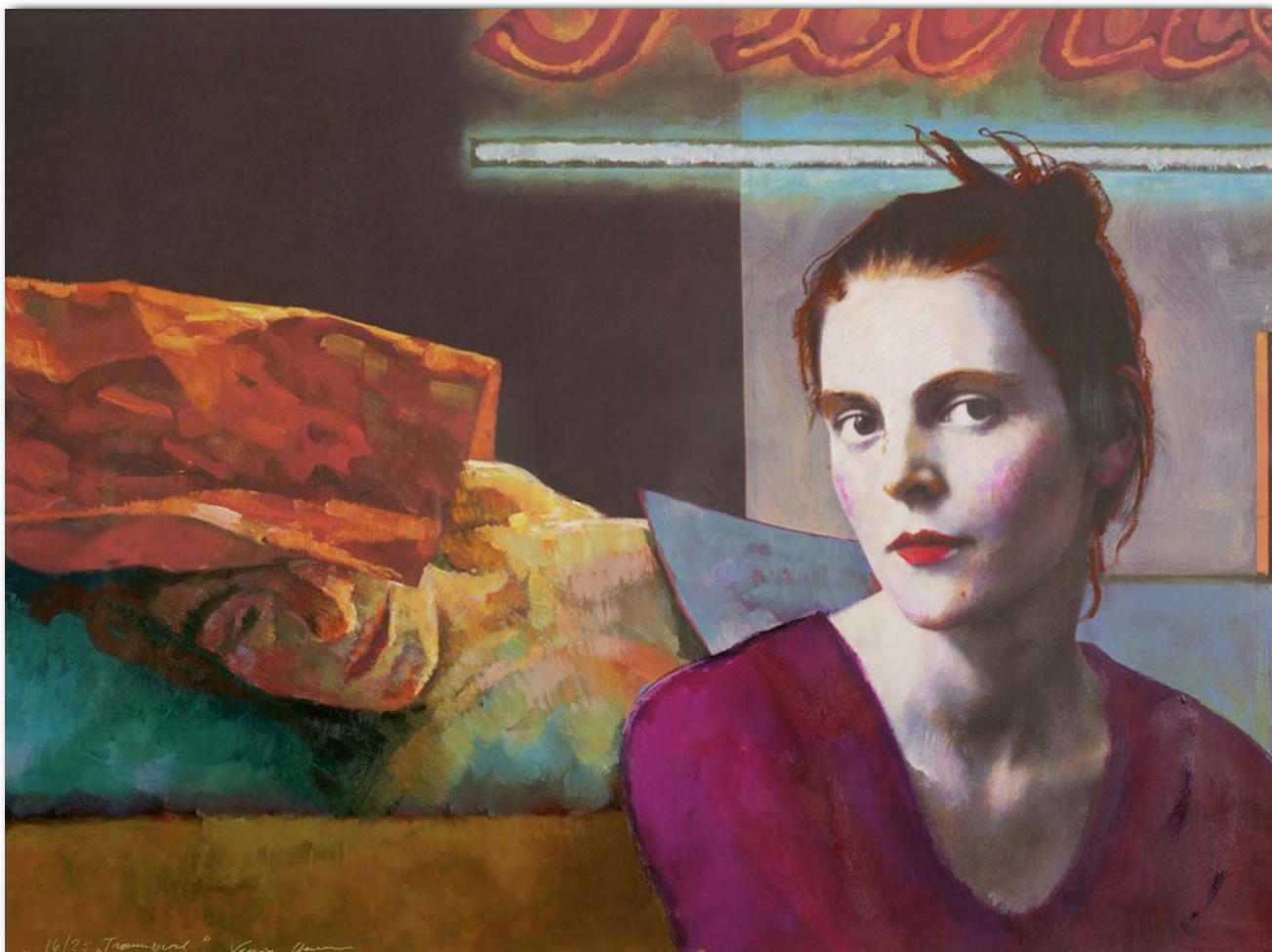
Materiali

Cromolitografia su carta lavorata a mano (16/25)

Formato

96 × 129 cm

© VG Bild-Kunst, Bonn 2005



**LA RESPONSABILITÀ
PER IL PROPRIO OPERATO**

I LA RESPONSABILITÀ PER IL PROPRIO OPERATO NEI CONFRONTI DEI CITTADINI E DEL PARLAMENTO EUROPEO

La responsabilità di rendere conto del proprio operato può essere intesa come l'obbligo giuridico e istituzionale di una banca centrale indipendente di spiegare in modo chiaro ed esauriente le proprie decisioni ai cittadini e ai loro rappresentanti eletti, consentendo loro di ritenere responsabile del conseguimento degli obiettivi che si è prefissata. Tale obbligo costituisce pertanto un importante bilanciamento all'indipendenza della banca centrale.

Sin dall'inizio, la BCE ha riconosciuto l'importanza fondamentale di rendere conto del proprio operato, mantenendo un dialogo permanente con i cittadini e i loro rappresentanti eletti. Il Trattato stabilisce una serie di obblighi di rendiconto per la BCE, che vanno dalla pubblicazione di un rapporto annuale, di un rapporto trimestrale, di una situazione contabile consolidata settimanale, alle audizioni dinanzi il Parlamento europeo. La BCE va al di là di questi obblighi statutari, pubblicando, ad esempio, bollettini a cadenza mensile anziché trimestrale, tenendo conferenze stampa mensili e, dal dicembre del 2004, rendendo note a cadenza mensile le decisioni assunte dal Consiglio direttivo in aggiunta a quelle sui tassi di interesse (cfr. anche la sezione 1 del capitolo 6). A livello istituzionale, il Trattato assegna un ruolo di primo piano al Parlamento europeo per quanto attiene alla responsabilità della BCE per il proprio operato.

Durante il 2004 i membri del Consiglio direttivo sono intervenuti a numerosi eventi in tutta l'area dell'euro per spiegare al pubblico le strategie della BCE. Secondo quanto previsto dall'articolo 113 del Trattato, la BCE ha anche continuato a riferire con regolarità al Parlamento europeo in merito alle decisioni assunte in materia di politica monetaria e agli altri compiti a essa assegnati. Le audizioni trimestrali del Presidente della BCE presso la Commissione per i problemi economici e monetari sono state, come negli anni precedenti, le principali sedi per questo regolare scambio di opinioni. A questa Commissione e alla sessione plenaria del Parlamento europeo il Presidente ha altresì presentato il Rapporto annuale 2003 della BCE.

La Commissione per i problemi economici e monetari ha invitato anche un altro membro del Comitato esecutivo della BCE a esporre le opinioni di quest'ultima sul contesto economico e sulle principali problematiche in materia di riforme strutturali. La BCE ha infine preso parte a un'audizione organizzata dalla Commissione in tema di area unica dei pagamenti in euro.

Andando oltre gli obblighi previsti dal Trattato, la BCE ha continuato a rispondere volontariamente alle interrogazioni scritte presentate dagli europarlamentari su questioni attinenti il mandato dalla BCE. Infine, secondo una prassi consolidata, una delegazione della Commissione per i problemi economici e monetari ha avuto un incontro informale su varie problematiche, con i membri del Comitato esecutivo, presso la BCE.

L'articolo 112 del Trattato prevede che il Parlamento europeo si pronunci sulle proposte di nomina nel Comitato esecutivo prima che queste vengano confermate di comune accordo dai capi di Stato o di governo degli Stati membri che hanno adottato l'euro. Sulla base della raccomandazione adottata dal Consiglio dell'UE, il Parlamento europeo ha invitato José Manuel González-Páramo presso la Commissione per i problemi economici e monetari, per esprimere le proprie opinioni e rispondere alle interrogazioni dei membri della Commissione. In seguito all'audizione, il Parlamento europeo riunito in sessione plenaria ha approvato la sua nomina come successore di Eugenio Domingo Solans nel Comitato esecutivo.

2 LE POSIZIONI DELLA BCE SU ALCUNE QUESTIONI SPECIFICHE SOLLEVATE DURANTE GLI INCONTRI CON IL PARLAMENTO EUROPEO

Durante le audizioni del Presidente presso il Parlamento europeo sono state affrontate numerose tematiche. L'attenzione si è concentrata principalmente sulla valutazione degli andamenti economici e monetari e sulla conduzione della politica monetaria della BCE. Alcune delle questioni sollevate dal Parlamento europeo sia durante questi incontri, sia nella risoluzione adottata in ottobre sul Rapporto annuale 2003 della BCE sono esaminate nei paragrafi seguenti.

IL CONTRIBUTO DELLA POLITICA MONETARIA UNICA ALLE POLITICHE ECONOMICHE GENERALI DELLA COMUNITÀ

Il contributo della politica monetaria unica alle politiche economiche generali della Comunità è stato uno dei principali argomenti di discussione durante le audizioni del Presidente al Parlamento europeo. Alcuni membri della Commissione per i problemi economici e monetari sono stati dell'avviso che il mantenimento della stabilità dei prezzi non fosse sufficiente a sostenere la crescita e l'occupazione e che esistesse una correlazione inversa tra inflazione e disoccupazione; altri sono stati invece del parere che le disposizioni dell'articolo 105 del Trattato fossero perfettamente adeguate e che il mantenimento della stabilità dei prezzi dovrebbe restare l'obiettivo primario della politica monetaria unica.

Il Presidente ha sottolineato che il miglior contributo che la BCE può fornire alla creazione di un contesto economico favorevole a una crescita sostenibile è quello di perseguire con credibilità la stabilità dei prezzi e fornire un saldo ancoraggio alle aspettative di inflazione a medio-lungo termine. Nella risoluzione sul Rapporto annuale 2003 della BCE, il Parlamento europeo ha condiviso tali considerazioni e approvato l'impegno della BCE a concentrarsi sul mantenimento della stabilità dei prezzi.

INTEGRAZIONE E REGOLAMENTAZIONE FINANZIARIA

Nel quadro delle audizioni trimestrali, i membri della Commissione per i problemi economici e monetari hanno altresì chiesto al Presidente di

fornire il punto di vista della BCE su questioni connesse all'integrazione e alla regolamentazione del settore finanziario. Il Parlamento europeo si è particolarmente interessato alle attività del SEBC e del Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (*Committee of European Securities Regulators*, CESR) nel campo dei sistemi di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli. Più specificatamente, nella risoluzione sul Rapporto annuale 2003 della BCE si esprimeva il timore che gli standard proposti dal SEBC e dal CESR potessero influenzare il processo legislativo in materia.

Il Presidente ha assicurato che gli standard proposti non intendevano influenzare futuri interventi legislativi. Egli ha dichiarato che, ove venisse adottata successivamente una direttiva sui sistemi di compensazione e regolamento, la conformità degli standard con le disposizioni della direttiva verrebbe verificata e, se necessario, questi sarebbero adattati in conseguenza (cfr. anche la sezione 4 del capitolo 3).

RESPONSABILITÀ PER IL PROPRIO OPERATO E TRASPARENZA DELLA BCE

Nella risoluzione sul Rapporto annuale 2003, il Parlamento europeo ha espresso un giudizio molto positivo sul dialogo instauratosi con la BCE, considerando che i regolari contatti hanno reso la politica monetaria unica maggiormente trasparente e accessibile al pubblico. Al tempo stesso, la BCE e il Parlamento europeo hanno continuato ad avere posizioni divergenti su alcuni aspetti relativi alla trasparenza e alla responsabilità della BCE per il proprio operato. Nella sua risoluzione, il Parlamento europeo ha reiterato la richiesta di pubblicazione di una sintesi dei verbali e della ripartizione dei voti delle riunioni del Consiglio direttivo.

Relativamente alla richiesta di pubblicare i verbali, il Presidente ha ribadito che i canali di comunicazione scelti dalla BCE sono più efficaci in termini di tempestività. In particolare, le conferenze stampa mensili che si tengono subito dopo le riunioni del Consiglio direttivo forniscono un resoconto completo in tempo reale

delle motivazioni alla base delle sue deliberazioni, svolgendo pertanto una funzione sostanzialmente analoga a quella dei verbali. In questo modo, inoltre, le argomentazioni del Consiglio direttivo sono disponibili al pubblico molto prima di quanto non lo sarebbero ove diffuse con i verbali formalmente adottati. Queste conferenze stampa, unitamente agli altri strumenti di informazione come i bollettini mensili e le comunicazioni, a cadenza mensile, sulle decisioni assunte dal Consiglio direttivo in aggiunta a quelle sui tassi di interesse, fanno della BCE una delle banche centrali più trasparenti al mondo.

Quanto alla richiesta di fornire informazioni sul comportamento individuale di voto dei membri del Consiglio direttivo, il Presidente ha rammentato che, dato lo specifico contesto istituzionale in cui opera la politica monetaria unica, vi è il rischio, rendendo note le modalità di voto, che i membri del Consiglio direttivo siano sottoposti a indebite pressioni nazionali tese a farli discostare dall'ottica dell'intera area dell'euro. La BCE pertanto mantiene la politica seguita finora di non fornire indicazioni sui pareri o i comportamenti di voto individuali. Questo approccio contribuisce a focalizzare l'attenzione del pubblico sulla *ratio* economica delle decisioni di politica monetaria, anziché sul singolo comportamento di voto, in coerenza con la natura collegiale del Consiglio direttivo e con il suo interesse esteso all'intera area dell'euro.

LE CONTRAFFAZIONI E LA SICUREZZA DELLE BANCONOTE

I membri della Commissione per i problemi economici e monetari hanno altresì esaminato la problematica della contraffazione delle banconote in euro. Nella risoluzione sul Rapporto annuale 2003 della BCE, il Parlamento europeo ha sollecitato quest'ultima a mantenere un atteggiamento di particolare attenzione nei riguardi dell'attività di contraffazione, nonché a tenere conto dell'esperienza maturata nella progettazione delle nuove serie di banconote.

Durante le audizioni presso la Commissione per i problemi economici e monetari, il Presidente

ha fatto presente che la BCE ha valutato molto seriamente questa problematica, adoperandosi incessantemente per affinare le proprie strategie di contrasto al fenomeno. Nel quadro di questo impegno, sono stati siglati accordi di cooperazione per la lotta alla falsificazione con diverse autorità nazionali e internazionali. Nello stesso tempo, l'esperienza tratta dall'analisi delle banconote contraffatte sta guidando la ricerca e lo sviluppo di nuove caratteristiche di sicurezza per la prossima serie di banconote. Le informazioni relative a tutti gli esemplari di banconote in euro falsificate sono registrate in una base dati della BCE, cui ha accesso l'insieme delle banche centrali e delle forze dell'ordine nazionali dei paesi dell'UE (cfr. anche la sezione 3 del capitolo 2).

Artista

Philippe Cognée

Titolo

Foule, Place St. Pierre de Rome, Pâques, 1999

Materiali

Encausto su tela

Formato

154 × 153 cm

© VG Bild-Kunst, Bonn 2005



CAPITOLO 6

**L'ATTIVITÀ DI
COMUNICAZIONE
ESTERNA**

I LA POLITICA DI COMUNICAZIONE

L'attività di comunicazione è parte integrante della politica monetaria della Banca centrale europea e rientra nell'adempimento delle altre funzioni a essa conferite. Le attività di comunicazione della BCE si basano su due elementi fondamentali, l'apertura e la trasparenza. Queste contribuiscono all'efficienza, all'efficacia e alla credibilità della politica monetaria della Banca centrale europea e sostengono inoltre gli sforzi da essa compiuti al fine di rendere conto pienamente delle proprie azioni, come spiegato più in dettaglio nel capitolo 5.

Nel campo della comunicazione, la BCE ha fissato standard elevati. Le decisioni di politica monetaria vengono spiegate nel corso di una conferenza stampa che ha luogo al termine della riunione del Consiglio direttivo che le ha assunte. Viene rilasciata un'esauriente dichiarazione introduttiva e il Presidente e il Vicepresidente sono a disposizione dei mezzi di informazione per rispondere a eventuali domande. Introdotta nel 1999, la prassi di spiegare tempestivamente, regolarmente e dettagliatamente la politica monetaria, le valutazioni e le decisioni della BCE rappresenta un approccio aperto e trasparente, unico nel suo genere, all'attività di comunicazione di banca centrale.

Inoltre, la comunicazione relativa alle decisioni diverse da quelle di politica monetaria è stata ulteriormente migliorata a partire da dicembre 2004 grazie alla prassi della pubblicazione mensile delle stesse sui siti Internet delle banche centrali dell'Eurosistema.

In quanto parte del quadro istituzionale dell'UE, la BCE è tenuta a rendere disponibili i propri atti giuridici e le pubblicazioni statutarie in tutte le lingue ufficiali comunitarie, il cui numero è salito da undici a venti in seguito all'allargamento dell'UE il 1° maggio 2004. Le pubblicazioni previste dallo Statuto sono il Rapporto annuale, la versione trimestrale del Bollettino mensile, la Situazione contabile consolidata settimanale dell'Eurosistema e il Rapporto sulla convergenza. Ai fini della trasparenza e della responsabilità del proprio operato nei confronti dei cittadini europei e dei loro rappresentanti

eletti, la BCE pubblica anche altri documenti in tutte le lingue ufficiali, in particolare i comunicati stampa sulle decisioni di politica monetaria, le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema nonché le posizioni di carattere politico rilevanti per il pubblico. La preparazione, la pubblicazione e la distribuzione delle pubblicazioni fondamentali della BCE nelle lingue nazionali sono svolte in collaborazione con le BCN.



2 ATTIVITÀ DI COMUNICAZIONE

L'attività di comunicazione della BCE si fonda su diversi strumenti e pubblicazioni che vengono costantemente perfezionati per informare in modo più efficace il pubblico e le parti interessate.

Il Rapporto annuale presenta un resoconto dettagliato delle attività svolte dalla Banca centrale europea nell'anno precedente, contribuendo così alla responsabilizzazione della Banca per il proprio operato. Il Bollettino mensile fornisce un costante aggiornamento sulla valutazione dell'evoluzione economica e monetaria effettuata dalla BCE nonché le informazioni dettagliate su cui si fondano le sue decisioni. Esso comprende anche articoli su argomenti generali relativi all'attività di banca centrale. La BCE contribuisce alla diffusione dei risultati di ricerche pubblicando le serie dei *Working Paper* e degli *Occasional Paper* e organizzando conferenze accademiche, seminari e *workshop*.

Insieme alla BRI e alle banche centrali del G10, la BCE ha lanciato nel 2004 una nuova pubblicazione intitolata *International Journal of Central Banking* nel quale vengono trattati, in chiave teorica e pratica, argomenti rilevanti per l'esercizio delle funzioni di banca centrale, con particolare enfasi sulla ricerca relativa alla politica monetaria e alla stabilità finanziaria. Il primo numero trimestrale sarà diffuso nel 2005.

Tutti i membri del Consiglio direttivo partecipano direttamente agli sforzi tesi a favorire la conoscenza e la comprensione da parte del pubblico dei compiti e delle politiche della BCE mediante audizioni dinanzi al Parlamento europeo e ai parlamenti nazionali, discorsi pubblici e relazioni con i mezzi di comunicazione. Nel 2004 i sei membri del Comitato esecutivo hanno tenuto circa 220 discorsi, rilasciato numerose interviste e fatto pubblicare articoli in riviste specializzate e giornali. Le visite compiute dal Presidente e dagli altri membri del Comitato esecutivo negli Stati membri dell'UE e in altri paesi nel corso del 2004 hanno contribuito a diffondere i messaggi della BCE direttamente ai cittadini sia all'interno che all'esterno dell'Europa. L'attività di comunicazione della BCE si è orientata sempre di più verso il pubblico dei nuovi Stati membri dell'UE, sia prima che dopo la loro adesione all'Unione europea nel 2004.

Anche le BCN dell'area dell'euro svolgono un ruolo di primo piano nell'assicurare a livello nazionale la diffusione di informazioni sull'euro e sulle attività dell'Eurosistema ai cittadini e alle parti interessate; si rivolgono, inoltre, a diversi destinatari, sia a livello regionale che nazionale, utilizzandone le rispettive lingue e tenendo conto dei vari contesti di riferimento.

Un altro importante canale per fornire informazioni ai mercati finanziari è il sistema

informativo automatizzato della BCE, in grado di offrire dati in tempo reale a varie agenzie di stampa che presentano sui propri schermi pagine sui tassi di interesse di riferimento della BCE, sulle operazioni di mercato e sulle condizioni di liquidità nell'area dell'euro. Tali pagine sono fornite e regolarmente aggiornate dalla BCE. A seguito delle richieste avanzate, il numero di agenzie a cui la BCE ha conferito il diritto di accedere al sistema è salito da tre a cinque nel 2004.

I documenti pubblicati dalla BCE e l'elenco delle diverse attività svolte sono disponibili sul sito Internet della Banca (www.ecb.int). Nel 2004 è stato ridisegnato il sito, ora più facilmente fruibile dal pubblico grazie a una rivisitazione della veste grafica e a una riorganizzazione del contenuto. Il sito funge altresì da punto di contatto per le richieste dei cittadini e da piattaforma per l'avvio delle consultazioni pubbliche. Nel 2004 sono state ricevute, attraverso vari canali, e trattate circa 47.000 interrogazioni.

Aperta anche nel senso letterale del termine, la BCE accoglie gruppi di visitatori presso la propria sede a Francoforte. Nel 2004 circa 8.000 visitatori hanno ricevuto informazioni dirette sotto forma di conferenze e presentazioni tenute dal personale della BCE. La maggior parte dei visitatori è stata costituita da studenti universitari e professionisti del settore finanziario.

Artista

Jan Fabre

Titolo

Senza titolo, 1987

Materiali

Inchiostro di penna a sfera su carta

Formato

200 × 158 cm

© VG Bild-Kunst, Bonn 2005



CAPITOLO 7

L'ALLARGAMENTO DELL'UNIONE EUROPEA

I L'ESITO POSITIVO DEL PROCESSO DI ADESIONE DI DIECI NUOVI STATI MEMBRI

Il 1° maggio 2004 dieci paesi dell'Europa centrale, orientale e del Mediterraneo – Repubblica Ceca, Estonia, Cipro, Lettonia, Lituania, Ungheria, Malta, Polonia, Slovenia e Slovacchia – sono entrati a far parte dell'UE. Le BCN dei nuovi Stati membri sono state integrate nel SEBC, i loro governatori sono divenuti membri a pieno titolo del Consiglio generale e i loro esperti partecipano con pieni diritti alle riunioni dei comitati del SEBC ogniqualvolta si trattino questioni rientranti nella sfera di competenza del Consiglio generale.

L'integrazione dei nuovi membri nel SEBC si è svolta senza difficoltà. Sulla base del Piano d'azione per l'adesione predisposto dalla BCE nel 2003, erano stati svolti lavori preparatori soprattutto in materia di operazioni della banca centrale, sistemi di pagamento e regolamento, statistiche, banconote e infrastrutture e applicazioni informatiche. Grazie agli interventi di potenziamento delle apposite infrastrutture informatiche del SEBC, le venticinque BCN e la BCE sono ora collegate e sono state accresciute l'affidabilità e la funzionalità di sicurezza. Lo schema di sottoscrizione del capitale della BCE è stato esteso e le BCN dei nuovi Stati membri hanno versato una percentuale delle quote di capitale sottoscritte, a titolo di contributo ai costi operativi della BCE.

Il quinto seminario ad alto livello sul processo di allargamento, tenutosi a Parigi nel marzo del 2004, ha segnato la fase finale dei preparativi per l'adesione. L'incontro, organizzato congiuntamente dalla BCE e dalla Banque de France, ha riunito governatori e alti dirigenti delle banche centrali del SEBC, dei dieci paesi aderenti e dei due paesi candidati (Bulgaria e Romania) ormai prossimi alla conclusione dei negoziati di adesione all'UE. Il seminario si è incentrato sulla politica monetaria e del cambio, sugli aspetti pratici del funzionamento degli AEC II, sulla disciplina di bilancio nel quadro del Patto di stabilità e crescita e su questioni relative agli standard finanziari, alle norme contabili e al governo societario.

Si è inoltre fatto un bilancio dell'esperienza pratica maturata durante il processo di allarga-

mento, in vista dei preparativi per le future adesioni all'UE e all'area dell'euro.

Il 20 ottobre 2004 la Commissione europea e la BCE hanno pubblicato i rispettivi Rapporti sulla convergenza, in cui si valutano i progressi compiuti nell'adempimento degli obblighi relativi alla realizzazione dell'UEM da parte degli Stati membri con deroga, compresi i nuovi Stati membri. Il rapporto predisposto dalla BCE ha concluso che nessuno dei paesi esaminati soddisfaceva tutti i criteri previsti per l'adozione dell'euro, tra cui i requisiti legislativi a salvaguardia di una effettiva indipendenza delle BCN.

Se, da un lato, questo è stato l'episodio di allargamento più importante nella storia dell'integrazione europea in termini di numero di paesi aderenti, dall'altro, il peso economico da questi rappresentato è relativamente modesto rispetto a quello di precedenti adesioni. Di conseguenza, l'allargamento non ha modificato in sostanza le principali caratteristiche dell'economia dell'Unione. È invece aumentata la diversità economica all'interno dell'UE, poiché i nuovi Stati membri differiscono per molti aspetti, di carattere istituzionale e strutturale, dai preesistenti paesi membri. La maggior parte dei primi è stata impegnata in un processo di transizione da economia pianificata a una di mercato, che ha implicato un profondo cambiamento istituzionale e strutturale dei rispettivi sistemi. Su un orizzonte temporale di più lungo termine, l'allargamento dovrebbe contribuire positivamente alla crescita economica dell'UE e, di fatto, effetti positivi sono già stati riscontrati nel decennio di preparazione. I paragrafi seguenti descrivono alcune delle principali caratteristiche macroeconomiche dell'UE, facendo un raffronto fra la situazione anteriore e quella posteriore all'ampliamento e paragonandole a quelle negli Stati Uniti e in Giappone.

POPOLAZIONE E ATTIVITÀ ECONOMICA

Con l'allargamento del 2004 la popolazione dell'UE è cresciuta di quasi il 20 per cento, raggiungendo un totale di 457,7 milioni di abitanti (cfr. tavola 16). Sotto questo profilo, l'Unione resta la maggiore entità nel mondo industrializzato.

Nel 2003 l'attività economica nei paesi che formano l'UE-25, misurata in termini di PIL, è stata pari a 9.752 miliardi di euro e, sulla base dei tassi di cambio correnti, i nuovi Stati membri vi hanno contribuito per il 4,5 per cento. In una prospettiva storica, la dimensione economica dell'ultimo ampliamento è stata relativamente limitata. Ad esempio, l'adesione di Spagna e Portogallo alla Comunità europea nel 1986 (che all'epoca era composta da dieci paesi) determinò un aumento del PIL complessivo della Comunità lievemente superiore all'8 per cento; con l'ingresso di Austria, Finlandia e Svezia nel 1995 l'incremento fu di poco più del 7 per cento. In base al prodotto valutato ai cambi di mercato nel 2003, l'adesione dei nuovi Stati membri ha fatto crescere la quota dell'UE sul prodotto mondiale dal 30,4 al 31,8 per cento. Va tuttavia rilevato che questi confronti interna-

zionali sono fortemente influenzati dall'andamento dei tassi di cambio. Un modo per eliminare la variabilità e le potenziali distorsioni associate all'utilizzo dei prezzi di mercato è quello di considerare le parità dei poteri d'acquisto (PPA), sebbene anche questa misura presenti alcuni inconvenienti. Sulla base dei dati del 2003, in termini di PPA l'ultimo ampliamento ha accresciuto del 9,5 per cento il PIL dell'UE, collocandolo su un livello superiore a quello degli Stati Uniti.

Poiché i nuovi Stati membri hanno una popolazione relativamente numerosa rispetto al loro attuale livello di attività economica, la loro adesione comporta una riduzione del livello medio del PIL pro capite nell'UE. Questa situazione dovrebbe tuttavia mutare gradualmente in linea con i progressi compiuti nel processo di con-

Tavola 16 Principali indicatori economici dell'UE con e senza i nuovi Stati membri

| | Periodo di riferimento | Unità di misura | UE 15 | UE 25 | Stati Uniti | Giappone |
|--|------------------------|------------------|-------|--------|-------------|----------|
| Popolazione | 2004 | milioni | 384,5 | 457,7 | 293,9 | 127,5 |
| PIL (quota del PIL mondiale) ¹⁾ | 2003 | % | 30,4 | 31,8 | 30,4 | 11,9 |
| PIL | 2003 | miliardi di euro | 9.310 | 9.752 | 9.673 | 3.800 |
| | 2003 | PPA miliardi | 9.310 | 10.193 | 9.957 | 3.254 |
| PIL pro capite | 2003 | migliaia di euro | 24,2 | 21,3 | 32,9 | 29,8 |
| | 2003 | PPA migliaia | 24,3 | 22,3 | 34,2 | 25,5 |
| Esportazioni di beni e servizi | 2003 | % del PIL | 14,0 | 12,4 | 9,3 | 12,2 |
| Importazioni di beni e servizi | 2003 | % del PIL | 13,3 | 12,1 | 13,8 | 10,6 |
| Settori produttivi ²⁾ | | | | | | |
| Agricoltura, pesca e silvicoltura | 2003 | % del PIL | 2,0 | 2,1 | 0,8 | 1,2 |
| Industria (incluse le costruzioni) | 2003 | % del PIL | 26,6 | 26,8 | 19,7 | 29,2 |
| Servizi | 2003 | % del PIL | 71,4 | 71,1 | 79,5 | 69,6 |
| Tasso di disoccupazione | 2003 | % | 8,1 | 9,1 | 6,0 | 5,3 |
| Tasso di partecipazione alle forze di lavoro ³⁾ | 2003 | % | 70,0 | 69,3 | 75,8 | 78,2 |
| Tasso di occupazione ⁴⁾ | 2003 | % | 64,4 | 63,0 | 71,2 | 68,4 |
| Amministrazioni pubbliche ⁵⁾ | | | | | | |
| Avanzo (+) o disavanzo (-) | 2003 | % del PIL | -2,7 | -2,8 | -4,6 | -7,5 |
| Spese | 2003 | % del PIL | 48,5 | 48,5 | 34,4 | 39,1 |
| Entrate | 2003 | % del PIL | 45,8 | 45,6 | 29,8 | 31,6 |
| Debito lordo | 2003 | % del PIL | 64,2 | 63,2 | 63,1 | 156,9 |
| Depositi bancari ⁶⁾ | 2003 | % del PIL | 83,9 | 82,4 | 47,8 | 120,2 |
| Prestiti al settore privato (consistenze) ⁷⁾ | 2003 | % del PIL | 99,2 | 96,3 | 51,4 | 118,8 |
| Capitalizzazione del mercato azionario | 2003 | % del PIL | 66,3 | 65,2 | 126,7 | 61,6 |

Fonti: Eurostat, Commissione europea, FMI, BRI, BCE ed elaborazioni della BCE.

1) Le quote del PIL sono calcolate sulla base dei PIL nazionali espressi in dollari statunitensi.

2) In base al valore aggiunto lordo a prezzi correnti.

3) Definito come rapporto tra la forza lavoro e la popolazione in età lavorativa (compresa tra 15 e 64 anni).

4) Definito come rapporto tra il numero delle persone impiegate e la popolazione in età lavorativa (compresa tra 15 e 64 anni).

5) In base al SEC95.

6) UE 15 e UE 25: totale dei depositi presso le IFM; Stati Uniti: depositi a vista, a termine e a risparmio presso istituzioni bancarie; Giappone: depositi a vista e a termine presso banche di deposito.

7) UE 15 e UE 25: prestiti delle IFM a residenti; Stati Uniti: prestiti delle banche commerciali, banche di depositi e banche di credito cooperativo; Giappone: prestiti al settore privato.

vergenza dei livelli di benessere (*catching-up*). Rispetto agli Stati Uniti e al Giappone, il PIL pro capite dell'UE-25 è relativamente basso, anche se lo scarto con il Giappone risulta molto più limitato in termini di PPA (in base ai dati del 2003).

L'ingresso dei nuovi Stati membri avrà anche effetti a più lungo termine sull'attività economica, poiché incide sugli incentivi e sugli ostacoli alla circolazione di beni, servizi, capitale e persone (cosiddette "quattro libertà") fra i nuovi e i preesistenti Stati membri, anche se per alcuni anni i flussi migratori saranno soggetti a limitazioni. Ad esempio, l'ampliamento del mercato unico, estendendo la portata di queste quattro libertà a venticinque paesi, dovrebbe accrescere la concorrenza dei mercati e favorire lo sfruttamento delle economie di scala. La misura e la rapidità con cui tali effetti si produrranno dipenderà tuttavia da diversi fattori, come le future politiche economiche degli Stati membri dell'UE.

COMMERCIO INTERNAZIONALE

Dopo l'ampliamento, gli scambi commerciali dell'UE-15 con i nuovi Stati membri e quelli tra questi ultimi vengono rilevati come scambi intra-UE e non più come commercio internazionale. Per contro, gli scambi tra i nuovi Stati membri e il resto del mondo confluiscono ora nell'interscambio esterno dell'UE-25. Anche se la maggior parte dei nuovi membri ha un'economia molto aperta, l'allargamento ha lievemente ridotto l'apertura commerciale dell'UE in quanto gli scambi commerciali tra l'UE-15 e i nuovi Stati membri sono maggiori dell'interscambio fra questi e i paesi al di fuori dell'UE-15. Nel 2003, le esportazioni di beni e servizi sono state pari al 12,4 per cento del PIL dell'UE ampliata, contro il 9,3 e il 12,2 per cento rispettivamente di Stati Uniti e Giappone.

STRUTTURA DELLA PRODUZIONE

La struttura della produzione nei nuovi Stati membri è caratterizzata da una maggiore incidenza sul PIL, rispetto alla media dei 15 preesistenti paesi dell'UE, dell'agricoltura (3,2 per cento) e dell'industria (31,9 per cento) e dalla

minore incidenza del settore dei servizi (64,9 per cento). Nei nuovi Stati membri, inoltre, le differenze in termini di distribuzione dell'occupazione fra questi settori tendono ad essere più pronunciate. Nonostante ciò, l'allargamento ha determinato solo delle variazioni minime nell'incidenza di questi macrosettori sul PIL e sulla distribuzione dell'occupazione nell'UE. Il settore agricolo dell'UE risulta ampio rispetto a quelli degli Stati Uniti e del Giappone; d'altra parte, il suo comparto industriale ha dimensioni maggiori di quello degli Stati Uniti e minori di quello del Giappone. Infine, il peso del settore dei servizi nell'UE è superiore a quello giapponese ma inferiore a quello statunitense.

MERCATO DEL LAVORO

Il tasso di disoccupazione medio nei nuovi Stati membri è più elevato di quello dei paesi dell'UE-15; l'ampliamento ha pertanto portato a un lieve incremento del tasso di disoccupazione nell'UE-25. Nonostante il calo evidenziato alla fine degli anni novanta, il tasso di disoccupazione sia nell'UE-15 sia nell'UE-25, pari rispettivamente all'8,1 e al 9,1 per cento nel 2003, resta significativamente superiore a quello di Stati Uniti e Giappone, dove si è collocato rispettivamente al 6,0 e al 5,3 per cento. Nell'ultimo decennio, i tassi di disoccupazione nei nuovi paesi membri dell'Europa centrale e orientale sono cresciuti e le disparità regionali sono aumentate, come conseguenza degli aggiustamenti strutturali connessi con la transizione a un'economia di mercato. Le prospettive occupazionali potrebbero tuttavia migliorare negli anni a venire, nella misura in cui la riduzione dei posti di lavoro associata al processo di ristrutturazione delle attività potrebbe attenuarsi. Nel più lungo periodo anche la potenziale, relativamente rapida, crescita del PIL pro capite dei nuovi Stati membri potrebbe contribuire a un miglioramento delle dinamiche dell'occupazione e a una diminuzione della disoccupazione.

L'adesione dei nuovi Stati membri ha determinato una riduzione del tasso di occupazione dell'UE di 1,4 punti percentuali, al 63,0 per cento. Una scomposizione dei tassi di occupazione nei

nuovi Stati membri evidenzia che il tasso di attività maschile è nettamente inferiore al livello dell'UE-15, mentre il divario è meno pronunciato per quello femminile; anche il tasso di occupazione dei lavoratori più anziani (compresi tra i 55 e i 64 anni) è sostanzialmente inferiore nei nuovi Stati membri. Rispetto a Stati Uniti e Giappone, nell'UE il tasso di partecipazione alle forze di lavoro è basso. L'effetto combinato di una più bassa partecipazione e di una più elevata disoccupazione si traduce in un tasso di occupazione nell'UE inferiore a quello degli Stati Uniti e del Giappone.

BILANCIO E DIMENSIONE DEL SETTORE PUBBLICO

L'adesione dei nuovi Stati membri non ha modificato sostanzialmente la media ponderata del rapporto disavanzo pubblico/PIL dell'UE, nonostante che la maggior parte di questi paesi presenti ampi disavanzi pubblici (cfr. la sezione 2.5 del capitolo 1). In gran parte dei nuovi paesi dell'UE le entrate e la spesa del settore pubblico rappresentano una quota del PIL lievemente inferiore a quella dell'UE-15, anche se elevata rispetto ai livelli di reddito dei nuovi membri. Considerate le dimensioni modeste delle economie dei nuovi Stati membri, l'incidenza del settore delle amministrazioni pubbliche nell'UE-25 rispetto all'UE-15 risulta sostanzialmente invariata. Poiché nei nuovi Stati membri il rapporto debito pubblico/PIL è in genere significativamente inferiore a quello medio dell'UE-15, dopo l'ampliamento tale rapporto per il complesso dell'UE è diminuito lievemente.

Il disavanzo delle amministrazioni pubbliche nell'UE-25, pari al 2,8 per cento nel 2003, è attualmente inferiore a quello di Stati Uniti e Giappone. Al tempo stesso, nell'UE-25 il settore pubblico rappresenta una quota maggiore dell'economia rispetto a quanto avviene negli Stati Uniti e in Giappone. Nell'UE-25 il rapporto fra spesa pubblica e PIL è prossimo al 49 per cento e il rapporto fra entrate e PIL è appena inferiore al 46 per cento. Negli Stati Uniti il settore delle amministrazioni pubbliche incide sul PIL per poco più del 34 per cento dal lato della spesa e per poco meno del 30 per cento da



quello delle entrate. In Giappone, all'ampio disavanzo pubblico corrispondono un rapporto spesa pubblica/PIL appena superiore al 39 per cento e un rapporto entrate/PIL pari a circa il 32 per cento. L'accumulo nel tempo di disavanzi pubblici ha determinato rapporti debito pubblico/PIL di rilevanza analoga nell'UE e negli Stati Uniti, ancorché significativamente minori rispetto al Giappone.

STRUTTURA FINANZIARIA

L'ampliamento non ha implicato cambiamenti significativi nella struttura finanziaria dell'insieme dell'UE, anche se nei nuovi Stati membri l'attività di intermediazione finanziaria è, in media, maggiormente concentrata nel settore bancario. Nella maggior parte dei nuovi paesi membri il settore finanziario ha dimensioni relativamente modeste, in termini di attività totali del settore bancario e di capitalizzazione del mercato mobiliare. Nondimeno, il livello di intermediazione finanziaria, ossia dell'attività svolta dalle istituzioni finanziarie per incanalare nuovi fondi verso il finanziamento degli investimenti, è aumentato di recente in modo piuttosto rapido in alcuni dei nuovi paesi membri. Rispetto agli Stati Uniti, il settore finanziario dell'UE continua a essere maggiormente orientato verso le banche, mentre il ruolo dei mercati azionari nell'intermediazione finanziaria

è meno importante. In confronto al Giappone, per contro, nell'UE il ruolo delle banche nel settore finanziario è più ristretto, mentre è più rilevante quello svolto dai mercati azionari.

2 LE RELAZIONI CON I PAESI CANDIDATI ALL'ADESIONE ALL'UE

Attualmente quattro paesi hanno lo status di paese candidato all'adesione all'UE: Bulgaria, Croazia, Romania e Turchia. I negoziati con la Bulgaria e la Romania hanno avuto esito positivo e, nel dicembre del 2004, il Consiglio europeo ha chiesto che vengano perfezionati i rispettivi trattati di adesione affinché possano essere firmati ad aprile del 2005. L'ingresso della Bulgaria e della Romania nell'UE è previsto per gennaio del 2007. I negoziati per l'adesione della Croazia, paese candidato dal giugno del 2004, saranno avviati a marzo del 2005, a condizione che le autorità nazionali garantiscano piena collaborazione con il Tribunale penale internazionale per l'ex Jugoslavia. Alla Turchia era stato accordato lo status di paese candidato dal Consiglio europeo di Helsinki nel 1999. Nel dicembre 2004 il Consiglio europeo, alla luce del rapporto e della raccomandazione della Commissione, ha deciso che la Turchia soddisfa ai criteri politici di Copenaghen in maniera sufficiente ad aprire i negoziati per l'adesione a condizione che adotti alcune misure legislative. Su tale base il Consiglio europeo ha richiesto alla Commissione di preparare una proposta relativa a un quadro di negoziazione in vista dell'apertura dei negoziati in data 3 ottobre 2005.

L'Eurosistema ha continuato a seguire con attenzione gli andamenti economici e finanziari nei paesi candidati, in particolare il processo di disinflazione, le problematiche relative al settore finanziario e il processo di convergenza strutturale con i paesi dell'UE.

La BCE ha intensificato ulteriormente le relazioni bilaterali con le banche centrali di Bulgaria e Romania. In ottobre si è tenuta la prima visita di membri del Comitato esecutivo presso queste banche centrali. Scopo principale degli incontri è stato discutere i futuri rapporti cooperativi con l'Eurosistema, che includeranno un dialogo di pre-adesione fra la BCE e le banche centrali dei paesi impegnati nei negoziati per l'ingresso nell'UE. Dopo la firma dei trattati di adesione, i governatori delle banche centrali di questi paesi saranno invitati a partecipare alle riunioni del Consiglio generale in qualità di

osservatori. Gli esperti di queste banche centrali potranno prendere parte, anch'essi in veste di osservatori, ai comitati del SEBC quando vengono discusse questioni di competenza del Consiglio generale. Una visita alla banca centrale della Croazia è programmata per marzo del 2005.

La BCE ha continuato il dialogo di alto profilo sulle politiche economiche e monetarie con la Banca centrale della Repubblica di Turchia, fra l'altro, tramite riunioni annuali con la partecipazione di membri del Comitato esecutivo. Le discussioni si sono incentrate sul processo di stabilizzazione macroeconomica del paese, sulla politica monetaria e del cambio della Banca centrale della Repubblica di Turchia e sulla situazione economica nell'area dell'euro. In aggiunta al dialogo sulle politiche economiche, è continuata la cooperazione tecnica fra diverse aree di attività della BCE e della controparte turca.

Artista

Reinhold A. Goelles

Titolo

Senza titolo

Materiali

Acrilico su tela

Formato

152 × 100 cm

© Banca centrale europea



CAPITOLO 8

**L'ASSETTO
ISTITUZIONALE,
L'ORGANIZZAZIONE
E IL BILANCIO**

I GLI ORGANI DECISIONALI E IL GOVERNO SOCIETARIO DELLA BCE

I.1 L'EUROSISTEMA E IL SISTEMA EUROPEO DI BANCHE CENTRALI



L'Eurosistema è il sistema di banche centrali dell'area dell'euro. Esso comprende la BCE e le banche centrali nazionali (BCN) dei 12 Stati membri che hanno adottato l'euro come moneta comune. Il termine "Eurosistema" è stato adottato dal Consiglio direttivo al fine di agevolare la comprensione della struttura che svolge le funzioni di banca centrale nell'area dell'euro: esso vuole sottolineare l'identità comune, il lavoro di squadra e la cooperazione fra tutti i membri di tale struttura, ed è stato altresì introdotto nel Trattato che istituisce una Costituzione per l'Europa, firmato a Roma il 29 ottobre del 2004. Il Consiglio direttivo ha inoltre concordato una dichiarazione sulla missione dell'Eurosistema, nonché gli intenti strategici e i principi organizzativi per l'espletamento delle

funzioni dell'Eurosistema da parte di tutti i suoi membri (cfr. riquadro 15).

Il SEBC si compone della BCE e delle BCN di tutti gli Stati membri dell'UE (25 a partire dal 1° maggio del 2004), compresi quelli che non hanno ancora adottato l'euro. Se e finché esisteranno Stati membri che non hanno ancora adottato l'euro, sarà necessario operare una distinzione tra Eurosistema e SEBC.

La BCE è dotata di personalità giuridica ai sensi del diritto pubblico internazionale. Essa è costituita come perno dell'Eurosistema e del SEBC e assicura lo svolgimento dei rispettivi compiti sia attraverso le proprie attività sia tramite le BCN.

Ciascuna BCN gode di personalità giuridica in base alla legislazione nazionale del rispettivo paese. Le BCN dell'area dell'euro, che formano parte integrante dell'Eurosistema, svolgono i compiti a questo conferiti in conformità con le regole fissate dagli organi decisionali della BCE. Le BCN contribuiscono inoltre ai lavori dell'Eurosistema e del SEBC attraverso la partecipazione dei propri rappresentanti ai diversi comitati dell'Eurosistema/SEBC (cfr. la sezione 1.5 di questo capitolo). Esse possono espletare sotto la propria responsabilità funzioni estranee all'ambito dell'Eurosistema, sempre che il Consiglio direttivo non reputi che tali funzioni interferiscano con gli obiettivi e i compiti dell'Eurosistema.

L'Eurosistema e il SEBC sono retti dagli organi decisionali della BCE, ossia il Consiglio direttivo e il Comitato esecutivo. Il processo decisionale all'interno dell'Eurosistema e del SEBC è centralizzato, ma la BCE e le BCN contribuiscono congiuntamente, sul piano sia strategico che operativo, a conseguire gli obiettivi comuni,

nel dovuto rispetto del principio di decentramento, secondo quanto stabilito nello Statuto del SEBC. Se e finché esisteranno Stati membri che non hanno ancora adottato l'euro, è istituito un terzo organo decisionale della BCE, il Consiglio generale. Il funzionamento dei suddetti organi è regolato dal Trattato che istituisce la Comunità europea, dallo Statuto del SEBC e dai relativi regolamenti interni¹. Nel 2004, allo scopo di adeguare tali regolamenti agli sviluppi intervenuti dal 1999 e di anticipare i cambiamenti derivanti dall'allargamento del SEBC, il Regolamento interno della BCE e quello del Consiglio generale della BCE sono stati sottoposti a modifiche.

¹ Per il Regolamento interno della BCE, cfr. la Decisione BCE/2004/2 del 19 febbraio 2004, relativa all'adozione del Regolamento interno della Banca centrale europea, GU L 80 del 18.3.2004, pag. 33; la Decisione BCE/2004/12 del 17 giugno 2004, che adotta il regolamento interno del Consiglio generale della BCE, GU L 230 del 30.6.2004, pag. 61; e la Decisione BCE/1999/7 del 12 ottobre 1999, relativa al Regolamento interno del Comitato esecutivo della BCE, GU L 314 dell'8.12.1999, pag. 34. Questi regolamenti sono disponibili anche sul sito Internet della BCE.

Riquadro 15

DICHIARAZIONE SULLA MISSIONE DELL'EUROSISTEMA

Nel gennaio 2005 è stata pubblicata la dichiarazione sulla missione dell'Eurosistema. La sua adozione da parte del Consiglio direttivo, che segue quella da parte del Comitato esecutivo dell'analoga dichiarazione per la BCE nell'agosto del 2003, si fonda sull'esperienza maturata dal 1999 all'interno di un sistema comune che svolge le funzioni di banca centrale per l'area dell'euro, nonché sulle competenze specifiche e gli indispensabili contributi di tutte le banche centrali dell'Eurosistema. La dichiarazione recita così:

“L'Eurosistema, costituito dalla Banca centrale europea e dalle banche centrali nazionali degli Stati membri che hanno adottato l'euro, è l'autorità monetaria dell'area della moneta unica. Nell'ambito dell'Eurosistema, il nostro obiettivo principale è il mantenimento della stabilità dei prezzi per il bene comune. Rivestendo, inoltre, un ruolo di autorità finanziaria preminente, ci prefiggiamo di salvaguardare la stabilità del sistema finanziario e di promuoverne l'integrazione a livello europeo.

Nel perseguimento dei nostri obiettivi, attribuiamo massima importanza a credibilità, fiducia, trasparenza e responsabilità di dar conto del nostro operato. Ci adoperiamo al fine di svolgere un'efficace comunicazione con i cittadini europei e con i mezzi di informazione. Nelle relazioni con le autorità europee e nazionali, il nostro impegno è di agire in completa ottemperanza alle disposizioni del Trattato e nel pieno rispetto del principio di indipendenza.

Insieme contribuiamo, sul piano strategico e operativo, al conseguimento degli obiettivi comuni, in base al principio di decentramento. Siamo impegnati ad assicurare una buona gestione organizzativa e amministrativa e ad assolvere in modo efficace ed efficiente i compiti a noi attribuiti, all'insegna della cooperazione e con spirito di squadra. Valendoci delle nostre ampie e approfondite esperienze nonché dello scambio di conoscenze, miriamo a rafforzare la nostra identità condivisa, a parlare con una sola voce e a sfruttare le sinergie esistenti, in un contesto in cui i ruoli e le competenze di tutti i membri dell'Eurosistema sono chiaramente definiti."

Questa dichiarazione enuncia ciò che le banche centrali dell'Eurosistema si propongono di realizzare insieme e le modalità della loro interazione e cooperazione, basate su valori condivisi. Essa si fonda su una serie concordata di principi organizzativi e su vari intenti strategici (ulteriori informazioni sono disponibili sul sito Internet della BCE). La dichiarazione vuole altresì fornire un chiaro indirizzo a tutti i membri del personale e comunicare al pubblico in che modo l'Eurosistema svolge i compiti e persegue gli obiettivi affidatigli dal Trattato e dallo Statuto del SEBC.

1.2 IL CONSIGLIO DIRETTIVO

Il Consiglio direttivo comprende tutti i membri del Comitato esecutivo e i governatori delle BCN degli Stati membri che hanno adottato l'euro. In base al Trattato le sue principali responsabilità sono le seguenti:

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

Il Consiglio direttivo si riunisce di norma due volte al mese presso la sede della BCE a Francoforte sul Meno, in Germania. Nel corso della prima riunione esso si occupa, fra le altre cose, di condurre una valutazione approfondita degli andamenti monetari ed economici e di prendere le relative decisioni, mentre la seconda riunione è di norma dedicata alle questioni connesse con gli altri compiti e responsabilità della BCE e dell'Eurosistema. Nel 2004 due riunioni sono state tenute in sedi diverse da Francoforte: una presso la Suomen Pankki – Finlands Bank a Helsinki, e l'altra presso la Nationale Bank

van België/Banque Nationale de Belgique a Bruxelles.

Nel prendere decisioni sulla politica monetaria e su altri compiti della BCE e dell'Eurosistema, i membri del Consiglio direttivo non agiscono in veste di rappresentanti nazionali, ma a titolo personale e con piena indipendenza. Ciò è riassunto nel principio "un membro, un voto" applicato in seno al Consiglio.

Ai sensi della "clausola abilitativa" prevista dal Trattato di Nizza e sulla base di una raccomandazione della BCE, il 21 marzo del 2003 il Consiglio UE nella composizione dei Capi di Stato o di governo ha adottato all'unanimità una decisione per emendare l'articolo 10.2 dello Statuto del SEBC (modalità di voto nel Consiglio direttivo). Dopo la ratifica da parte di tutti gli Stati membri, tale decisione è entrata in vigore il 1° giugno del 2004. Essa prevede che tutti i membri del Consiglio direttivo continuino a prendere parte alle riunioni e alle deliberazioni. Tuttavia il numero di governatori delle BCN aventi diritto di voto non sarà in nessun caso superiore a 15. Nel momento in cui il numero dei Governatori delle BCN membri del Consiglio direttivo sarà superiore a 15, il diritto di voto sarà esercitato sulla base di un sistema di rotazione. I 15 diritti di voto saranno assegnati ai governatori a rotazione, in base a regole prestabilite. I sei membri del Comitato esecutivo manterranno il diritto di voto in via permanente.

IL CONSIGLIO DIRETTIVO



Jean-Claude Trichet

Presidente della BCE

Lucas D. Papademos

Vicepresidente della BCE

Jaime Caruana

Governatore del Banco de España

Vítor Constâncio

Governatore del Banco de Portugal

Eugenio Domingo Solans

(fino al 31 maggio 2004)

Membro del Comitato esecutivo della BCE

Antonio Fazio

Governatore della Banca d'Italia

Nicholas C. Garganas

Governatore della Banca di Grecia

José Manuel González-Páramo

(dal 1° giugno 2004)

Membro del Comitato esecutivo della BCE

John Hurley

Governatore della Central Bank and Financial Services Authority of Ireland

Otmar Issing

Membro del Comitato esecutivo della BCE

Klaus Liebscher

Governatore della Oesterreichische Nationalbank

Erkki Liikanen (dal 12 luglio 2004)

Governatore della Suomen Pankki – Finlands Bank

Matti Louekoski

(dal 1° aprile all'11 luglio 2004)

Governatore *ad interim* della Suomen Pankki – Finlands Bank

Yves Mersch

Governatore della Banque centrale du Luxembourg

Christian Noyer

Governatore della Banque de France

Tommaso Padoa-Schioppa

Membro del Comitato esecutivo della BCE

Guy Quaden

Governatore della Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique

Jürgen Stark

(dal 7 al 29 aprile 2004)

Presidente *ad interim* della Deutsche Bundesbank

Gertrude Tumpel-Gugerell

Membro del Comitato esecutivo della BCE

Matti Vanhala (fino al 31 marzo 2004)

Governatore della Suomen Pankki – Finlands Bank

Axel A. Weber (dal 30 aprile 2004)

Presidente della Deutsche Bundesbank

Nout Wellink

Presidente di De Nederlandsche Bank

Ernst Welteke (fino al 6 aprile 2004)

Presidente della Deutsche Bundesbank

Terza fila

(da sinistra a destra)

Klaus Liebscher, Nout Wellink, Erkki Liikanen, Tommaso Padoa-Schioppa, Antonio Fazio, Jaime Caruana

Seconda fila

(da sinistra a destra)

Axel A. Weber, Nicholas C. Garganas, Christian Noyer, Vítor Constâncio, José Manuel González-Páramo, Guy Quaden

Prima fila

(da sinistra a destra)

Gertrude Tumpel-Gugerell, Lucas D. Papademos, Jean-Claude Trichet, Yves Mersch, Otmar Issing, John Hurley

Il 29 settembre 2004 è venuto a mancare Matti Vanhala, membro del Consiglio direttivo (1998-2004). Il 9 novembre 2004 è deceduto Eugenio Domingo Solans, membro del Comitato esecutivo e del Consiglio direttivo (1998-2004).

1.3 IL COMITATO ESECUTIVO

Il Comitato esecutivo comprende il Presidente e il Vicepresidente e altri quattro membri, nominati di comune accordo dai Capi di Stato o di governo degli Stati membri che hanno adottato l'euro. Le principali responsabilità del Comitato esecutivo, che di regola si riunisce una volta la settimana, sono le seguenti:

- preparare le riunioni del Consiglio direttivo;
- attuare la politica monetaria dell'area dell'euro in conformità con gli indirizzi e le decisioni adottati dal Consiglio direttivo,

impartendo le necessarie istruzioni alle BCN dell'area dell'euro;

- gestire gli affari correnti della BCE;
- esercitare determinati poteri a esso delegati dal Consiglio direttivo, inclusi quelli di natura regolamentare.

Il Comitato di gestione, presieduto da un membro del Comitato esecutivo, fornisce consulenza e assistenza al Comitato esecutivo in materia di gestione della BCE, nella pianificazione delle attività e nella predisposizione del bilancio annuale.

Seconda fila

(da sinistra a destra)

José Manuel González-Páramo,
Tommaso Padoa-Schioppa,
Otmar Issing

Prima fila

(da sinistra a destra)

Gertrude Tumpel-Gugerell,
Jean-Claude Trichet,
Lucas D. Papademos



Jean-Claude Trichet

Presidente della BCE

Lucas D. Papademos

Vicepresidente della BCE

Eugenio Domingo Solans

(fino al 31 maggio 2004)

Membro del Comitato esecutivo della BCE

José Manuel González-Páramo

(dal 1° giugno 2004)

Membro del Comitato esecutivo della BCE

Otmar Issing

Membro del Comitato esecutivo della BCE

Tommaso Padoa-Schioppa

Membro del Comitato esecutivo della BCE

Gertrude Tumpel-Gugerell

Membro del Comitato esecutivo della BCE

1.4 IL CONSIGLIO GENERALE

Il Consiglio generale è composto dal Presidente e dal Vicepresidente della BCE e dai governatori delle BCN di tutti gli Stati membri dell'UE. Esso svolge i compiti in precedenza propri dell'IME, che devono essere tuttora assolti dalla BCE in ragione del fatto che non tutti gli Stati membri hanno adottato la moneta unica. Nel

2004 il Consiglio generale si è riunito cinque volte. Il 17 giugno 2004 i governatori delle banche centrali dei nuovi Stati membri, che a far tempo dalla data della firma del Trattato di adesione assistevano alle riunioni del Consiglio generale in veste di osservatori, vi hanno per la prima volta preso parte come membri di pieno diritto.

Terza fila

(da sinistra a destra)

Vahur Kraft, Lars Heikensten,
Reinoldijus Šarkinas,
Guy Quaden, Zdeněk Tůma,
Nicholas C. Garganas,
Nout Wellink

Seconda fila

(da sinistra a destra)

Christian Noyer, Axel A. Weber,
Vitor Constâncio, Ilmārs Rimšēvičs,
Leszek Balcerowicz, Bodil Nyboe
Andersen, Klaus Liebscher,
Mitja Gaspari, Jaime Caruana,
Antonio Fazio

Prima fila

(da sinistra a destra)

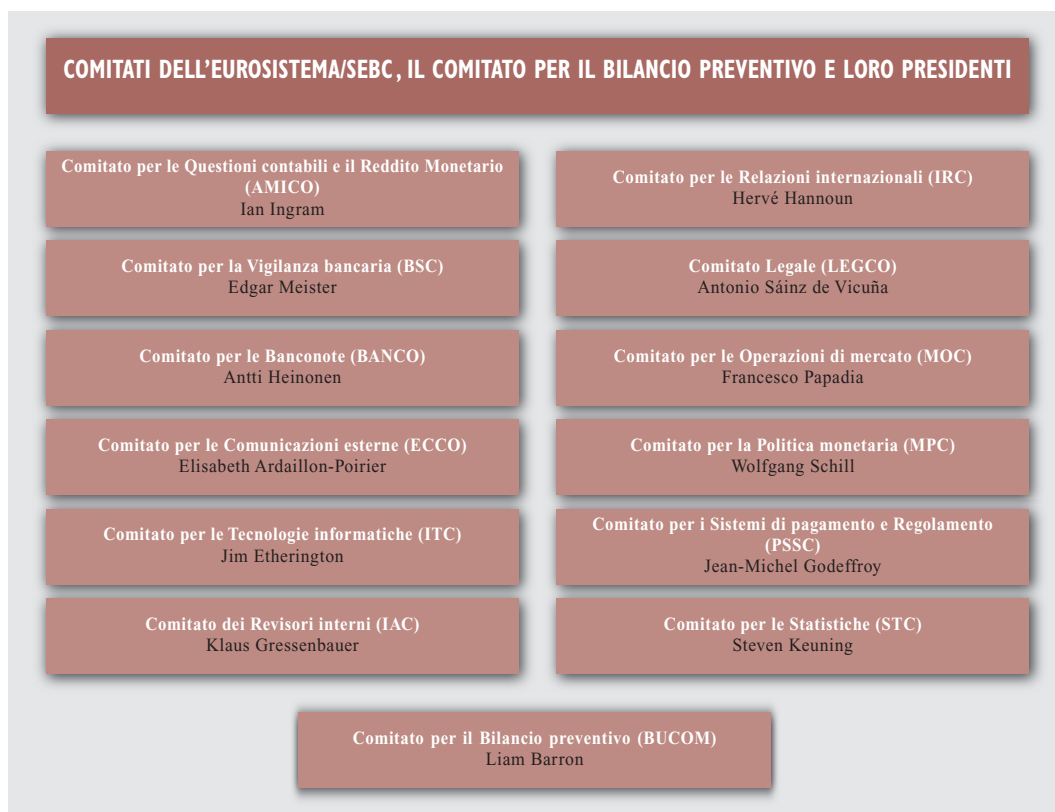
Erkki Liikanen, Zsigmond Járαι,
Christodoulos Christodoulou,
Michael C. Bonello,
Lucas D. Papademos,
Jean-Claude Trichet, Yves Mersch,
Marián Jusko, John Hurley



Jean-Claude Trichet Presidente della BCE
Lucas D. Papademos Vicepresidente della BCE
Bodil Nyboe Andersen
Governatore della Danmarks Nationalbank
Leszek Balcerowicz
Presidente della Narodowy Bank Polski
Michael C. Bonello
Governatore della
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta
Jaime Caruana
Governatore del Banco de España
Christodoulos Christodoulou
Governatore della Banca centrale di Cipro
Vitor Constâncio
Governatore del Banco de Portugal
Antonio Fazio
Governatore della Banca d'Italia
Nicholas C. Garganas
Governatore della Banca di Grecia
Mitja Gaspari
Governatore della Banka Slovenije
Lars Heikensten
Governatore della Sveriges Riksbank
John Hurley
Governatore della Central Bank and
Financial Services Authority of Ireland
Zsigmond Járαι
Presidente della Magyar Nemzeti Bank
Marián Jusko (fino al 31 dicembre 2004)
Governatore della Národná banka Slovenska
Mervyn King Governatore della Bank of England
Vahur Kraft Governatore della Eesti Pank

Klaus Liebscher
Governatore della Oesterreichische Nationalbank
Erkki Liikanen (dal 12 luglio 2004)
Governatore della Suomen Pankki – Finlands Bank
Matti Louekoski (dal 1° aprile all'11 luglio 2004)
Governatore *ad interim* della Suomen Pankki –
Finlands Bank
Yves Mersch
Governatore della Banque centrale du Luxembourg
Christian Noyer
Governatore della Banque de France
Guy Quaden
Governatore della Nationale Bank van België/
Banque Nationale de Belgique
Ilmārs Rimšēvičs
Governatore della Latvijas Banka
Reinoldijus Šarkinas
Presidente del Consiglio di
amministratozione, Lietuvos bankas
Ivan Šramko (dal 1° gennaio 2005)
Governatore della Národná banka Slovenska
Jürgen Stark (dal 7 al 29 aprile 2004)
Presidente *ad interim* della Deutsche Bundesbank
Zdeněk Tůma
Governatore della Česká národní banka
Matti Vanhala (fino al 31 marzo 2004)
Governatore della Suomen Pankki – Finlands Bank
Axel A. Weber (dal 30 aprile 2004)
Presidente della Deutsche Bundesbank
Nout Wellink
Presidente di De Nederlandsche Bank
Ernst Welteke (fino al 6 aprile 2004)
Presidente della Deutsche Bundesbank

1.5 I COMITATI DELL'EUROSISTEMA/SEBC E IL COMITATO PER IL BILANCIO PREVENTIVO



I Comitati dell'Eurosistema/SEBC hanno continuato a svolgere un ruolo importante di supporto agli organi decisionali della BCE nell'espletamento dei loro compiti. Su richiesta sia del Consiglio direttivo sia del Comitato esecutivo, i Comitati hanno fornito la propria consulenza nei rispettivi settori di competenza, agevolando il processo decisionale. La partecipazione in qualità di membri ai Comitati è generalmente riservata al personale delle banche centrali dell'Eurosistema. Nondimeno, le BCN degli Stati membri che non hanno ancora adottato l'euro prendono parte alle riunioni ogniqualvolta vengano esaminate questioni di competenza del Consiglio generale. Ove appropriato, possono essere invitati i rappresentanti di altri organi competenti, come le autorità nazionali di vigilanza nel caso del Comitato per la vigilanza bancaria. Attualmente esistono dodici Comitati dell'Eurosistema/SEBC, tutti istituiti ai sensi dell'articolo 9 del Regolamento interno della BCE.

Il Comitato per il bilancio preventivo, creato ai sensi dell'articolo 15 del Regolamento interno della BCE, assiste il Consiglio direttivo nelle questioni relative al bilancio della BCE.

1.6 IL GOVERNO SOCIETARIO

Oltre agli organi decisionali, il sistema di governo societario della BCE prevede vari livelli di controllo esterni e interni, nonché norme in materia di accesso del pubblico ai documenti della BCE.

LIVELLI ESTERNI DI CONTROLLO

Lo Statuto del SEBC prevede due livelli: quello dei revisori esterni², incaricati di verificare il bilancio della BCE (articolo 27.1 dello

² In base a una gara di appalto tenutasi nel 2002 il mandato quinquennale di revisore esterno della BCE per gli esercizi finanziari dal 2003 al 2007 è stato conferito a KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft.

Statuto del SEBC) e quello della Corte dei conti europea, che verifica l'efficienza operativa della gestione della BCE (articolo 27.2). La relazione annuale della Corte dei conti europea, insieme alla relativa risposta della BCE, sono pubblicate nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea e sul sito Internet della BCE.

Al fine di dare al pubblico la massima garanzia sull'indipendenza dei revisori esterni della BCE, nell'agosto del 2002 il Consiglio direttivo decise di applicare il principio della rotazione delle società di revisione, poi messo in atto nell'ambito della procedura per la nomina del revisore esterno della BCE.

LIVELLI INTERNI DI CONTROLLO

Nel 2004 la Direzione Revisione interna della BCE ha continuato a svolgere incarichi di revisione su mandato del Comitato esecutivo. Il suo mandato è definito dallo Statuto dei revisori della BCE³. Essa verifica e valuta, volta per volta, l'adeguatezza e l'efficacia del sistema di controllo interno della BCE e la qualità del suo operato nell'espletamento delle responsabilità a essa conferite. La Direzione Revisione interna aderisce agli *International Standards for the Professional Practice of Internal Auditing* elaborati dall'Institute of Internal Auditors.

Uno dei Comitati dell'Eurosistema/SEBC, il Comitato dei Revisori interni, composto dai responsabili delle funzioni di *audit* interno presso la BCE e le BCN, è responsabile del coordinamento delle attività ispettive sui progetti e i sistemi operativi congiunti dell'Eurosistema/SEBC.

La struttura di controllo interno della BCE si fonda su un approccio funzionale, in cui ciascuna unità organizzativa (Sezione, Divisione, Direzione o Direzione generale) è responsabile della propria efficienza e del controllo interno. A riguardo le varie unità applicano procedure di controllo operativo nell'ambito delle rispettive aree di responsabilità. È stato ad esempio predisposto un sistema di regole e procedure – noto come “muraglia cinese” – per impedire che le informazioni riservate, quali quelle provenienti

dalle aree responsabili della politica monetaria, giungano ai settori cui spetta la gestione delle riserve valutarie e dei fondi propri della BCE. Oltre ai controlli attuati da ciascuna unità organizzativa, la Direzione Pianificazione e controllo, la Divisione Gestione dei rischi e la Direzione Revisione interna svolgono una funzione consultiva e propositiva in merito alle questioni di controllo relative alla BCE nel suo complesso.

I membri del Consiglio direttivo aderiscono a un Codice di condotta che ne contempla le responsabilità nella salvaguardia dell'integrità e della reputazione dell'Eurosistema e nel mantenimento dell'efficacia del suo funzionamento⁴. Il Consiglio direttivo ha anche nominato un consulente incaricato di fornire assistenza ai suoi membri in merito ad alcuni aspetti di condotta professionale. Inoltre, il Codice di condotta della BCE fornisce indirizzi e parametri di comportamento per il personale della BCE e per i membri del Comitato esecutivo, che nello svolgimento dei loro compiti sono tenuti a conformarsi a elevati standard professionali e deontologici⁵.

Conformemente alle regole in materia di *insider trading*, al personale della BCE e ai membri del Comitato esecutivo è vietato trarre vantaggio da informazioni riservate nella conduzione di operazioni finanziarie private, a proprio rischio e per proprio conto, ovvero a rischio e per conto di terzi⁶. Un Consulente per la deontologia nominato dal Comitato esecutivo assicura un'interpretazione uniforme di tale regolamento.

3 Per promuovere la trasparenza delle misure ispettive adottate in seno alla BCE tale Statuto è pubblicato sul sito Internet della BCE.

4 Cfr. il Codice di condotta per i membri del Consiglio direttivo, GU C 123 del 24.5.2002, pag. 9 e il sito Internet della BCE.

5 Cfr. il Codice di condotta della Banca centrale europea in conformità dell'articolo 11.3 del regolamento interno della Banca centrale europea, GU C 76 dell'8.3.2001, pag. 12 e il sito Internet della BCE.

6 Cfr. la sezione 1.2 delle norme sul personale della BCE, recante le norme in materia di condotta professionale e segreto professionale, GU C 92 del 16.4.2004, pag. 31 e il sito Internet della BCE.

MISURE ANTIFRODE

Nel 1999 il Parlamento europeo e il Consiglio UE hanno adottato un regolamento⁷ (cosiddetto “Regolamento OLAF”) relativo alle indagini condotte dall’Ufficio europeo per la lotta antifrode (OLAF) allo scopo di potenziare la lotta contro frodi, corruzione e ogni altra attività illecita lesiva degli interessi finanziari delle Comunità. Con tale regolamento si istituivano inoltre le indagini interne su casi sospetti di frode condotte dall’OLAF presso le istituzioni, gli organi e gli uffici e agenzie comunitari.

Il regolamento prevedeva che ciascuno di questi enti adottasse le decisioni necessarie affinché l’OLAF fosse in grado di condurre indagini al loro interno. A tal fine, nel giugno del 2004 il Consiglio direttivo ha adottato una decisione⁸, entrata in vigore il 1° luglio 2004, riguardante le condizioni e le modalità delle indagini dell’OLAF in seno alla BCE. La BCE e l’OLAF sono in contatto allo scopo di garantire l’adeguato funzionamento dell’assetto così stabilito per le indagini dell’OLAF.

ACCESSO DEL PUBBLICO AI DOCUMENTI DELLA BCE

Nel marzo del 2004 il Consiglio direttivo ha adottato la Decisione BCE/2004/3 relativa all’accesso del pubblico ai documenti della BCE⁹, volta ad assicurare che l’assetto giuridico della BCE sia coerente con gli obiettivi e i criteri applicati dagli altri organi e istituzioni comunitari in merito all’accesso del pubblico ai rispettivi documenti. La decisione accresce la trasparenza, preservando nel contempo l’indipendenza della BCE e delle BCN e la riservatezza di talune materie proprie dell’espletamento delle funzioni della BCE.

- 7 Regolamento (CE) n. 1073/1999 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 25 maggio 1999, relativo alle indagini svolte dall’Ufficio europeo per la lotta antifrode (OLAF), GU L 136 del 31.5.1999, pag. 1.
- 8 Decisione BCE/2004/11 riguardante le condizioni e le modalità delle indagini dell’Ufficio europeo per la lotta antifrode in seno alla Banca centrale europea in materia di lotta contro le frodi, la corruzione e ogni altra attività illecita lesiva degli interessi finanziari delle Comunità europee e che modifica le condizioni di impiego per il personale della Banca centrale europea, GU L 230 del 30.6.2004, pag. 56. La decisione è stata adottata in risposta alla sentenza della Corte europea di giustizia resa il 10 luglio 2003 nella causa Commissione delle Comunità europee contro BCE (causa C-11/00).
- 9 GU L 80 del 18.3.2004, pag. 42.

2 GLI SVILUPPI ORGANIZZATIVI

2.1 LE RISORSE UMANE

EVOLUZIONE DEL PERSONALE

Alla fine del 2004 il personale della BCE con contratto a tempo indeterminato o a tempo determinato di almeno dodici mesi era pari a 1.314 unità (equivalenti a 1.309 unità a tempo pieno), rispetto a 1.213,5 unità a tempo pieno a fine 2003, a fronte di un totale di posizioni previste per il 2004 di 1.362,5 (a tempo pieno). Il numero medio dei dipendenti della BCE nel 2004 è stato di 1.261 unità, rispetto alle 1.160 unità nel 2003. Sul totale di 1.309 dipendenti, 71 provengono dai dieci nuovi Stati membri dell'UE e hanno un contratto pluriennale. Nel 2004 sono stati assunti 137 dipendenti, mentre 41 hanno lasciato la BCE. Il numero di posizioni a tempo pieno per il 2005 è stato fissato a 1.369,5, pari a un incremento dello 0,5 per cento rispetto al 2004.

Inoltre la BCE ha ospitato 128 esperti provenienti dalle BCN per periodi di durata media pari a circa cinque mesi. Di questi, 63 provenivano dai nuovi Stati membri. Questi incarichi di breve durata si sono dimostrati particolarmente utili sia per la BCE che per le banche centrali dei nuovi Stati membri, a sostegno dei preparativi per l'ampliamento dell'UE e dell'integrazione di tali banche nel SEBC.

Nel corso del 2004, la BCE ha offerto 123 contratti a termine per un periodo inferiore a dodici mesi al fine di sostituire il personale in congedo di maternità, congedo parentale e aspettativa non retribuita, contro 113 contratti nel 2003.

La BCE ha attuato programmi di formazione della durata media di tre mesi rivolti a 172 studenti e laureati, aventi principalmente una formazione economica generale, contro 166 nel 2003; 54 dei tirocinanti provenivano dai nuovi Stati membri, e ulteriori 6 dalla Romania o Bulgaria. Dei 172 tirocinanti, 11 (12 nel 2003) sono stati offerti nel quadro del *Graduate Research Programme*, rivolto ai migliori studenti che stanno terminando il dottorato di ricerca.

Sono inoltre stati ospitati 18 ricercatori (24 nel 2003) nell'ambito del *Research Visitors Programme*, volto allo sviluppo di progetti specifici e di livello elevato nel campo della politica monetaria.

MOBILITÀ INTERNA

Nel 2004, 95 dipendenti hanno assunto un'altra funzione dopo aver presentato una candidatura interna per coprire le posizioni permanenti vacanti. Inoltre, la BCE ha incoraggiato la mobilità interna temporanea: 51 dipendenti hanno svolto compiti diversi per un periodo di tempo limitato al fine di acquisire esperienza o per rispondere a esigenze dell'attività lavorativa urgenti ma temporanee, per poi tornare alle loro funzioni.

MOBILITÀ ESTERNA

Nell'ambito del programma *External Work Experience Scheme*, istituito nel 2003 per sostenere la formazione del personale, i dipendenti possono essere distaccati presso le banche centrali nazionali e altre importanti istituzioni internazionali ed europee. Nel 2004 hanno partecipato a questo programma 7 dipendenti per periodi compresi fra i quattro e i dieci mesi. Inoltre, la BCE accetta richieste volte a ottenere periodi di congedo non retribuito, per una durata massima di tre anni, da parte del personale che intende assumere impieghi presso altre organizzazioni finanziarie collegate: sono 12 i dipendenti che si sono avvalsi di tale opportunità nel 2004. I principi organizzativi dell'Eurosistema, approvati dal Consiglio direttivo e pubblicati nel gennaio 2005, statuiscono che "Lo scambio di risorse umane, conoscenze ed esperienze è promosso da e fra tutti i membri dell'Eurosistema".

ECB IN MOTION

Nell'ottobre 2003 il Comitato esecutivo ha istituito un ufficio incaricato di seguire lo sviluppo e l'attuazione delle misure approvate nell'ambito di un progetto di modifiche organizzative chiamato *ECB in Motion*. Obiettivo dell'iniziativa è di migliorare l'efficienza e l'efficacia organizzative, con interventi in materia di gestione, evoluzione professionale,



comunicazione interna e riduzione della burocrazia. Nel 2004 il progetto ha registrato progressi significativi in tutte e quattro le aree, e l'ufficio di gestione ha presentato il proprio rapporto finale. Considerato che l'impatto di alcune misure verrà avvertito solo nel medio termine, sarà necessario continuare a monitorare i progressi.

REVISIONE DELLA STRATEGIA PER LE RISORSE UMANE

Dal 1998 le priorità della BCE sono state il consolidamento delle sue funzioni, la formulazione e l'attuazione della politica monetaria unica e l'introduzione dell'euro. Ciò ha inevitabilmente fatto sì che la politica in materia di risorse umane si concentrasse sulle competenze tecniche per incarichi specifici. In considerazione di ciò è stata di recente avviata un'approfondita revisione della strategia relativa alle risorse umane, le cui conclusioni sono state presentate nel 2004.

La principale conclusione è che le politiche di reclutamento dovrebbero mettere l'accento su competenze più ampie. Inoltre, è emersa la necessità di rafforzare le politiche di sviluppo del personale e di mobilità, al fine di promuovere le sinergie e ampliare le competenze interne della BCE. La gestione delle risorse umane è stata resa più flessibile, concentrando il reclutamento esterno sul personale all'inizio della carriera in possesso di una formazione più generalistica e utilizzando contratti a tempo determinato per tutti i nuovi dipendenti e le nuove nomine direttive. Queste misure verranno integrate dalla creazione, nel 2005, di un *ECB Graduates' Programme* mirato a neolaureati con una formazione non specifica. È stato introdotto un nuovo livello gerarchico iniziale di direzione al fine di raggiungere un ambito di controllo (*control span*) più ragionevole, dopo la rapida crescita del personale. Le capacità di leadership verranno sviluppate aumentando la formazione e i programmi di *coaching* per i dirigenti. In

base alla dichiarazione sulla missione della BCE, sono stati evidenziati sei valori comuni, per cui sono state elaborate delle definizioni specifiche. Tali valori (competenza, efficacia ed efficienza, integrità, spirito di gruppo, trasparenza, responsabilità per il proprio operato, lavoro per l'Europa) svolgeranno un ruolo fondamentale nelle politiche relative alle risorse umane, insieme a un modello di competenza valido per l'intera BCE e ai relativi profili di competenza che sono in corso di definizione.

GESTIONE DELLA DIVERSITÀ

La gestione della diversità mira a sfruttare le differenze all'interno del personale per creare un ambiente di lavoro produttivo e improntato al rispetto reciproco, in grado di sfruttare al meglio le capacità di ciascuno e conseguire gli obiettivi organizzativi prefissati. La gestione della diversità è un elemento importante per la BCE, considerato che tale istituzione impiega personale proveniente da tutti gli Stati membri dell'UE, collabora attivamente con 25 banche centrali, e opera al servizio di tutta la popolazione europea. Per questi motivi, la BCE sta integrando la gestione della diversità nelle sue attività ordinarie, al fine di assicurare che le competenze individuali del personale ricevano un adeguato riconoscimento e contribuiscano all'alto livello di prestazioni necessario all'adempimento delle sue funzioni.

2.2 LA NUOVA SEDE DELLA BCE

Nel corso del 2004 sono stati compiuti progressi decisivi nella progettazione della nuova sede della BCE. In febbraio una giuria internazionale, presieduta dal Vicepresidente della BCE, ha reso noti i tre progetti risultati vincitori del concorso di progettazione architettonica. Il primo premio è stato assegnato a COOP HIMMELB(L)AU di Vienna, il secondo a ASP Schweger Assoziierte di Berlino e il terzo a 54f architekten + ingenieure di Darmstadt, in

collaborazione con T. R. Hamzah & Yeang di Selangor (Malesia). Tra i dodici candidati, selezionati nel 2003, questi tre studi di architettura hanno risposto nel modo più soddisfacente ai seguenti requisiti imposti dal bando di concorso:

- impatto urbanistico, architettonico e paesaggistico complessivo;
- rispetto delle principali caratteristiche del programma distributivo e funzionale;
- sostenibilità energetica e ambientale e rispetto dei requisiti tecnici imposti dalle linee guida della BCE;
- rispetto delle normative di riferimento, in particolare per quanto attiene alla legislazione in ambito edile ed ambientale.

La nuova sede della BCE sorgerà sul terreno del Grossmarkthalle, un edificio vincolato che ha ospitato in passato il mercato ortofrutticolo all'ingrosso di Francoforte. Una delle principali sfide per gli architetti è consistita nell'incorporare il grande edificio in mattoni rossi all'interno di una moderna struttura adibita a uffici, senza modificarne l'aspetto essenziale.

Successivamente alla proclamazione dei vincitori, il Deutsches Architektur Museum di Francoforte ha ospitato una mostra, per esporre al pubblico le proposte progettuali presentate dai settantuno studi di architettura iscritti al concorso.

Nel marzo 2004 il Consiglio direttivo ha deliberato di invitare i tre studi di architettura premiati a partecipare a una "fase di revisione" delle proposte progettuali, per considerare le raccomandazioni e le richieste avanzate dalla giuria, dalla BCE e dal Comune di Francoforte.

Il Comune, dopo aver venduto nel 2002 il terreno alla BCE e successivamente al trasferimento del mercato in una nuova sede, ha avviato i lavori di sgombero del lotto del Grossmarkthalle, in vista del definitivo passaggio

dello stesso nella disponibilità della BCE, perfezionatosi nel dicembre 2004. In ottemperanza al vincolo di tutela, è stata posta la massima cura per assicurare che l'edificio centrale nonché l'ala orientale e quella occidentale rimanessero intatti. Sono state, altresì, preservate le aree del lotto idonee alla costruzione di un monumento e di uno spazio di informazione in memoria della deportazione dei cittadini ebrei dal Grossmarkthalle. La BCE, la Comunità ebraica di Francoforte e il Comune di Francoforte hanno determinato di bandire, operando in stretta collaborazione, un concorso per la progettazione di un monumento commemorativo. La pubblicazione del bando è programmata per la fine del 2005.

In merito alla progettazione per la futura sede della BCE, il 13 gennaio 2005, il Consiglio direttivo, dopo attenta valutazione e a seguito di approfondite discussioni, è venuto nella determinazione di affidare l'incarico a COOP HIMMELB(L)AU. Sulla base dei criteri di selezione, dei punti di forza e di debolezza dei tre lavori premiati, il progetto revisionato di COOP HIMMELB(L)AU è quello che meglio soddisfa i requisiti tecnici e funzionali imposti dalla BCE, con prerogative che rispecchiano i valori propri dell'Istituzione, riuscendo a tradurli in linguaggio architettonico. La decisione conferma il giudizio espresso dalla giuria internazionale, che ha assegnato a questo progetto il primo premio. Il prossimo passo consisterà in un'opera di "ottimizzazione" del progetto che sarà nuovamente sottoposto a revisione, in particolare per minimizzarne i costi e garantire l'impiego ottimale delle risorse. Ulteriori dettagli relativi al concorso e al progetto vincitore sono reperibili sul sito Internet della BCE.

3 IL “DIALOGO SOCIALE” NELL’AMBITO DEL SEBC

Il Dialogo sociale nell’ambito del SEBC è un forum consultivo cui partecipano la BCE e i rappresentanti del personale provenienti da tutte le banche centrali del SEBC e dalle federazioni sindacali europee; il suo obiettivo è di favorire l’informazione e il dibattito sulle decisioni del Consiglio generale e del Consiglio direttivo che possono avere maggiore impatto sulla situazione del lavoro nelle banche centrali del SEBC.

Il nono incontro del Dialogo sociale ha accolto i rappresentanti del personale delle banche centrali di sette dei nuovi Stati membri dell’UE. I partecipanti hanno confermato il loro impegno nel processo di integrazione nel SEBC in generale, e il loro coinvolgimento nel Dialogo sociale in particolare, e la BCE ha esortato le banche centrali di tutti i nuovi Stati membri ad agevolare la partecipazione dei relativi rappresentanti.

I principali temi all’ordine del giorno nel nono e decimo incontro sono stati Target2, la produzione di banconote e l’attuazione del Piano d’azione per i servizi finanziari della Commissione europea. Sono poi stati affrontati temi di carattere più generale, quali le modalità con cui promuovere una identità condivisa e favorire la collaborazione sulla base di principi comuni. La BCE ha confermato l’impegno del SEBC a offrire servizi di banca centrale di elevata qualità al più basso costo possibile, e quindi con efficienza ed efficacia. I partecipanti sono stati informati circa l’adozione da parte del Consiglio direttivo di una dichiarazione sulla missione, gli obiettivi strategici e i principi organizzativi dell’Eurosistema. I rappresentanti dei dipendenti hanno sottolineato l’importanza di un loro coinvolgimento nello sviluppo di tali aspetti e del rispetto delle differenze culturali fra banche centrali. Infine, in occasione del decimo incontro, la BCE e i rappresentanti del personale hanno riaffermato l’importanza di questo forum consultivo.

4 IL BILANCIO DELLA BCE

RELAZIONE SULLA GESTIONE PER L'ESERCIZIO TERMINATO IL 31 DICEMBRE 2004

1 PRINCIPALI ATTIVITÀ SVOLTE

Le attività svolte nel 2004 dalla Banca centrale europea sono illustrate in dettaglio nei capitoli attinenti del Rapporto annuale.

2 CONTI FINANZIARI

Conformemente all'articolo 26.2 dello Statuto del SEBC, il bilancio della BCE è redatto dal Comitato esecutivo secondo i principi stabiliti dal Consiglio direttivo. Il bilancio viene quindi approvato dal Consiglio direttivo e in seguito pubblicato.

3 RISULTATI FINANZIARI

Il bilancio della BCE per l'esercizio terminato il 31 dicembre 2004 (cfr. pagg. 190-207) mostra una perdita netta di 1.636 milioni di euro, a fronte di una perdita netta di 477 milioni nel 2003. Come per lo scorso esercizio, tale perdita è principalmente riconducibile al persistente rafforzamento del valore esterno dell'euro, che ha comportato la diminuzione del controvalore in euro delle attività denominate in dollari statunitensi detenute dalla BCE. La perdita netta tiene conto di tutti i redditi della BCE, incluso un importo di 733 milioni di euro riveniente dalle banconote in euro in circolazione. Nel 2004 gli interessi attivi netti della BCE hanno continuato a risentire dei livelli storicamente bassi dei tassi di interesse sia in euro che in valuta estera.

Poiché la maggior parte delle attività e passività della BCE è soggetta a valutazioni periodiche ai tassi di cambio correnti e ai prezzi di mercato dei titoli, la redditività della BCE dipende fortemente dall'esposizione ai rischi di cambio e, in misura minore, di tasso di interesse. Tale esposizione è principalmente connessa con l'elevato ammontare di riserve ufficiali dell'Eurosistema detenute dalla BCE, che sono investite in strumenti finanziari fruttiferi.

I criteri armonizzati di rilevazione contabile e di redazione del bilancio adottati dalla BCE e dall'Eurosistema, illustrati nella nota integrativa del bilancio, sono stati concepiti per tenere conto di questi notevoli rischi e sono essenzialmente improntati al principio della prudenza. In particolare, sono tesi ad assicurare che le plusvalenze non realizzate derivanti dalla rivalutazione di attività e passività non siano imputate come componenti positive di reddito e non figurino pertanto come utili distribuibili. Le minusvalenze non realizzate risultanti dalle valutazioni sono invece imputate al conto economico a fine esercizio.

Le riserve ufficiali della BCE sono denominate per la maggior parte in dollari statunitensi, ma comprendono anche consistenze in yen giapponesi, oro e DSP. L'euro si è apprezzato nei confronti del dollaro statunitense, portandosi da 1,2630 dollari del 31 dicembre 2003 a 1,3621 dollari del 31 dicembre 2004 (con un incremento di circa l'8 per cento), e in misura minore anche dello yen giapponese. Di conseguenza, la valutazione delle consistenze nette detenute in tali unità monetarie ha dato luogo a una diminuzione di 2,1 miliardi del loro controvalore in euro.

Alla fine del 2004 la BCE presentava un organico di 1.309 dipendenti (di cui 131 dirigenti), a fronte di 1.213 unità dell'anno precedente. L'incremento registrato nel 2004 è principalmente ascrivibile all'allargamento dell'UE. Per maggiori informazioni si rimanda alla sezione 2 del capitolo 8 del Rapporto annuale, dal titolo "Gli sviluppi organizzativi", e alle "Note al conto economico" del bilancio.

Rispetto all'esercizio 2003 le spese di amministrazione totali della BCE, inclusi gli ammortamenti, si sono accresciute del 18 per cento, passando da 316 a 374 milioni di euro. L'incremento è essenzialmente riconducibile all'aggravio degli obblighi della BCE connessi con il fondo pensioni sulla base del calcolo attuariale, che ha notevolmente contribuito all'aumento delle spese per il personale, da 130 a 161 milioni di euro. Nel 2004 gli emolumenti corrisposti ai

membri del Comitato esecutivo della BCE ammontano in totale a 2,1 milioni di euro (2,0 milioni nel 2003).

Circa 90 milioni di euro sono stati investiti in immobilizzazioni materiali. La componente principale, per un importo di circa 61 milioni di euro, è rappresentata dal costo capitalizzato del terreno per la nuova sede della BCE, in seguito al pagamento dell'ultima rata.

Copertura della perdita registrata dalla BCE nell'esercizio finanziario 2004

L'11 marzo 2005 il Consiglio direttivo ha deciso di ripianare la perdita d'esercizio utilizzando, in primo luogo, l'intero ammontare rimanente nel fondo di riserva generale, pari a circa 296 milioni di euro e, in secondo luogo, il reddito monetario delle BCN, per un importo di circa 1.340 milioni di euro, ai sensi dell'articolo 33.2 dello Statuto del SEBC. La quota del reddito monetario delle BCN destinata a tale uso risulta pari a circa il 15 per cento del reddito monetario totale dell'Eurosistema. La copertura della perdita, autorizzata in linea di principio dal Consiglio direttivo prima della chiusura del bilancio delle BCN per il 2004, si riflette quindi anche nei profitti di queste ultime per tale esercizio. Per quanto concerne il trasferimento del reddito monetario, il contributo di ciascuna BCN è proporzionale alla rispettiva quota nel capitale della BCE.

4 MODIFICHE APPORTATE ALLA STRUTTURA DEL CAPITALE DELLA BCE NEL 2004

L'articolo 29.3 dello Statuto del SEBC prevede un adeguamento quinquennale delle quote assegnate alle BCN nell'ambito dello schema per la sottoscrizione del capitale della BCE. La prima rettifica successiva all'istituzione della BCE ha avuto luogo il 1° gennaio 2004. Il 1° maggio dello stesso anno è stato effettuato un secondo adeguamento, reso necessario dall'adesione di dieci nuovi Stati membri all'Unione europea. Nell'insieme, le due modifiche hanno avuto i seguenti effetti:

- (a) riduzione della ponderazione complessiva assegnata alle BCN dei paesi dell'area dell'euro nello schema di sottoscrizione del capitale della BCE;
- (b) contestuale diminuzione dei crediti delle BCN dei paesi dell'area dell'euro nei confronti della BCE derivanti dal trasferimento di riserve ufficiali al momento dell'ingresso nell'area dell'euro;
- (c) incremento dei contributi al capitale versato da parte delle BCN dei paesi non appartenenti all'area dell'euro, a seguito dell'adesione di dieci nuovi Stati membri e dell'aumento, dal 5 al 7 per cento, della percentuale minima versata del capitale sottoscritto dalle BCN dei tredici paesi non appartenenti all'area dell'euro.

Per ulteriori informazioni si veda la nota 15 del bilancio.

5 ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO E GESTIONE DEI RISCHI

Il portafoglio di riserve ufficiali della BCE, costituito dalle attività di riserva ad essa trasferite dalle BCN dell'Eurosistema ai sensi dell'articolo 30 dello Statuto del SEBC e dai relativi redditi, consente alla BCE di finanziare le proprie operazioni sul mercato dei cambi per le finalità previste dal Trattato.

I fondi propri della BCE comprendono gli investimenti a fronte del capitale versato, del fondo di riserva generale e dei relativi proventi accumulati in passato. Lo scopo di tale portafoglio è fornire alla BCE un margine di riserva a fronte di eventuali perdite.

Le attività di investimento della BCE e la gestione dei rischi associati sono descritte in modo più approfondito nel capitolo 2 del Rapporto annuale.

6 GOVERNO SOCIETARIO DELLA BCE

L'argomento viene trattato nel capitolo 8 del Rapporto annuale.

7 RISORSE UMANE

La strategia seguita dalla BCE al riguardo è illustrata, unitamente a ulteriori informazioni sul numero di dipendenti, nel capitolo 8 del Rapporto annuale.

STATO PATRIMONIALE AL 31 DICEMBRE 2004

| ATTIVO | NOTA N. | 2004 € | 2003 € |
|---|----------|-----------------------|-----------------------|
| Oro e crediti in oro | 1 | 7.928.308.842 | 8.145.320.117 |
| Crediti denominati in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro | 2 | | |
| Crediti verso l'FMI | | 163.794.845 | 211.651.948 |
| Conti presso banche e investimenti in titoli, prestiti esteri e altre attività sull'estero | | 26.938.993.980 | 28.593.384.857 |
| | | 27.102.788.825 | 28.805.036.805 |
| Crediti denominati in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro | 2 | 2.552.016.565 | 2.799.472.504 |
| Crediti denominati in euro verso non residenti nell'area dell'euro | 3 | | |
| Conti presso banche, investimenti in titoli e prestiti | | 87.660.507 | 474.743.402 |
| Altri crediti denominati in euro verso enti creditizi dell'area dell'euro | 4 | 25.000 | 25.000 |
| Crediti interni all'Eurosistema | 5 | | |
| Crediti derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema | | 40.100.852.165 | 34.899.471.205 |
| Altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti) | | 3.410.918.324 | 4.599.894.403 |
| | | 43.511.770.489 | 39.499.365.608 |
| Altre attività | 6 | | |
| Immobilizzazioni materiali | | 187.318.304 | 128.911.950 |
| Altre attività finanziarie | | 6.428.319.567 | 5.573.756.258 |
| Ratei e risconti attivi | | 770.894.480 | 590.646.023 |
| Varie | | 6.933.022 | 37.791.421 |
| | | 7.393.465.373 | 6.331.105.652 |
| Perdita dell'esercizio | | 1.636.028.702 | 476.688.785 |
| Totale attivo | | 90.212.064.303 | 86.531.757.873 |

| PASSIVO | NOTA N. | 2004 € | 2003 € |
|--|-----------|-----------------------|-----------------------|
| Banconote in circolazione | 7 | 40.100.852.165 | 34.899.471.205 |
| Passività denominate in euro verso altri residenti nell'area dell'euro | 8 | 1.050.000.000 | 1.065.000.000 |
| Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro | 9 | 137.462.706 | 146.867.501 |
| Passività denominate in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro | 10 | 4.967.080 | 0 |
| Passività denominate in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro | 10 | | |
| Depositi, conti di natura diversa e altre passività | | 1.254.905.957 | 1.452.432.822 |
| Passività interne all'Eurosistema | 11 | | |
| Passività equivalenti al trasferimento di riserve ufficiali | | 39.782.265.622 | 40.497.150.000 |
| Altre passività | 12 | | |
| Ratei e risconti passivi | | 1.136.708.542 | 1.162.299.071 |
| Varie | | 327.802.782 | 174.890.973 |
| | | 1.464.511.324 | 1.337.190.044 |
| Accantonamenti | 13 | 110.636.285 | 87.195.777 |
| Conti di rivalutazione | 14 | 1.921.117.190 | 2.176.464.065 |
| Capitale e riserve | 15 | | |
| Capitale | | 4.089.277.550 | 4.097.229.250 |
| Riserve | | 296.068.424 | 772.757.209 |
| | | 4.385.345.974 | 4.869.986.459 |
| Totale passivo | | 90.212.064.303 | 86.531.757.873 |

CONTO ECONOMICO PER L'ESERCIZIO TERMINATO IL 31 DICEMBRE 2004

| | NOTA N. | 2004 € | 2003 € |
|--|--------------------|------------------------|------------------------|
| Interessi attivi sulle riserve ufficiali | | 422.418.698 | 541.294.375 |
| Interessi attivi derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema | | 733.134.472 | 698.245.187 |
| Altri interessi attivi | | 1.456.650.188 | 1.449.963.923 |
| <i>Interessi attivi</i> | | <i>2.612.203.358</i> | <i>2.689.503.485</i> |
| Remunerazione dei crediti delle BCN relativamente alle riserve ufficiali trasferite | | (693.060.433) | (807.683.148) |
| Altri interessi passivi | | (1.229.369.015) | (1.166.693.660) |
| <i>Interessi passivi</i> | | <i>(1.922.429.448)</i> | <i>(1.974.376.808)</i> |
| Interessi attivi netti | 18 | 689.773.910 | 715.126.677 |
| Utili e perdite realizzati rivenienti da operazioni finanziarie | 19 | 136.045.810 | 525.260.622 |
| Svalutazioni di attività e di posizioni finanziarie | 20 | (2.093.285.109) | (3.972.689.560) |
| Accantonamenti ai/utilizzi dei fondi per rischi di cambio e di prezzo | | 0 | 2.568.708.838 |
| Risultato netto di operazioni finanziarie, svalutazioni e trasferimenti ai/dai fondi rischi | | (1.957.239.299) | (878.720.100) |
| Spese nette per provvigioni e commissioni | 21 | (261.517) | (63.466) |
| Altri proventi | 22 | 5.956.577 | 2.911.280 |
| Proventi totali netti | | (1.261.770.329) | (160.745.609) |
| Spese per il personale | 23 & 24 | (161.192.939) | (129.886.988) |
| Spese di amministrazione | 25 | (176.287.651) | (153.549.282) |
| Ammortamento di immobilizzazioni materiali | | (33.655.824) | (30.410.140) |
| Servizi di produzione di banconote | 26 | (3.121.959) | (2.096.766) |
| Perdita dell'esercizio | | (1.636.028.702) | (476.688.785) |

Francoforte sul Meno, 4 marzo 2005

BANCA CENTRALE EUROPEA

Jean-Claude Trichet
Presidente

CRITERI DI RILEVAZIONE CONTABILE E DI REDAZIONE DEL BILANCIO¹

FORMA E PRESENTAZIONE DEL BILANCIO

Il bilancio della Banca centrale europea (BCE) è stato predisposto in modo da rappresentare correttamente la situazione patrimoniale e finanziaria della BCE e il risultato economico di esercizio. Esso è conforme ai principi e criteri contabili² di seguito delineati, che il Consiglio direttivo della BCE ritiene adeguati alla natura dell'attività di una banca centrale.

PRINCIPI CONTABILI

Sono stati applicati i seguenti principi contabili: trasparenza e aderenza alla realtà economica, prudenza, considerazione degli eventi successivi alla data di riferimento del bilancio, rilevanza, competenza, prospettiva della continuazione dell'attività (cosiddetta "azienda in funzionamento"), coerenza e comparabilità.

CRITERI GENERALI

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

ORO E ATTIVITÀ E PASSIVITÀ IN VALUTA ESTERA

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

La valutazione al prezzo di mercato viene condotta distintamente da quella al tasso di cambio.

L'oro è valutato al prezzo di mercato che si registra a fine esercizio. Non si opera alcuna distinzione fra le differenze di valutazione attinenti al prezzo e quelle relative al tasso di cambio. Viene infatti contabilizzata un'unica valutazione sulla base del prezzo in euro per oncia di

fino, calcolato con riferimento al tasso di cambio dell'euro nei confronti del dollaro statunitense al 31 dicembre 2004.

TITOLI

Tutti i titoli negoziabili e le altre attività simili sono valutati singolarmente, sulla base dei prezzi medi di mercato alla data di riferimento del bilancio. Per l'esercizio terminato il 31 dicembre 2004 sono stati applicati i prezzi medi di mercato al 30 dicembre. I titoli non negoziabili sono valutati al costo.

RILEVAZIONE DELLE RENDITE E DELLE SPESE

Le rendite e le spese vengono rilevate nel periodo in cui sono state, rispettivamente, conseguite e sostenute. Gli utili e le perdite realizzati derivanti dalla vendita di valuta estera, oro e titoli sono calcolati sulla base del costo medio dell'attività e vengono iscritti nel conto economico.

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

Le minusvalenze (non realizzate) sono iscritte nel conto economico se eccedenti rispetto a preesistenti rivalutazioni registrate nel corrispondente conto di rivalutazione. Le minusvalenze (non realizzate) su uno specifico titolo, una specifica valuta o sull'oro non sono compensate con plusvalenze (non realizzate) su altre specie di titoli, valute oppure oro. A fine anno, in caso di minusvalenze (non realizzate), il costo medio viene ridotto in linea con il tasso di cambio e/o il prezzo di mercato di fine esercizio.

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

1 I criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio della BCE sono stati definiti in dettaglio dal Consiglio direttivo con Decisione BCE/2002/11 del 5 dicembre 2002, GU L 58 del 3.3.2003, pagg. 38-59.

2 Tali principi e criteri sono coerenti con il disposto dell'articolo 26.4 dello Statuto del SEBC, che prevede l'armonizzazione delle norme per la rilevazione e la rendicontazione contabili delle operazioni dell'Eurosistema.

OPERAZIONI TEMPORANEE

Un'operazione di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine consiste nella cessione di titoli a fronte di contante con l'impegno contestuale a riacquistarli a un prezzo concordato e a una data futura prefissata. Tali operazioni sono registrate nel passivo dello stato patrimoniale e generano interessi passivi nel conto economico. I titoli oggetto di queste transazioni restano iscritti nella situazione patrimoniale della BCE.

Un'operazione di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine consiste in un acquisto di titoli a fronte di contante con l'impegno contestuale a rivenderli alla controparte a un prezzo concordato e a una data futura prefissata. Tali operazioni sono registrate nell'attivo dello stato patrimoniale, ma non sono incluse nei titoli detenuti dalla BCE e danno origine a interessi attivi nel conto economico.

Le operazioni temporanee, comprese quelle di prestito in titoli, condotte nell'ambito di un programma di prestito titoli automatizzato sono contabilizzate nello stato patrimoniale soltanto nel caso in cui la garanzia venga fornita alla BCE in contanti per tutta la durata dell'operazione. Nel 2004 la BCE non ha ricevuto alcuna garanzia rispondente a tali requisiti.

OPERAZIONI "FUORI BILANCIO"

Le operazioni "fuori bilancio" in valuta, cioè gli acquisti e le vendite a termine di valuta, gli impegni a termine nell'ambito di *swap* in valuta e le altre operazioni comportanti lo scambio di una valuta contro un'altra a una data futura, concorrono a determinare la posizione netta in valuta ai fini del calcolo degli utili o delle perdite in cambi. Le operazioni "fuori bilancio" su tassi di interesse sono valutate separatamente l'una dall'altra. Le posizioni in essere in *future* su tassi di interesse sono registrate in conti "fuori bilancio". I movimenti giornalieri dei margini di variazione sono iscritti nel conto economico.

FATTI CONTABILI RILEVANTI SUCCESSIVI ALLA DATA DI RIFERIMENTO DEL BILANCIO

Le attività e le passività sono oggetto di aggiustamenti relativi a eventi che si manifestano fra

la data di riferimento del bilancio annuale e quella in cui esso viene approvato dal Consiglio direttivo 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 E SALDI INTERNI ALL'Eurosistema

Le transazioni intra-SEBC sono operazioni transfrontaliere tra due banche centrali dell'Unione europea (UE); hanno luogo principalmente tramite Target, il sistema transeuropeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale (cfr. capitolo 2), e danno origine a saldi bilaterali in appositi conti detenuti tra le banche centrali dell'UE collegate a Target. Questi saldi sono quindi compensati per novazione con la BCE su base giornaliera, con la conseguenza che ogni BCN presenta un'unica posizione bilaterale netta verso la sola BCE. Tale posizione, appostata nei conti della BCE, rappresenta il credito o il debito netto di ciascuna BCN nei confronti del resto del SEBC.

I saldi intra-SEBC delle BCN dei paesi appartenenti all'area dell'euro nei confronti della BCE (ad eccezione di quelli afferenti il capitale della BCE e il trasferimento di riserve ufficiali alla stessa) sono indicati come crediti/debiti interni all'Eurosistema e vengono esposti nella situazione patrimoniale della BCE in un'unica posizione netta attiva o passiva.

I saldi interni all'Eurosistema rivenienti dall'allocazione dei biglietti in euro nell'ambito dell'Eurosistema confluiscono in un'unica posizione netta attiva, alla voce "Crediti derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema" (cfr. la sezione *Banconote in circolazione* nelle presenti note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

I saldi intra-SEBC delle BCN dei paesi non partecipanti all'area dell'euro (Danmarks Nationalbank, Sveriges Riksbank e Bank of England) nei confronti della BCE sono iscritti alla voce "Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro".

IMMOBILIZZAZIONI

Le immobilizzazioni (salvo i terreni) sono valutate al prezzo di costo, dedotto l'ammortamento. I terreni sono valutati al costo. L'ammortamento è calcolato sulla base di quote costanti a partire dal trimestre successivo all'acquisizione, per tutta la "durata economica presunta" del bene. In particolare:

| | |
|--|---|
| Computer, relativo hardware/software e automezzi | 4 anni |
| Impianti, mobili e attrezzature | 10 anni |
| Spese capitalizzate per fabbricati e opere di rinnovamento | 25 anni |
| Immobilizzazioni con costo inferiore a 10.000 euro | Interamente imputate al conto economico nell'anno di acquisto |

Con riferimento alle spese capitalizzate per fabbricati e opere di rinnovamento relative ai locali attualmente occupati dalla BCE, il periodo di ammortamento è stato ridotto in modo da assicurare l'imputazione integrale di tali attività a conto economico prima del trasferimento della BCE nella propria sede definitiva.

PIANO PENSIONISTICO DELLA BCE

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 nelle note allo stato patrimoniale. Le plusvalenze e le minusvalenze sulle attività del fondo pensioni vengono iscritte rispettivamente come rendite e spese del piano pensionistico nell'esercizio in cui esse insorgono. Le prestazioni da corrispondere a valere sul conto relativo alle prestazioni fondamentali, alimentato dai contributi della BCE, riflettono anche l'esistenza di minimi garantiti a integrazione delle prestazioni a contribuzione definita.

BANCONOTE IN CIRCOLAZIONE

L'emissione delle banconote in euro spetta alla BCE e alle dodici BCN dell'area dell'euro, che assieme costituiscono l'Eurosistema³. L'ammontare complessivo dei biglietti in euro in circolazione è ripartito fra le banche centrali del-

l'Eurosistema l'ultimo giorno lavorativo di ogni mese sulla base dello schema di allocazione delle banconote⁴. Alla BCE è stata attribuita una quota pari all'8 per cento del valore totale dei biglietti in euro in circolazione, che viene iscritta nello stato patrimoniale alla voce "Banconote in circolazione" del passivo. La quota della BCE sul totale delle banconote in euro emesse trova contropartita nei crediti nei confronti delle BCN. Tali crediti, di natura fruttifera⁵, sono esposti alla voce "Crediti interni all'Eurosistema: crediti derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema" (cfr. la sezione *Saldi intra-SEBC e saldi interni all'Eurosistema* nelle presenti note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio). Gli interessi attivi confluiscono nella voce "Interessi attivi netti". Il Consiglio direttivo ha deciso che tale reddito sarà riconosciuto separatamente alle BCN mediante una distribuzione provvisoria di utili dopo la fine di ciascun trimestre⁶. Esso sarà integralmente dovuto salvo il caso in cui l'utile netto della BCE per l'esercizio sia inferiore al reddito riveniente dalle banconote in euro in circolazione, e fatta salva qualsiasi decisione del Consiglio direttivo di ridurre il reddito stesso per tenere conto di costi sopportati dalla BCE in relazione all'emissione e alla gestione operativa delle banconote in euro.

3 Decisione della Banca centrale europea, del 6 dicembre 2001, relativa all'emissione delle banconote in euro (BCE/2001/15), GU L 337 del 20.12.2001, pagg. 52-54, modificata dalla Decisione BCE/2003/23, GU L 9 del 15.1.2004, pagg. 40-41 e dalla Decisione BCE/2004/9, GU L 205 del 9.6.2004, pagg. 17-18.

4 Per "schema di allocazione delle banconote" si intendono le percentuali che risultano tenendo conto della quota della BCE sul totale delle banconote in euro emesse e applicando le quote di capitale sottoscritto alla quota delle BCN in detto totale.

5 Decisione della Banca centrale europea, del 6 dicembre 2001, relativa alla distribuzione del reddito monetario delle banche centrali nazionali degli Stati membri partecipanti a partire dall'esercizio finanziario 2002 (BCE/2001/16), GU L 337 del 20.12.2001, pagg. 55-61, modificata dalla Decisione BCE/2003/22, GU L 9 del 15.01.2004, pag. 39.

6 Decisione della Banca centrale europea, del 21 novembre 2002, relativa alla distribuzione alle banche centrali nazionali degli Stati membri partecipanti del reddito della Banca centrale europea derivante dalle banconote in euro in circolazione (BCE/2002/9), GU L 323 del 28.11.2002, pagg. 49-50.

ALTRE INFORMAZIONI

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

Ai sensi dell'articolo 27 dello Statuto del SEBC e sulla base di una raccomandazione del Consiglio direttivo della BCE, il Consiglio dell'Unione europea ha approvato la designazione della KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft quale revisore esterno della Banca centrale europea per un periodo di cinque anni che si concluderà al termine dell'esercizio finanziario 2007.

NOTE ALLO STATO PATRIMONIALE

I ORO E CREDITI IN ORO

La BCE detiene 24,7 milioni di once di oro fino (lo stesso quantitativo del 2003). Nel corso del 2004 non è stata effettuata alcuna operazione in oro; la variazione di questa voce nello stato patrimoniale rispetto al 2003 è dovuta alla valutazione di fine anno di tali consistenze (cfr. la sezione *Oro e attività e passività in valuta estera* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

2 CREDITI DENOMINATI IN VALUTA ESTERA VERSO RESIDENTI E NON RESIDENTI NELL'AREA DELL'EURO

Crediti verso l'FMI

Questa voce dell'attivo rappresenta la quota detenuta dalla BCE di diritti speciali di prelievo (DSP) al 31 dicembre 2004, risultante da un accordo di scambio con il Fondo monetario internazionale (FMI) in base al quale quest'ultimo è autorizzato a eseguire operazioni di vendita e acquisto di DSP contro euro, per conto della BCE, entro un livello minimo e uno massimo di quote detenute. Il DSP è definito in termini di un paniere di valute, il cui valore è derivato dalla somma ponderata dei tassi di cambio delle quattro valute principali (dollaro statunitense, euro, sterlina britannica e yen giapponese). A fini contabili, i DSP sono trattati come una divisa estera (cfr. la sezione *Oro e attività e passività in valuta estera* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

Conti presso banche e investimenti in titoli, prestiti esteri e altre attività sull'estero *Crediti denominati in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro*

Questi crediti sono rappresentati da conti presso banche, prestiti denominati in valuta estera e investimenti in titoli denominati in dollari statunitensi e yen giapponesi.

| <i>Crediti verso non residenti nell'area dell'euro</i> | 2004 € | 2003 € | Variazione € |
|--|----------------|----------------|-----------------|
| Conti correnti | 2.682.171.017 | 1.365.187.080 | 1.316.983.937 |
| Depositi del mercato monetario | 848.227.002 | 1.197.220.582 | (348.993.580) |
| Operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine | 2.408.046.989 | 3.834.025.154 | (1.425.978.165) |
| Investimenti in titoli | 21.000.548.972 | 22.196.952.041 | (1.196.403.069) |
| Totale | 26.938.993.980 | 28.593.384.857 | (1.654.390.877) |

| <i>Crediti verso residenti nell'area dell'euro</i> | 2004 € | 2003 € | Variazione € |
|--|---------------|---------------|-----------------|
| Conti correnti | 26.506 | 26.740 | (234) |
| Depositi del mercato monetario | 2.547.022.979 | 2.799.445.764 | (252.422.785) |
| Operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine | 4.967.080 | 0 | 4.967.080 |
| Totale | 2.552.016.565 | 2.799.472.504 | (247.455.939) |

La riduzione di queste posizioni nel 2004 è principalmente riconducibile alla valutazione di fine anno delle attività denominate in dollari statunitensi detenute dalla BCE. Il deprezzamento del dollaro statunitense e, in misura minore, dello yen giapponese nei confronti dell'euro ha determinato una significativa diminuzione del loro controvalore in euro (cfr. le sezioni *Oro e attività e passività in valuta estera* e *Rilevazione delle rendite e delle spese* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

3 CREDITI DENOMINATI IN EURO VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA DELL'EURO

Questa voce dell'attivo comprende i depositi bancari in essere con non residenti nell'area dell'euro alla data del 31 dicembre 2004.

4 ALTRI CREDITI DENOMINATI IN EURO VERSO ENTI CREDITIZI DELL'AREA DELL'EURO

La voce è rappresentata da un deposito bancario in essere con un residente nell'area dell'euro alla data del 31 dicembre 2004.

5 CREDITI INTERNI ALL'EUROSISTEMA

Crediti derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema

La voce include i crediti della BCE nei confronti delle BCN dei paesi dell'area dell'euro relativi all'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema (cfr. la sezione *Banconote in circolazione* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

Altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti)

In questa voce confluiscono i saldi Target delle BCN dei paesi dell'area dell'euro nei confronti della BCE, nonché gli importi dovuti nel quadro della distribuzione provvisoria degli utili della BCE derivanti dalle banconote. Con riferimento alla distribuzione provvisoria, il saldo a debito delle BCN dell'area dell'euro alla data del 31 dicembre 2004 è pari a 536 milioni di euro. Tale ammontare rappresenta le distribuzioni provvisorie corrisposte alle BCN dell'area per

| | 2004 € | 2003 € |
|---|------------------|------------------|
| Saldi Target a debito delle BCN dei paesi dell'area dell'euro | 64.024.554.579 | 49.646.309.854 |
| Saldi Target a credito delle BCN dei paesi dell'area dell'euro | (61.149.859.140) | (45.579.175.620) |
| Posizione Target netta | 2.874.695.439 | 4.067.134.234 |
| Saldi a debito/(credito) delle BCN dei paesi dell'area dell'euro nel quadro della distribuzione provvisoria degli utili della BCE derivanti dalle banconote | 536.222.885 | 532.760.169 |
| Altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti) | 3.410.918.324 | 4.599.894.403 |

i primi tre trimestri dell'esercizio e successivamente restituite alla BCE (cfr. la sezione *Banconote in circolazione* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio e la nota 18 nella sezione *Note al conto economico*).

6 ALTRE ATTIVITÀ

Immobilizzazioni materiali

Principali voci iscritte al 31 dicembre 2004:

| | Valore netto contabile al 31 dicembre 2004 € | Valore netto contabile al 31 dicembre 2003 € | Variazione € |
|--|---|---|-------------------|
| Terreni e fabbricati | 135.997.016 | 54.929.962 | 81.067.054 |
| Computer | 43.089.388 | 45.407.622 | (2.318.234) |
| Impianti, mobili, attrezzature all'interno degli edifici e automezzi | 3.809.292 | 2.149.813 | 1.659.479 |
| Immobilizzazioni in corso | 3.215.050 | 23.259.861 | (20.044.811) |
| Altre immobilizzazioni | 1.207.558 | 3.164.692 | (1.957.134) |
| Totale | 187.318.304 | 128.911.950 | 58.406.354 |

Il principale incremento, relativo alla voce "Terreni e fabbricati", è riconducibile:

- all'acquisto del terreno per la sede definitiva della BCE. Il prezzo minimo di acquisto, basato su una superficie coperta edificabile predefinita, era stato fissato in 61,4 milioni di euro, pagabili a rate entro e non oltre il 31 dicembre 2004, data del passaggio di proprietà alla Banca centrale europea. L'importo, ormai corrisposto per intero, risulta quindi iscritto alla voce "Terreni e fabbricati";
- ai trasferimenti effettuati dalla voce "Immobilizzazioni in corso" dei costi capitalizzati sostenuti per la ristrutturazione della terza sede della BCE, in seguito all'entrata in funzione dei beni.

Altre attività finanziarie

Le principali componenti di questa voce sono:

| | 2004 € | 2003 € | Variazione € |
|--|---------------|---------------|-----------------|
| Titoli denominati in euro | 5.399.222.333 | 5.276.052.927 | 123.169.406 |
| Operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine in euro | 869.977.933 | 167.100.400 | 702.877.533 |
| Crediti relativi al fondo pensioni della BCE | 120.243.662 | 91.727.194 | 28.516.468 |
| Altre attività finanziarie | 38.875.639 | 38.875.737 | (98) |
| Totale | 6.428.319.567 | 5.573.756.258 | 854.563.309 |

- (a) I titoli denominati in euro e le operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine in euro rappresentano gli investimenti dei fondi propri della BCE (cfr. anche la nota 12).
- (b) Gli investimenti di portafoglio relativi al fondo pensioni della BCE sono valutati in 120,2 milioni di euro (91,7 milioni nel 2003). Tali attività rappresentano gli investimenti dei contributi previdenziali a carico della BCE e del personale che risultavano accumulati al 31 dicembre 2004; questi 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 gestore esterno valuta le attività del fondo sulla base dei prezzi di mercato di fine anno.
- (c) La BCE detiene 3.000 azioni della Banca per i regolamenti internazionali (BRI) contabilizzate al costo di acquisto di 38,5 milioni di euro.

Ratei e risconti attivi

Nel 2004 la posta comprende 197 milioni di euro (165 milioni nel 2003) a titolo di interessi maturati sui crediti della BCE relativi all'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema per l'ultimo trimestre (cfr. la sezione *Banconote in circolazione* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

Per la rimanente parte, la voce è principalmente costituita da interessi maturati su titoli e altre attività finanziarie.

Varie

Per l'esercizio 2004 la principale componente di questa voce è rappresentata da un credito nei confronti del ministero federale delle finanze tedesco per il recupero dell'IVA e di altre imposte indirette. Tali imposte sono rimborsabili ai sensi dell'articolo 3 del *Protocollo sui privilegi e sulle immunità delle Comunità europee*, che si applica alla BCE in virtù dell'articolo 40 dello Statuto del SEBC.

7 BANCONOTE IN CIRCOLAZIONE

Questa voce indica la quota spettante alla BCE sul totale delle banconote in euro in circolazione (cfr. la sezione *Banconote in circolazione* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

8 PASSIVITÀ DENOMINATE IN EURO VERSO ALTRI RESIDENTI NELL'AREA DELL'EURO

La voce comprende i depositi dei membri dell'Associazione bancaria per l'euro (*Euro Banking Association*, EBA) costituiti a garanzia della BCE a fronte dei pagamenti regolati dall'EBA tramite il sistema Target.

9 PASSIVITÀ DENOMINATE IN EURO VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA DELL'EURO

Queste passività derivanti dalle operazioni effettuate tramite Target sono rappresentate

principalmente dai saldi debitori della BCE nei confronti delle BCN dei paesi non appartenenti all'area dell'euro (cfr. la sezione *Saldi intra-SEBC e saldi interni all'Eurosistema* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

IO PASSIVITÀ DENOMINATE IN VALUTA ESTERA VERSO RESIDENTI E NON RESIDENTI NELL'AREA DELL'EURO

Sono di seguito riportate le passività generate da operazioni di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine effettuate con residenti e non residenti nell'area dell'euro nel quadro della gestione delle riserve in valuta estera della BCE.

| <i>Passività verso residenti nell'area dell'euro</i> | 2004 € | 2003 € | Variazione € |
|--|-----------|-----------|-----------------|
| Operazioni di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine | 4.967.080 | 0 | 4.967.080 |

| <i>Passività verso non residenti nell'area dell'euro</i> | 2004 € | 2003 € | Variazione € |
|--|---------------|---------------|-----------------|
| Operazioni di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine | 1.254.905.957 | 1.452.432.822 | (197.526.865) |

II PASSIVITÀ INTERNE ALL'EUROSISTEMA

Rappresentano le passività verso le BCN dei paesi dell'area dell'euro derivanti dal trasferimento di riserve ufficiali alla BCE. Tali passività, denominate in euro e contabilizzate al valore fissato all'epoca del loro trasferimento, vengono remunerate all'ultimo tasso marginale disponibile applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema, corretto per tenere conto della componente infruttifera rappresentata dall'oro (cfr. la nota 18 nelle *Note al conto economico*).

A seguito della minore ponderazione attribuita alle BCN dell'area dell'euro nel capitale della BCE, il 1° gennaio 2004, e della modifica apportata allo schema di sottoscrizione il 1° maggio dello stesso anno (cfr. nota 15), la passività totale originaria, pari a 40.497.150.000 euro, è stata ridotta in due fasi a 39.782.265.622 euro, con decisione del Consiglio direttivo ai sensi dell'articolo 30.3 dello Statuto del SEBC. Tale adeguamento è stato effettuato per creare il margine necessario affinché le BCN che aderiranno all'Eurosistema in futuro possano eseguire il trasferimento integrale delle riserve ufficiali in proporzione alle quote sottoscritte del capitale della BCE. La diminuzione della passività denominata in euro non ha comportato la restituzione di riserve ufficiali alle BCN.

| | Fino al 31 dicembre 2003 € | Dal 1° gennaio al 30 aprile 2004 € | Dal 1° maggio 2004 € |
|--|-------------------------------------|---|-------------------------------|
| Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique | 1.432.900.000 | 1.414.850.000 | 1.419.101.951 |
| Deutsche Bundesbank | 12.246.750.000 | 11.702.000.000 | 11.761.707.508 |
| Banca di Grecia | 1.028.200.000 | 1.080.700.000 | 1.055.840.343 |
| Banco de España | 4.446.750.000 | 4.390.050.000 | 4.326.975.513 |
| Banque de France | 8.416.850.000 | 8.258.750.000 | 8.275.330.931 |
| Central Bank and Financial Services Authority of Ireland | 424.800.000 | 512.700.000 | 513.006.858 |
| Banca d'Italia | 7.447.500.000 | 7.286.300.000 | 7.262.783.715 |
| Banque centrale du Luxembourg | 74.600.000 | 85.400.000 | 87.254.014 |
| De Nederlandsche Bank | 2.139.000.000 | 2.216.150.000 | 2.223.363.598 |
| Oesterreichische Nationalbank | 1.179.700.000 | 1.150.950.000 | 1.157.451.203 |
| Banco de Portugal | 961.600.000 | 1.006.450.000 | 982.331.062 |
| Suomen Pankki – Finlands Bank | 698.500.000 | 714.900.000 | 717.118.926 |
| Totale | 40.497.150.000 | 39.819.200.000 | 39.782.265.622 |

12 ALTRE PASSIVITÀ

La voce comprende principalmente interessi dovuti alle BCN in relazione ai crediti rivenienti dal trasferimento delle riserve ufficiali alla Banca centrale europea (cfr. nota 11). Gli obblighi della BCE connessi con il fondo pensioni, incluso un accantonamento costituito sulla base delle indicazioni dell'attuario (cfr. nota 13), ammontano a 148,8 milioni di euro (100,6 milioni nel 2003). In tale saldo confluiscono inoltre altri ratei passivi e operazioni in essere di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine, per un importo di 200 milioni di euro, collegate alla gestione dei fondi propri della BCE (cfr. nota 6).

13 FONDI DI ACCANTONAMENTO

La voce comprende gli accantonamenti per pensioni e spese relative a beni e servizi, nonché un idoneo accantonamento costituito a fronte degli obblighi contrattuali connessi con l'impegno di ripristinare le condizioni originarie delle strutture attualmente occupate dalla BCE, dopo il rilascio dei locali e il trasferimento nella sede definitiva.

14 CONTI DI RIVALUTAZIONE

Tali conti rappresentano riserve da rivalutazione originate da plusvalenze non realizzate rilevate su attività e passività.

| | 2004 € | 2003 € | Variazione € |
|---------------|---------------|---------------|-----------------|
| Oro | 1.853.957.106 | 2.070.968.381 | (217.011.275) |
| Valuta estera | 0 | 1.901 | (1.901) |
| Titoli | 67.160.084 | 105.493.783 | (38.333.699) |
| Totale | 1.921.117.190 | 2.176.464.065 | (255.346.875) |

15 CAPITALE E RISERVE

Capitale

(a) Modifiche allo schema di sottoscrizione del capitale della BCE

L'articolo 29.3 dello Statuto del SEBC prevede un adeguamento quinquennale delle quote assegnate alle BCN nell'ambito dello schema per la sottoscrizione del capitale della Banca centrale europea. La prima rettifica successiva all'istituzione della BCE ha avuto luogo il 1° gennaio 2004. Il 1° maggio dello stesso anno è stato effettuato un secondo adeguamento, reso necessario dall'adesione di dieci nuovi Stati membri all'Unione europea. Sono di seguito indicate le quote delle BCN nel capitale della BCE con le modifiche apportate il 1° gennaio e il 1° maggio 2004 conformemente alla Decisione del Consiglio, del 15 luglio 2003, relativa ai dati statistici da usare per la determinazione dello schema di sottoscrizione del capitale della Banca centrale europea.

| | Fino al 31 dicembre 2003 % | Dal 1° gennaio al 30 aprile 2004 % | Dal 1° maggio 2004 % |
|---|-------------------------------------|---|-------------------------------|
| Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique | 2,8658 | 2,8297 | 2,5502 |
| Deutsche Bundesbank | 24,4935 | 23,4040 | 21,1364 |
| Banca di Grecia | 2,0564 | 2,1614 | 1,8974 |
| Banco de España | 8,8935 | 8,7801 | 7,7758 |
| Banque de France | 16,8337 | 16,5175 | 14,8712 |
| Central Bank and Financial Services Authority of Ireland | 0,8496 | 1,0254 | 0,9219 |
| Banca d'Italia | 14,8950 | 14,5726 | 13,0516 |
| Banque centrale du Luxembourg | 0,1492 | 0,1708 | 0,1568 |
| De Nederlandsche Bank | 4,2780 | 4,4323 | 3,9955 |
| Oesterreichische Nationalbank | 2,3594 | 2,3019 | 2,0800 |
| Banco de Portugal | 1,9232 | 2,0129 | 1,7653 |
| Suomen Pankki – Finlands Bank | 1,3970 | 1,4298 | 1,2887 |
| Totale relativo alle BCN appartenenti all'area dell'euro | 80,9943 | 79,6384 | 71,4908 |

| | Fino al 31 dicembre 2003 % | Dal 1° gennaio al 30 aprile 2004 % | Dal 1° maggio 2004 % |
|--|-------------------------------------|---|-------------------------------|
| Česká národní banka | 0,0000 | 0,0000 | 1,4584 |
| Danmarks Nationalbank | 1,6709 | 1,7216 | 1,5663 |
| Eesti Pank | 0,0000 | 0,0000 | 0,1784 |
| Banca centrale di Cipro | 0,0000 | 0,0000 | 0,1300 |
| Latvijas Banka | 0,0000 | 0,0000 | 0,2978 |
| Lietuvos bankas | 0,0000 | 0,0000 | 0,4425 |
| Magyar Nemzeti Bank | 0,0000 | 0,0000 | 1,3884 |
| Bank Ċentrali ta' Malta – Central Bank of Malta | 0,0000 | 0,0000 | 0,0647 |
| Narodowy Bank Polski | 0,0000 | 0,0000 | 5,1380 |
| Banka Slovenije | 0,0000 | 0,0000 | 0,3345 |
| Národná banka Slovenska | 0,0000 | 0,0000 | 0,7147 |
| Sveriges Riksbank | 2,6537 | 2,6636 | 2,4133 |
| Bank of England | 14,6811 | 15,9764 | 14,3822 |
| Totale relativo alle BCN non appartenenti all'area dell'euro | 19,0057 | 20,3616 | 28,5092 |
| Totale relativo alle BCN appartenenti e non appartenenti all'area dell'euro | 100,0000 | 100,0000 | 100,0000 |

(b) Capitale della BCE

1. Data la riduzione, pari all'1,3559 per cento, della ponderazione complessiva delle BCN appartenenti all'area dell'euro (che hanno interamente versato le rispettive quote) nel capitale della BCE, pari a 5 miliardi di euro, il 1° gennaio 2004 la loro quota totale nel capitale sottoscritto della BCE è diminuita da 4.049.715.000 a 3.981.920.000 euro. Il 1° maggio 2004 questa è stata ulteriormente ridotta a 3.978.226.562, a seguito dell'adesione di dieci nuovi Stati membri all'UE.

2. Conformemente all'articolo 49.3 dello Statuto del SEBC, introdotto con il Trattato di adesione, il capitale sottoscritto della BCE in futuro sarà automaticamente accresciuto nel momento in cui un nuovo Stato membro aderirà all'UE e la rispettiva BCN parteciperà al SEBC. L'incremento si calcola moltiplicando l'ammontare corrente del capitale sottoscritto (pari a 5 miliardi di euro) per il rapporto, nell'ambito dello schema di sottoscrizione esteso ai nuovi paesi, tra la ponderazione assegnata alle BCN entranti e quella relativa alle BCN che già fanno parte del SEBC. Il 1° maggio 2004 il capitale sottoscritto della BCE è, pertanto, aumentato a 5,565 miliardi di euro.

3. Le BCN dei tredici paesi non partecipanti all'area dell'euro sono tenute a versare una percentuale minima delle quote di capitale rispettivamente sottoscritte, a titolo di contributo ai costi operativi della BCE; il 1° maggio 2004 questa percentuale è stata incrementata dal 5 al 7 per cento. Includendo gli importi versati dalle BCN dei dieci nuovi paesi, a tale data il contributo totale delle BCN non facenti parte dell'area dell'euro ammontava a 111.050.988 euro. A differenza delle BCN dell'area dell'euro, quelle non appartenenti all'area non hanno titolo a partecipare alla ripartizione degli utili, incluso il reddito riveniente dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema, né sono tenute al ripianamento delle perdite della BCE.

Il combinato effetto delle tre menzionate correzioni ha determinato una riduzione del capitale versato da 4.097.229.250 euro il 31 dicembre 2003 a 4.032.824.000 euro il 1° gennaio 2004 e un successivo incremento a 4.089.277.550 euro il 1° maggio 2004, come indicato nella tavola.

| | Capitale sottoscritto fino al 31 dicembre 2003 € | Capitale versato fino al 31 dicembre 2003 € | Capitale sottoscritto dal 1° gennaio al 30 aprile 2004 € | Capitale versato dal 1° gennaio al 30 aprile 2004 € | Capitale sottoscritto dal 1° maggio 2004 ¹⁾ € | Capitale versato dal 1° maggio 2004 € |
|--|---|--|---|--|---|--|
| Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique | 143.290.000 | 143.290.000 | 141.485.000 | 141.485.000 | 141.910.195 | 141.910.195 |
| Deutsche Bundesbank | 1.224.675.000 | 1.224.675.000 | 1.170.200.000 | 1.170.200.000 | 1.176.170.751 | 1.176.170.751 |
| Banca di Grecia | 102.820.000 | 102.820.000 | 108.070.000 | 108.070.000 | 105.584.034 | 105.584.034 |
| Banco de España | 444.675.000 | 444.675.000 | 439.005.000 | 439.005.000 | 432.697.551 | 432.697.551 |
| Banque de France | 841.685.000 | 841.685.000 | 825.875.000 | 825.875.000 | 827.533.093 | 827.533.093 |
| Central Bank and Financial Services Authority of Ireland | 42.480.000 | 42.480.000 | 51.270.000 | 51.270.000 | 51.300.686 | 51.300.686 |
| Banca d'Italia | 744.750.000 | 744.750.000 | 728.630.000 | 728.630.000 | 726.278.371 | 726.278.371 |
| Banque centrale du Luxembourg | 7.460.000 | 7.460.000 | 8.540.000 | 8.540.000 | 8.725.401 | 8.725.401 |
| De Nederlandsche Bank | 213.900.000 | 213.900.000 | 221.615.000 | 221.615.000 | 222.336.360 | 222.336.360 |
| Oesterreichische Nationalbank | 117.970.000 | 117.970.000 | 115.095.000 | 115.095.000 | 115.745.120 | 115.745.120 |
| Banco de Portugal | 96.160.000 | 96.160.000 | 100.645.000 | 100.645.000 | 98.233.106 | 98.233.106 |
| Suomen Pankki – Finlands Bank | 69.850.000 | 69.850.000 | 71.490.000 | 71.490.000 | 71.711.893 | 71.711.893 |
| Totale relativo alle BCN appartenenti all'area dell'euro | 4.049.715.000 | 4.049.715.000 | 3.981.920.000 | 3.981.920.000 | 3.978.226.562 | 3.978.226.562 |
| Česká národní banka | 0 | 0 | 0 | 0 | 81.155.136 | 5.680.860 |
| Danmarks Nationalbank | 83.545.000 | 4.177.250 | 86.080.000 | 4.304.000 | 87.159.414 | 6.101.159 |
| Eesti Pank | 0 | 0 | 0 | 0 | 9.927.370 | 694.916 |
| Banca centrale di Cipro | 0 | 0 | 0 | 0 | 7.234.070 | 506.385 |
| Latvijas Banka | 0 | 0 | 0 | 0 | 16.571.585 | 1.160.011 |
| Lietuvos bankas | 0 | 0 | 0 | 0 | 24.623.661 | 1.723.656 |
| Magyar Nemzeti Bank | 0 | 0 | 0 | 0 | 77.259.868 | 5.408.191 |
| Bank Ċentrali ta' Malta – Central Bank of Malta | 0 | 0 | 0 | 0 | 3.600.341 | 252.024 |
| Narodowy Bank Polski | 0 | 0 | 0 | 0 | 285.912.706 | 20.013.889 |
| Banka Slovenije | 0 | 0 | 0 | 0 | 18.613.819 | 1.302.967 |
| Národná banka Slovenska | 0 | 0 | 0 | 0 | 39.770.691 | 2.783.948 |
| Sveriges Riksbank | 132.685.000 | 6.634.250 | 133.180.000 | 6.659.000 | 134.292.163 | 9.400.451 |
| Bank of England | 734.055.000 | 36.702.750 | 798.820.000 | 39.941.000 | 800.321.860 | 56.022.530 |
| Totale relativo alle BCN non appartenenti all'area dell'euro | 950.285.000 | 47.514.250 | 1.018.080.000 | 50.904.000 | 1.586.442.685 | 111.050.988 |
| Totale relativo alle BCN appartenenti e non appartenenti all'area dell'euro | 5.000.000.000 | 4.097.229.250 | 5.000.000.000 | 4.032.824.000 | 5.564.669.247 | 4.089.277.550 |

1) I singoli importi sono arrotondati all'euro. L'eventuale discrepanza fra la somma di questi ultimi e i totali è dovuta agli arrotondamenti.

Riserve

Questa voce rappresenta il fondo di riserva generale della BCE, istituito in conformità dell'articolo 33 dello Statuto del SEBC.

OPERAZIONI "FUORI BILANCIO"

16 PROCEDURA AUTOMATICA PER I PRESTITI IN TITOLI

Nel quadro della gestione dei fondi propri, la BCE ha concluso un accordo relativo a una procedura automatica per i prestiti in titoli, nel cui ambito è stato nominato un agente con l'incarico di effettuare operazioni di prestito in titoli, per conto della Banca, con una serie di controparti indicate come idonee dalla stessa BCE. Sulla base di questo accordo, al 31 dicembre 2004 risultavano in essere operazioni temporanee per un ammontare di 1 miliardo di euro, a fronte di 0,4 miliardi nel 2003 (cfr. la sezione *Operazioni temporanee* nelle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio).

17 FUTURE SU TASSI DI INTERESSE

Nell'esercizio 2004 la BCE ha fatto ricorso ai *future* su tassi di interesse in valuta estera nel quadro della gestione delle riserve ufficiali. Al 31 dicembre 2004 risultavano in essere le seguenti operazioni (riportate al valore nominale):

| <i>Future</i> su tassi di interesse in valuta | Valore dei contratti € |
|--|---------------------------|
| Acquisti | 1.077.349.366 |
| Vendite | 91.770.061 |

NOTE AL CONTO ECONOMICO

18 INTERESSI ATTIVI NETTI

Interessi attivi sulle riserve ufficiali

Questa voce comprende interessi attivi, al netto di quelli passivi, relativi alle attività e passività denominate in valuta estera.

| | 2004 € | 2003 € | Variazione € |
|--|--------------------|--------------------|----------------------|
| Interessi sui conti correnti | 3.744.188 | 3.679.287 | 64.901 |
| Reddito sui depositi del mercato monetario | 49.854.512 | 45.699.455 | 4.155.057 |
| Operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine | 63.759.141 | 66.206.740 | (2.447.599) |
| Reddito netto su titoli | 317.073.827 | 445.357.205 | (128.283.378) |
| Interessi attivi totali sulle riserve ufficiali | 434.431.668 | 560.942.687 | (126.511.019) |
| Interessi passivi sui conti correnti | (32.020) | (73.292) | 41.272 |
| Operazioni di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine | (11.947.990) | (19.575.020) | 7.627.030 |
| Altri interessi passivi netti | (32.960) | 0 | (32.960) |
| Interessi attivi netti sulle riserve ufficiali | 422.418.698 | 541.294.375 | (118.875.677) |

Interessi attivi derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema

La voce include gli interessi attivi della BCE relativi alla quota dell'8 per cento ad essa assegnata sul totale delle emissioni di banconote in euro. Tali interessi vengono remunerati all'ultimo tasso marginale disponibile applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema. Questo reddito viene distribuito alle BCN secondo le modalità illustrate nella sezione *Banconote in circolazione* delle note sui criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio.

Sulla base del risultato finanziario della BCE stimato per l'esercizio 2004, lo scorso dicembre il Consiglio direttivo ha deciso di:

(a) chiedere la restituzione delle tre distribuzioni trimestrali provvisorie già conferite alle BCN in corso d'anno per un ammontare complessivo di 536 milioni di euro;

(b) non effettuare l'ultima distribuzione trimestrale provvisoria di 197 milioni di euro.

Remunerazione dei crediti delle BCN relativamente alle riserve ufficiali trasferite

Tale voce riporta la remunerazione corrisposta alle BCN dell'area dell'euro sui crediti detenuti verso la BCE a fronte del trasferimento di riserve ufficiali ai sensi dell'articolo 30.1 dello Statuto del SEBC.

Altri interessi attivi e Altri interessi passivi

Queste voci comprendono interessi attivi e passivi sui saldi connessi a transazioni in Target e su altre attività e passività denominate in euro.

Nel 2004 gli interessi attivi netti hanno continuato a risentire del basso livello dei tassi di interesse sia in euro che in valuta estera.

19 UTILI E PERDITE REALIZZATI RIVENIENTI DA OPERAZIONI FINANZIARIE

La tavola seguente presenta gli utili realizzati nel 2004, rivenienti da operazioni finanziarie.

| | 2004 € | 2003 € | Variazione € |
|--|--------------------|--------------------|----------------------|
| Utili netti da negoziazione realizzati su titoli | 94.643.135 | 528.606.147 | (433.963.012) |
| (Perdite)/utili netti da negoziazione realizzati in cambi | 41.402.675 | (3.345.525) | 44.748.200 |
| Utili realizzati rivenienti da operazioni finanziarie | 136.045.810 | 525.260.622 | (389.214.812) |

20 SVALUTAZIONI DI ATTIVITÀ E DI POSIZIONI FINANZIARIE

| | 2004 € | 2003 € | Variazione € |
|----------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Perdite non realizzate in titoli | (28.485.006) | (10.349.709) | (18.135.297) |
| Perdite non realizzate in cambi | (2.064.800.103) | (3.962.339.851) | 1.897.539.748 |
| Totale | (2.093.285.109) | (3.972.689.560) | 1.879.404.451 |

Tali oneri sono principalmente riconducibili all'appostazione di svalutazioni in diminuzione del costo medio di acquisizione delle consistenze in dollari statunitensi detenute dalla BCE al tasso di cambio al 31 dicembre 2004, in seguito al deprezzamento del dollaro nei confronti dell'euro in corso d'anno.

21 SPESE NETTE PER PROVVISORI E COMMISSIONI

| | 2004 € | 2003 € | Variazione € |
|--|-----------|-----------|-----------------|
| Provvisori e commissioni attive | 297.964 | 700.271 | (402.307) |
| Provvisori e commissioni passive | (559.481) | (763.737) | 204.256 |
| Spese nette per provvisori e commissioni | (261.517) | (63.466) | (198.051) |

Le rendite relative a questa voce derivano soprattutto dall'irrogazione di sanzioni pecuniarie agli enti creditizi per il mancato adempimento degli obblighi di riserva. Le spese sono connesse principalmente alle commissioni su conti correnti e a quelle relative all'esecuzione di future su tassi di interesse in valuta estera (cfr. la nota 17 nelle *Note allo stato patrimoniale*).

22 ALTRI PROVENTI

Questa voce comprende principalmente il trasferimento al conto economico di accantonamenti per spese amministrative non utilizzati. A decorrere dal 2004 vi rientra, inoltre, la contribuzione delle BCN dei dieci nuovi Stati membri al canone di servizio locale annuo per l'infrastruttura informatica di sicurezza del SECB, in seguito al loro collegamento con l'adesione all'UE. Inizialmente questi costi sono sopportati a livello centrale dalla BCE.

Le BCN non saranno più tenute a contribuire nel momento in cui i rispettivi Stati membri entreranno a far parte dell'area dell'euro.

23 SPESE PER IL PERSONALE

La voce comprende gli stipendi, le indennità e i costi assicurativi per il personale, per un importo di 120,0 milioni di euro (108,2 milioni nel 2003), nonché i contributi a carico del datore di lavoro per il fondo pensioni della BCE. Gli emolumenti corrisposti ai membri del Comitato esecutivo della BCE sono ammontati in totale a 2,1 milioni di euro (2,0 milioni nel 2003). Nel corso dell'anno non sono state liquidate pensioni a precedenti membri del Comitato esecutivo, né a persone a carico degli stessi; pagamenti transitori sono stati corrisposti a favore dei membri uscenti del Comitato esecutivo. Gli stipendi e le indennità, incluse le remunerazioni dei dirigenti di grado superiore, sono in sostanza basati sullo schema retributivo delle Comunità europee e sono quindi confrontabili con esso.

L'incremento di questa voce per l'esercizio 2004 è essenzialmente riconducibile a un aggravio degli obblighi della BCE connessi con il fondo pensioni, in base al calcolo dell'attuario (cfr. anche la nota 24).

Alla fine del 2004 la BCE presentava un organico di 1.309 dipendenti, di cui 131 dirigenti. Nel corso dell'anno sono intervenute le seguenti variazioni del personale in servizio:

| | 2004 | 2003 |
|----------------------------|-------|-------|
| Al 1° gennaio | 1.213 | 1.105 |
| Assunzioni | 137 | 149 |
| Dimissioni | 41 | 41 |
| Al 31 dicembre | 1.309 | 1.213 |
| Numero medio di dipendenti | 1.261 | 1.160 |

24 PIANO PENSIONISTICO DELLA BCE

La normativa che regola il piano pensionistico prevede una valutazione attuariale completa con cadenza triennale. L'ultima è stata condotta con riferimento al 31 dicembre 2003, sulla base dell'ipotesi che l'attività lavorativa e il servizio pensionabile di tutti i membri terminassero in tale data.

Il costo pensionistico relativo al piano viene valutato secondo le indicazioni di un attuario qualificato. Il costo pensionistico totale per la BCE, inclusi gli accantonamenti per sussidi di invalidità e a favore dei pensionati, è stato di 41,1 milioni di euro (21,7 milioni nel 2003). Questo ammontare comprende accantonamenti per le pensioni dei membri del Comitato esecutivo pari a 1,8 milioni di euro (1,9 milioni nel 2003) e qualsiasi contribuzione aggiuntiva. Per il futuro si calcola che la BCE dovrà corrispondere contribuzioni nella misura del 16,5 per cento della retribuzione pensionabile di tutto il personale.

25 SPESE DI AMMINISTRAZIONE

In questa voce rientrano tutte le altre spese correnti relative agli affitti per immobili, alla manutenzione dei fabbricati, ai beni e alle attrezzature di natura non capitalizzabile, agli onorari professionali e agli altri servizi e forniture, nonché le spese sostenute per l'assunzione, il trasferimento, l'insediamento, la formazione

e il ritrasferimento del personale alla cessazione del servizio.

26 SERVIZI DI PRODUZIONE DI BANCONOTE

Nel 2004, come nel 2003, tali oneri sono derivati dal trasporto transfrontaliero di banconote in euro fra le BCN, per far fronte a fluttuazioni impreviste della domanda. Questi costi sono sostenuti a livello centrale dalla BCE.

NOTA SULLA RIPARTIZIONE DELLE PERDITE

La presente nota non costituisce parte del bilancio della BCE per l'esercizio 2004; essa viene pubblicata nel Rapporto annuale a titolo puramente informativo.

REDDITO RIVENIENTE DALLE BANCONOTE EMESSE DALLA BCE

Conformemente alla decisione del Consiglio direttivo, un importo di 733 milioni di euro non è stato distribuito, al fine di assicurare che la ripartizione annuale complessiva degli utili non eccedesse il profitto netto della BCE per l'esercizio. Tale ammontare corrisponde all'intero reddito derivante dalla quota assegnata alla BCE sul totale delle banconote in euro in circolazione per il 2004.

COPERTURA DELLE PERDITE DELLA BCE

Ai sensi dell'articolo 33.2 dello Statuto del SEBC, qualora la BCE subisca una perdita, questa viene coperta dal fondo di riserva generale della BCE, e se necessario, previa decisione del Consiglio direttivo, dal reddito monetario dell'esercizio finanziario pertinente in proporzione e nei limiti degli importi ripartiti tra le banche centrali nazionali conformemente all'articolo 32.5 dello Statuto ¹.

L'11 marzo 2005 il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di ripianare la perdita per l'esercizio terminato il 31 dicembre 2004 in base allo schema seguente:

| | 2004 € | 2003 € |
|---|-----------------|---------------|
| Perdita dell'esercizio | (1.636.028.702) | (476.688.785) |
| Prelievo dal fondo di riserva generale | 296.068.424 | 476.688.785 |
| Trasferimento dal reddito monetario delle BCN messo in comune | 1.339.960.278 | 0 |
| Totale | 0 | 0 |

¹ Ai sensi dell'articolo 32.5 dello Statuto del SEBC, la somma dei redditi monetari delle banche centrali nazionali viene ripartita tra le stesse in proporzione alle quote versate di capitale della BCE.

Relazione del revisore

Al Presidente e al Consiglio direttivo
della Banca centrale europea

Francoforte sul Meno

Abbiamo esaminato l'accluso stato patrimoniale della Banca centrale europea al 31 dicembre 2004, il relativo conto economico per l'esercizio terminato in quella data, nonché le note integrative. Per il bilancio è responsabile il Comitato esecutivo della Banca centrale europea. È nostra responsabilità esprimere un parere in merito al bilancio, sulla scorta della revisione da noi effettuata.

Abbiamo effettuato la nostra revisione in conformità dei Principi internazionali di revisione, in base ai quali siamo tenuti a pianificare e a condurre tale revisione in modo da appurare con ragionevole certezza che il bilancio sia esente da dichiarazioni inesatte di rilievo. La procedura prevede verifiche a campione sulla documentazione comprovante gli importi e le informazioni indicati nel bilancio. Essa comprende inoltre un giudizio sui principi contabili utilizzati e sulle stime significative effettuate dalla dirigenza, nonché una valutazione della presentazione complessiva dei conti. Riteniamo che la revisione da noi eseguita fornisca basi adeguate per la formulazione di un parere da parte nostra.

A nostro avviso, il bilancio rappresenta in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria della Banca centrale europea al 31 dicembre 2004 e il risultato economico dell'esercizio terminato in quella data, conformemente ai criteri di rilevazione contabile e di redazione del bilancio indicati nella prima parte della nota integrativa.

Francoforte sul Meno, 4 marzo 2005

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



(Wohlmannstetter)
Wirtschaftsprüfer



(Dr. Lemnitzer)
Wirtschaftsprüfer

Aufsichtsratsvorsitzender:
WP StB Dipl.-Kfm.
Gerhard Brackert

Vorstand:
WP StB Dipl.-Kfm.
Axel Berger
WP RA StB
Dr. Bernd Erle
WP StB Dipl.-Kfm.
Prof. Dr. Gerd Geib
WP Dr. Martin Hoyos

RA StB
Dr. Hartwich Lüßmann
WP Dipl.-Kfm. Ulrich Maas
WP StB
Prof. Dr. Rolf Nonnenmacher
WP StB Dipl.-Kfm.
Rüdiger Reinke
CPA Kenneth D. Russell
WP Dipl.-Oec.
Bernd Ulrich Schmid
WP Dipl.-Kfm.
Prof. Dr. Wienand Schruff
WP StB Dr. Peter Wesner

WP RA StB
Prof. Dr. Harald Wiedmann
Sprecher
WP StB CPA Dipl.-Kfm. MSc
Gottfried Wohlmannstetter
WP StB Dipl.-Kfm.
Hans Zehnder
WP StB Dipl.-Kfm.
Wolfgang Zielke
stellv. Sprecher
Zertifiziert nach
DIN EN ISO 9001

Sitz: Berlin und
Frankfurt am Main
Handelsregister:
Charlottenburg (HRB 1077)
und Frankfurt am Main
(HRB 14345)
Bankverbindung:
Deutsche Bank AG,
Frankfurt a. M., 096 386 800
BLZ 500 700 10
USt.-IdNr.: DE 136 751 547

5 STATO PATRIMONIALE CONSOLIDATO DELL'EUROSISTEMA AL 31 DICEMBRE 2004

(IN MILIONI DI EURO)

| ATTIVO | 31 DICEMBRE 2004 | 31 DICEMBRE 2003 |
|--|---------------------|---------------------|
| 1 Oro e crediti in oro | 125.730 | 130.344 |
| 2 Crediti denominati in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro | 153.856 | 175.579 |
| 2.1 Crediti verso l'FMI | 23.948 | 29.130 |
| 2.2 Conti presso banche e investimenti in titoli, prestiti esteri e altre attività sull'estero | 129.908 | 146.449 |
| 3 Crediti denominati in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro | 16.974 | 17.415 |
| 4 Crediti denominati in euro verso non residenti nell'area dell'euro | 6.849 | 6.049 |
| 4.1 Conti presso banche, investimenti in titoli e prestiti | 6.849 | 6.049 |
| 4.2 Crediti derivanti dalla linea di finanziamento nel quadro degli AEC II | 0 | 0 |
| 5 Rifinanziamenti a favore di istituzioni creditizie dell'area dell'euro relativi a operazioni di politica monetaria e denominati in euro | 345.112 | 298.163 |
| 5.1 Operazioni di rifinanziamento principali | 270.000 | 253.001 |
| 5.2 Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine | 75.000 | 45.000 |
| 5.3 Operazioni temporanee di regolazione puntuale (<i>fine tuning</i>) | 0 | 0 |
| 5.4 Operazioni temporanee di tipo strutturale | 0 | 0 |
| 5.5 Operazioni di rifinanziamento marginale | 109 | 134 |
| 5.6 Crediti connessi a richieste di margini | 3 | 28 |
| 6 Altri crediti denominati in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro | 3.763 | 729 |
| 7 Titoli denominati in euro emessi da residenti nell'area dell'euro | 70.244 | 54.466 |
| 8 Crediti verso la pubblica amministrazione denominati in euro | 41.317 | 42.686 |
| 9 Altre attività | 120.479 | 109.365 |
| Totale attivo | 884.324 | 834.796 |

Il totale generale e i totali parziali potrebbero non quadrare per effetto degli arrotondamenti.

| PASSIVO | 31 DICEMBRE 2004 | 31 DICEMBRE 2003 |
|--|---------------------|---------------------|
| 1 Banconote in circolazione | 501.256 | 436.128 |
| 2 Passività verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro relative a operazioni di politica monetaria e denominate in euro | 138.735 | 147.328 |
| 2.1 Conti correnti (inclusi i depositi di riserva obbligatoria) | 138.624 | 147.247 |
| 2.2 Depositi presso la banca centrale (<i>overnight</i>) | 106 | 80 |
| 2.3 Depositi a tempo determinato | 0 | 0 |
| 2.4 Operazioni temporanee di regolazione puntuale (<i>fine tuning</i>) | 0 | 0 |
| 2.5 Depositi connessi a richieste di margini | 5 | 1 |
| 3 Altre passività denominate in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro | 126 | 257 |
| 4 Certificati di debito emessi | 0 | 1.054 |
| 5 Passività denominate in euro verso altri residenti nell'area dell'euro | 42.187 | 39.865 |
| 5.1 Pubblica amministrazione | 35.968 | 34.106 |
| 5.2 Altre passività | 6.219 | 5.759 |
| 6 Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro | 10.912 | 10.279 |
| 7 Passività denominate in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro | 247 | 499 |
| 8 Passività denominate in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro | 10.679 | 11.205 |
| 8.1 Depositi, conti di natura diversa e altre passività | 10.679 | 11.205 |
| 8.2 Passività derivanti dalla linea di finanziamento nel quadro degli AEC II | 0 | 0 |
| 9 Contropartita dei diritti speciali di prelievo assegnati dal FMI | 5.573 | 5.761 |
| 10 Altre passività | 51.791 | 54.757 |
| 11 Conti di rivalutazione | 64.581 | 67.819 |
| 12 Capitale e riserve | 58.237 | 59.844 |
| Totale passivo | 884.324 | 834.796 |

ALLEGATI

ALLEGATI

STRUMENTI GIURIDICI ADOTTATI DALLA BCE

Nella tabella seguente sono elencati gli strumenti giuridici adottati dalla BCE nel 2004 e agli inizi del 2005 e pubblicati nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea. Copie di quest'ultima possono essere richieste all'Ufficio

delle pubblicazioni ufficiali delle Comunità europee, mentre un elenco completo degli strumenti giuridici adottati dalla BCE dalla sua costituzione e pubblicati nella Gazzetta ufficiale è disponibile sul sito Internet della BCE.

| Numero | Titolo | Rif. GU |
|------------|--|--------------------------------|
| BCE/2004/1 | Indirizzo della Banca centrale europea, del 13 febbraio 2004, che modifica l'Indirizzo BCE/2003/2 relativo a taluni requisiti di segnalazione statistica previsti dalla Banca centrale europea e alle procedure di segnalazione da parte delle banche centrali nazionali nel settore delle statistiche monetarie e bancarie | GU L 83 del 20.3.2004, pag. 29 |
| BCE/2004/2 | Decisione della Banca centrale europea, del 19 febbraio 2004, che adotta il Regolamento interno della Banca centrale europea | GU L 80 del 18.3.2004, pag. 33 |
| BCE/2004/3 | Decisione della Banca centrale europea, del 4 marzo 2004, relativa all'accesso del pubblico ai documenti della Banca centrale europea | GU L 80 del 18.3.2004, pag. 42 |
| BCE/2004/4 | Indirizzo della Banca centrale europea, del 21 aprile 2004, che modifica l'indirizzo BCE/2001/3 relativo ad un sistema di trasferimento espresso transeuropeo automatizzato di regolamento lordo in tempo reale (Target) | GU L 205 del 9.6.2004, pag. 1 |
| BCE/2004/5 | Decisione della Banca centrale europea, del 22 aprile 2004, relativa alle quote percentuali detenute dalle banche centrali nazionali nello schema per la sottoscrizione del capitale della Banca centrale europea | GU L 205 del 9.6.2004, pag. 5 |
| BCE/2004/6 | Decisione della Banca centrale europea, del 22 aprile 2004, che stabilisce le misure necessarie per il versamento del capitale della Banca centrale europea da parte delle banche centrali nazionali partecipanti | GU L 205 del 9.6.2004, pag. 7 |
| BCE/2004/7 | Decisione della Banca centrale europea, del 22 aprile 2004, che stabilisce le modalità e le condizioni per i trasferimenti tra le banche centrali nazionali delle quote di capitale della Banca centrale europea e per l'adeguamento del capitale versato | GU L 205 del 9.6.2004, pag. 9 |
| BCE/2004/8 | Decisione della Banca centrale europea, del 22 aprile 2004, che stabilisce le misure necessarie per il contributo al valore complessivo dei mezzi propri della Banca centrale europea, per l'adeguamento dei crediti delle banche centrali nazionali pari alle attività di riserva in valuta conferite e per questioni finanziarie correlate | GU L 205 del 9.6.2004, pag. 13 |

| Numero | Titolo | Rif. GU |
|-------------|--|----------------------------------|
| BCE/2004/9 | Decisione della Banca centrale europea, del 22 aprile 2004, che modifica la Decisione BCE/2001/15, del 6 dicembre 2001, relativa all'emissione delle banconote in euro | GU L 205 del 9.6.2004, pag. 17 |
| BCE/2004/10 | Decisione della Banca centrale europea, del 23 aprile 2004, che stabilisce le misure necessarie per il versamento del capitale della Banca centrale europea da parte delle banche centrali nazionali non partecipanti | GU L 205 del 9.6.2004, pag. 19 |
| BCE/2004/11 | Decisione della Banca centrale europea, del 3 giugno 2004, riguardante le condizioni e le modalità delle indagini dell'Ufficio europeo per la lotta antifrode in seno alla Banca centrale europea in materia di lotta contro le frodi, la corruzione e ogni altra attività illecita lesiva degli interessi finanziari delle Comunità europee e che modifica le condizioni di impiego per il personale della Banca centrale europea | GU L 230 del 30.6.2004, pag. 56 |
| BCE/2004/12 | Decisione della Banca centrale europea, del 17 giugno 2004, che adotta il regolamento interno del Consiglio generale della Banca centrale europea | GU L 230 del 30.6.2004, pag. 61 |
| BCE/2004/13 | Indirizzo della Banca centrale europea, del 1° luglio 2004, sull'erogazione da parte dell'Eurosistema di servizi di gestione delle riserve in euro a banche centrali non appartenenti all'Unione europea, a paesi non appartenenti all'Unione europea e a organizzazioni internazionali | GU L 241 del 13.7.2004, pag. 68 |
| BCE/2004/14 | Decisione della Banca centrale europea, del 9 luglio 2004, che modifica la decisione BCE/2003/15, del 28 novembre 2003, relativa all'approvazione del volume di conio di monete metalliche nel 2004 | GU L 248 del 22.7.2004, pag. 14 |
| BCE/2004/15 | Indirizzo della Banca centrale europea, del 16 luglio 2004, sugli obblighi di segnalazione statistica della Banca centrale europea nel settore delle statistiche relative a bilancia dei pagamenti, posizione patrimoniale sull'estero e schema delle riserve internazionali | GU L 354 del 30.11.2004, pag. 34 |
| BCE/2004/16 | Raccomandazione della Banca centrale europea, del 16 luglio 2004, sugli obblighi di segnalazione statistica alla Banca centrale europea nel settore delle statistiche relative a bilancia dei pagamenti, posizione patrimoniale sull'estero e schema delle riserve internazionali | GU C 292 del 30.11.2004, pag. 21 |
| BCE/2004/17 | Raccomandazione della Banca centrale europea, del 30 luglio 2004, al Consiglio dell'Unione europea relativamente ai revisori esterni della Banca d'Italia | GU C 202 del 10.8.2004, pag. 1 |

| Numero | Titolo | Rif. GU |
|-------------|---|--|
| BCE/2004/18 | Indirizzo della Banca centrale europea, del 16 settembre 2004, sull'appalto di banconote in euro | GU L 320 del 21.10.2004, pag. 21 |
| BCE/2004/19 | Decisione della Banca centrale europea, del 14 dicembre 2004, relativa all'approvazione del volume di conio delle monete metalliche per il 2005 | GU L 379 del 24.12.2004, pag. 107 |
| BCE/2004/20 | Indirizzo della Banca centrale europea, del 16 dicembre 2004, che modifica l'indirizzo BCE/2004/13, del 1° luglio 2004, sull'erogazione da parte dell'Eurosistema di servizi di gestione delle riserve in euro a banche centrali non appartenenti all'Unione europea, a paesi non appartenenti all'Unione europea e a organizzazioni internazionali | GU L 385 del 29.12.2004, pag. 85 |
| BCE/2004/21 | Regolamento della Banca centrale europea, del 16 dicembre 2004, che modifica il regolamento BCE/2001/13 relativo al bilancio consolidato del settore delle istituzioni finanziarie monetarie e il regolamento BCE/2001/18 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 erogati in loro favore | GU L 371 del 18.12.2004, pag. 42 |
| BCE/2005/1 | Indirizzo della Banca centrale europea, del 21 gennaio 2005, che modifica l'Indirizzo BCE/2001/3 relativo ad un sistema di trasferimento espresso transeuropeo automatizzato di regolamento lordo in tempo reale (Target) | GU L 30 del 3.2.2005, pag. 21 |
| BCE 2005/2 | Indirizzo della Banca centrale europea, del 3 febbraio 2005, che modifica l'Indirizzo BCE/2000/7 sugli strumenti e le procedure di politica monetaria dell'Eurosistema | Non ancora pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale |
| BCE/2005/3 | Raccomandazione della Banca centrale europea, dell'11 febbraio 2005, al Consiglio dell'Unione europea sui revisori esterni della Banca del Portogallo | GU C 50 del 26.2.2005, pag. 6 |
| BCE/2005/4 | Indirizzo della Banca centrale europea, del 15 febbraio 2005, che modifica l'Indirizzo BCE/2003/2 riguardante obblighi di segnalazione statistica stabiliti dalla Banca centrale europea e procedure di segnalazione da parte delle banche centrali nazionali di informazioni statistiche in materia monetaria e bancaria | Non ancora pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale |
| BCE/2005/5 | Indirizzo della Banca centrale europea, del 17 febbraio 2005, sugli obblighi di segnalazione statistica stabiliti dalla Banca centrale europea e sulle procedure per lo scambio delle informazioni statistiche all'interno del SEBC in materia di statistiche sulla finanza pubblica | Non ancora pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale |

PARERI ADOTTATI DALLA BCE

Nella tabella seguente sono elencati i pareri adottati dalla BCE nel corso del 2004 e all'inizio del 2005 in conformità all'articolo 105, paragrafo 4, del Trattato e all'articolo 4 dello Statuto del SEBC, all'articolo 112, paragrafo 2, lettera b, del Trattato e all'articolo 11.2 dello Statuto. L'elenco completo dei pareri adottati dalla BCE dalla sua istituzione è disponibile sul sito Internet della BCE.

(a) Pareri della BCE resi a seguito di una consultazione da parte di uno Stato membro¹

| Numero ² | Richiedente | Argomento |
|---------------------|-------------|--|
| CON/2004/1 | Finlandia | Misure riguardanti la posizione finanziaria e i poteri normativi della Suomen Pankki – Finlands Bank |
| CON/2004/2 | Svezia | Segnalazione da parte delle IFM di dati statistici monetari e bancari |
| CON/2004/3 | Lussemburgo | Istituzione di uno specifico quadro legale per le operazioni di cartolarizzazione |
| CON/2004/5 | Austria | Vigilanza supplementare su un conglomerato finanziario |
| CON/2004/6 | Francia | Copertura di perdite sul cambio subite dalla Banque de France |
| CON/2004/8 | Francia | Quadro giuridico in materia di introito ed esito di monete e banconote in euro |
| CON/2004/9 | Belgio | Procedure di insolvenza e fallimento di istituzioni creditizie, istituzioni di compensazione e società di investimento |
| CON/2004/15 | Francia | Titoli di debito negoziabili |
| CON/2004/16 | Italia | Tutela del risparmio |
| CON/2004/17 | Svezia | Monete e banconote di vecchio tipo che cessano di avere corso legale |
| CON/2004/18 | Portogallo | Risanamento e liquidazione di istituzioni creditizie |
| CON/2004/20 | Francia | Prestiti indicizzati all'inflazione erogati da istituzioni creditizie |
| CON/2004/21 | Paesi Bassi | Vigilanza sul settore finanziario |
| CON/2004/22 | Francia | Trasferimento di proprietà di strumenti finanziari |

¹ Nel dicembre 2004 il Consiglio direttivo ha deciso che i pareri della BCE emessi su richiesta di autorità nazionali sono pubblicati, di regola, subito dopo la loro adozione e successiva trasmissione all'autorità richiedente.

² Le consultazioni sono numerate in base all'ordine cronologico di adozione da parte del Consiglio direttivo.

| Numero ² | Richiedente | Argomento |
|---------------------|-----------------|--|
| CON/2004/23 | Germania | Requisiti di segnalazione statistica in relazione a transazioni transfrontaliere fra residenti e non residenti |
| CON/2004/24 | Austria | Raccolta di dati statistici riguardo l'importazione e l'esportazione di servizi |
| CON/2004/25 | Estonia | Autorità responsabili della regolamentazione relativa a istituti di moneta elettronica |
| CON/2004/26 | Austria | Segnalazione dei dati relativi alla bilancia dei pagamenti ad eccezione di servizi e trasferimenti |
| CON/2004/27 | Belgio | Contratti di garanzia finanziaria |
| CON/2004/28 | Svezia | Circolazione di monete e banconote |
| CON/2004/29 | Malta | Deroga al regime maltese sulle riserve minime |
| CON/2004/30 | Francia | Perfezionamento del quadro giuridico per i fondi di cartolarizzazione |
| CON/2004/31 | Slovacchia | Vigilanza della Národná banka Slovenska sul mercato finanziario |
| CON/2004/33 | Ungheria | Requisiti di segnalazione statistica per il sistema informativo della banca centrale |
| CON/2004/34 | Belgio | Imposta sulle transazioni in valuta |
| CON/2004/35 | Ungheria | Processo decisionale in materia di politica monetaria |
| CON/2004/36 | Repubblica Ceca | Programma di indagini statistiche per il 2005 |
| CON/2004/37 | Repubblica Ceca | Introduzione di istituti di moneta elettronica |
| CON/2004/38 | Danimarca | Creazione di una base prudenziale e giuridica specifica per gli <i>hedge funds</i> |
| CON/2004/39 | Spagna | Nuova struttura di gestione per il sistema di compensazione dei pagamenti al dettaglio |
| CON/2005/3 | Ungheria | Trattamento e distribuzione del contante |
| CON/2005/5 | Malta | Obblighi di segnalazione statistica per le istituzioni creditizie stabiliti dalla Banca centrale di Malta |

(b) Pareri della BCE resi a seguito di una consultazione da parte di una istituzione europea³

| Numero⁴ | Richiedente | Argomento | Rif. GU |
|---------------------------|--------------------|--|---------------------------------|
| CON/2004/4 | Consiglio | Compilazione di conti trimestrali non finanziari per settore istituzionale | GU C 42 del 18.2.2004, pag. 23 |
| CON/2004/7 | Consiglio | Nuova struttura organizzativa per i comitati del settore dei servizi finanziari dell'UE, che estende il processo Lamfalussy a tutti i settori finanziari | GU C 58 del 6.3.2004, pag. 23 |
| CON/2004/10 | Consiglio | Tassi di conversione tra l'euro e le monete degli Stati membri che adottano l'euro | GU C 88 dell'8.4.2004, pag. 20 |
| CON/2004/11 | Consiglio | Nomina di uno dei membri del Comitato esecutivo della Banca centrale europea | GU C 87 del 7.4.2004, pag. 37 |
| CON/2004/12 | Consiglio | Accordo sulle relazioni monetarie con il Principato d'Andorra | GU C 88 dell'8.4.2004, pag. 18 |
| CON/2004/13 | Consiglio | Medaglie e gettoni simili alle monete metalliche | GU C 134 del 12.5.2004, pag. 11 |
| CON/2004/14 | Consiglio | Elaborazione e comunicazione di dati sul debito pubblico su base trimestrale | GU C 134 del 12.5.2004, pag. 14 |
| CON/2004/19 | Consiglio | Statistiche congiunturali | GU C 158 del 15.6.2004, pag. 3 |
| CON/2004/32 | Consiglio | Avvio di negoziati relativi a un accordo sulle relazioni monetarie con il Principato d'Andorra | GU C 256 del 16.10.2004, pag. 9 |
| CON/2005/2 | Consiglio | Prevenzione dell'uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio dei proventi di attività illecite e finanziamento del terrorismo | GU C 40 del 17.2.2005, pag. 9 |
| CON/2005/4 | Consiglio | Schema di regolamentazione sull'adeguatezza patrimoniale per gli enti creditizi e le società di investimento | GU C 52, del 2.3.2005, pag. 37 |

³ Pubblicati anche sul sito Internet della BCE.

⁴ Le consultazioni sono numerate in base all'ordine cronologico di adozione da parte del Consiglio direttivo.

DOCUMENTI PUBBLICATI DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA DAL GENNAIO 2004

Scopo di questo elenco è informare i lettori sui principali documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal gennaio 2004. Per i *Working Paper*, la lista si riferisce soltanto alle pubblicazioni diffuse fra dicembre 2004 e febbraio 2005. Le pubblicazioni sono disponibili gratuitamente presso la Divisione Stampa e Informazione della BCE. Si prega di inviare le richieste per iscritto all'indirizzo postale indicato sul retro del frontespizio.

Per l'elenco completo dei documenti pubblicati dalla BCE e dall'Istituto monetario europeo, si prega di consultare il sito Internet della BCE (<http://www.ecb.int>).

RAPPORTO ANNUALE

Rapporto annuale 2003, aprile 2004.

ARTICOLI DEL BOLLETTINO MENSILE

L'UEM e la conduzione delle politiche di bilancio, gennaio 2004.

Indagini congiunturali relative agli andamenti dell'attività, dei prezzi e del mercato del lavoro nell'area dell'euro: caratteristiche e utilizzi, gennaio 2004.

La misurazione e l'analisi della dinamica dei profitti nell'area dell'euro, gennaio 2004.

Le economie dei nuovi paesi membri alla vigilia del loro ingresso nella UE, febbraio 2004.

Andamenti dei bilanci del settore privato nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, febbraio 2004.

L'impatto del principio del fair value sul settore bancario europeo – una prospettiva di stabilità finanziaria, febbraio 2004.

L'influenza delle politiche di bilancio sulla stabilità economica e sui prezzi, aprile 2004.

Gli sviluppi futuri del sistema Target, aprile 2004.

I paesi partner del "processo di Barcellona" e le loro relazioni con l'area dell'euro, aprile 2004.

L'economia dell'UE dopo l'adesione dei nuovi Stati membri, maggio 2004.

Il tasso di interesse reale naturale nell'area dell'euro, maggio 2004.

I metodi di attenuazione dei rischi nelle operazioni di credito dell'Eurosistema, maggio 2004.

Andamenti della produttività del lavoro nell'area dell'euro: tendenze aggregate e andamenti settoriali, luglio 2004.

Analisi della resilienza del settore bancario dell'Unione europea dal 2000, luglio 2004.

La costituzione europea e la BCE, agosto 2004.

Proprietà e utilizzo dei conti trimestrali delle Amministrazioni pubbliche, agosto 2004.

Banconote in euro: primi anni di esperienza, agosto 2004.

Analisi monetaria in tempo reale, ottobre 2004.

L'integrazione economica in alcune regioni al di fuori della unione europea, ottobre 2004.

I prezzi del petrolio e l'economia dell'area dell'euro, novembre 2004.

Le informazioni ottenute dai prezzi delle attività finanziarie, novembre 2004.

Sviluppi strutturali e normativi in materia di regolamentazione, vigilanza e stabilità finanziaria nell'Unione europea, novembre 2004.

Il nuovo accordo di Basilea sui requisiti patrimoniali: principali caratteristiche e implicazioni, gennaio 2005.

I flussi di capitale verso le economie emergenti: nuove caratteristiche e sviluppi recenti, gennaio 2005.

La disciplina di mercato per le banche, febbraio 2005.

L'esperienza iniziale dell'Eurosistema dopo le modifiche all'assetto operativo per la conduzione della politica monetaria, febbraio 2005.

Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro: principali controparti, febbraio 2005.

STATISTICS POCKET BOOK

Publicazione mensile disponibile da agosto 2003.

OCCASIONAL PAPERS SERIES

- 9 *Fiscal adjustment in 1991-2002: stylised facts and policy implications*, di M. G. Briotti, febbraio 2004.
- 10 *The acceding countries' strategies toward ERM II and the adoption of the euro: an analytical review*, dello staff team composto da P. Backé, C. Thimann, O. Arratibel, O. Calvo-Gonzalez, A. Mehl e C. Nerlich, febbraio 2004.
- 11 *Official dollarisation/eurodisation: motives, features and policy implications of current cases*, di A. Winkler, F. Mazzaferro, C. Nerlich e C. Thimann, febbraio 2004.
- 12 *Understanding the impact of the external dimension on the euro area: trade, capital flows and other international macroeconomic linkages*, di R. Anderton, F. Di Mauro e F. Moneta, aprile 2004.
- 13 *Fair value accounting and financial stability*, a cura di un gruppo interno coordinato da Andrea Enria e comprendente Lorenzo Cappiello, Frank Dierick, Sergio Grittini, Angela Maddaloni, Philippe Molitor, Fatima Pires e Paolo Poloni, aprile 2004.
- 14 *Measuring financial integration in the euro area*, di L. Baele, A. Ferrando, P. Hördahl, E. Krylova e C. Monnet, aprile 2004.
- 15 *Quality adjustment of European price statistics and the role for hedonics*, di Henning Ahnert e Geoff Kenny, maggio 2004.
- 16 *Market dynamics associated with credit ratings: a literature review*, di F. Gonzalez, F. Haas, R. Johannes, M. Persson, L. Toledo, R. Violi, M. Wieland e C. Zins, giugno 2004.
- 17 *Corporate "excesses" and financial market dynamics*, di A. Maddaloni e D. Pain, luglio 2004.
- 18 *The international role of the euro: evidence from bonds issued by non-euro area residents*, di A. Geis, A. Mehl e S. Wredenberg, luglio 2004.
- 19 *Sectoral specialisation in the EU: a macroeconomic perspective*, della task force dell'MPC del SEBC, luglio 2004.
- 20 *The supervision of mixed financial services groups in Europe*, di F. Dierick, agosto 2004.
- 21 *Euro area inflation differentials*, di I. Angeloni e M. Ehrmann, settembre 2004.
- 22 *Assessing potential output growth in the euro area – A growth accounting perspective*, di A. Musso e T. Westermann, gennaio 2005.
- 23 *The bank lending survey for the euro area*, di J. Berg, A. Van Rixtel, A. Ferrando, G. de Bondt e S. Scopel, febbraio 2005.
- 24 *Wage diversity in the euro area – an overview of labour cost differentials across industries*, di V. Genre, D. Momferatou e G. Mourre, febbraio 2005.

WORKING PAPERS SERIES

- 419 *The design of fiscal rules and forms of governance in European Union countries*, di M. Hallerberg, R. Strauch e J. von Hagen, dicembre 2004.
- 420 *On prosperity and posterity: the need for fiscal discipline in a monetary union*, di C. Detken, V. Gaspar e B. Winkler, dicembre 2004.
- 421 *EU fiscal rules: issues and lessons from political economy*, di L. Schuknecht, dicembre 2004.
- 422 *What determines fiscal balances? An empirical investigation in determinants of changes in OECD budget balances*, di M. Tujula e G. Wolswijk, dicembre 2004.

- 423 *Price setting in France: new evidence from survey data*, di Claire Loupias e Roland Ricart, dicembre 2004.
- 424 *An empirical study of liquidity and information effects of order flow on exchange rates*, di F. Breedon e P. Vitale, dicembre 2004.
- 425 *Geographic versus industry diversification: constraints matter*, di P. Ehling e S. Brito Ramos, gennaio 2005.
- 426 *Security fungibility and the cost of capital: evidence from global bonds*, di D. P. Miller e J. J. Puthenpurackal, gennaio 2005.
- 427 *Interlinking securities settlement systems: a strategic commitment?*, di K. Kauko, gennaio 2005.
- 428 *Who benefits from IPO underpricing? Evidence from hybrid bookbuilding offerings*, di V. Pons-Sanz, gennaio 2005.
- 429 *Cross-border diversification in bank asset portfolios*, di C. M. Buch, J. C. Driscoll e C. Ostergaard, gennaio 2005.
- 430 *Public policy and the creation of active venture capital markets*, di M. Da Rin, G. Nicodano e A. Sembenelli, gennaio 2005.
- 431 *Regulation of multinational banks: a theoretical inquiry*, di G. Calzolari e G. Loranth, gennaio 2005.
- 432 *Trading European sovereign bonds: the microstructure of the MTS trading platforms*, di Y. Chung Cheung, F. de Jong e B. Rindi, gennaio 2005.
- 433 *Implementing the Stability and Growth Pact: enforcement and procedural flexibility*, di R. Beetsma e X. Debrun, gennaio 2005.
- 434 *Interest rates and output in the long run*, di Y. Aksoy e M. León-Ledesma, gennaio 2005.
- 435 *Reforming public expenditure in industrialised countries: are there trade-offs?*, di L. Schuknecht e V. Tanzi, febbraio 2005.
- 436 *Measuring market and inflation risk premia in France and in Germany*, di L. Cappiello e S. Guéné, febbraio 2005.
- 437 *What drives international bank flows? Politics, institutions and other determinants*, di E. Papaioannou, febbraio 2005.
- 438 *Quality of public finances and growth*, di A. Afonso, W. Ebert, L. Schuknecht e M. Thöne, febbraio 2005.
- 439 *A look at intraday frictions in the euro area overnight deposit market*, di V. Brousseau e A. Manzanares, febbraio 2005.
- 447 *Foreign exchange option and returns based correlation forecasts: evaluation and two applications*, di O. Castrén e S. Mazzotta, febbraio 2005.
- 440 *Estimating and analysing currency options implied risk-neutral density functions for the largest new EU member states*, di O. Castrén, febbraio 2005.
- 441 *The Phillips curve and long-term unemployment*, di R. Llaudes, febbraio 2005.
- 442 *Why do financial systems differ? History matters*, di C. Monnet e E. Quintin, febbraio 2005.
- 443 *Explaining cross-border large-value payment flows: evidence from TARGET and EURO 1 data*, di S. Rosati e S. Secola, febbraio 2005.
- 444 *Keeping up with the Joneses, reference dependence, and equilibrium indeterminacy*, di L. Stracca e A. al-Nowaihi, febbraio 2005.
- 445 *Welfare implications of joining a common currency*, di M. Ca'Zorzi, R. A. De Santis e F. Zampolli, febbraio 2005.
- 446 *Trade effects of the euro: evidence from sectoral data*, di R. E. Baldwin, F. Skudelny e D. Taglioni, febbraio 2005.
- 447 *Foreign exchange option and returns based correlation forecasts: evaluation and two applications* di O. Castrén e S. Mazzotta, febbraio 2005.

ALTRE PUBBLICAZIONI

- Assessment of accession countries' securities settlement systems against the standards for the use of EU securities settlement systems in Eurosystem credit operations*, gennaio 2004.
- The monetary policy of the ECB*, gennaio 2004.
- L'attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro: caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria*, febbraio 2004.
- Guidance notes on the MFI balance sheet statistics relating to EU enlargement as laid down in Regulation ECB/2003/10*, febbraio 2004.
- Comments on the communications from the Commission to the Council and the European Parliament concerning a new legal framework for payments in the internal market (consultative document)*, febbraio 2004.
- Foreign direct investment task force report*, marzo 2004.
- External evaluation of the economic research activities of the European Central Bank*, aprile 2004.
- Payment and securities settlement systems in the accession countries – Addendum incorporating 2002 figures (Blue Book, April 2004)*, aprile 2004.
- Payment and securities settlement systems in the European Union – Addendum incorporating 2002 figures (Blue Book, April 2004)*, aprile 2004.
- TARGET compensation claim form*, aprile 2004.
- Letter from the ECB President to the President of the Council of the European Union: negotiations on the draft Treaty establishing a Constitution for Europe*, aprile 2004.
- The use of central bank money for settling securities transactions*, maggio 2004.
- TARGET Annual Report 2003*, maggio 2004.
- Assessment of euro large-value payment systems against the Core Principles*, maggio 2004.
- Credit risk transfer by EU banks: activities, risks and risk management*, maggio 2004.
- Risk Management for Central Bank Foreign Reserves*, maggio 2004.
- Comparison of household saving ratios, euro area/United States/Japan*, giugno 2004.
- The development of statistics for Economic and Monetary Union, di Peter Bull*, luglio 2004.
- ECB staff macroeconomic projections for the euro area*, settembre 2004.
- Letter from the ECB President to the Chairman of International Accounting Standards Board of 6 September 2004: exposure draft of proposed amendments to IAS 39 – the fair value option*, settembre 2004.
- Institutional provisions: statute of the ESCB and of the ECB. Rules of procedure*, settembre 2004.
- Convergence Report 2004*, ottobre 2004.
- Standards for securities clearing and settlement in the European Union*, ottobre 2004.
- The European Central Bank – History, role and functions*, ottobre 2004.
- E-payments without frontiers*, ottobre 2004.
- European Union balance of payments/international investment position statistical methods*, novembre 2004.
- Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in accession countries*, novembre 2004.
- Report on EU banking structure 2004*, novembre 2004.
- EU banking sector stability 2004*, novembre 2004.
- Letter from the ECB President to the President of the European Parliament*, novembre 2004.
- Letter from the ECB President to Mr. Paolo Cirino Pomicino, Member of the Committee on Economic and Monetary Affairs*, novembre 2004.
- Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area*, dicembre 2004.
- Towards a single euro payments area – third progress report*, dicembre 2004.
- The euro bond market study 2004*, dicembre 2004.
- Financial stability review*, dicembre 2004.

Review of the requirements in the field of general economic statistics, dicembre 2004.
Research network on capital markets and financial integration in Europe, dicembre 2004.
Recycling of euro banknotes: framework for the detection of counterfeits and fitness sorting by credit institutions and other professional cash handlers, gennaio 2005.
Review of the international role of the euro, gennaio 2005.
Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report, gennaio 2005.
Banking structures in the new EU Member States, gennaio 2005.
Progress Report on Target2, febbraio 2005.
The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures, febbraio 2005.
Review of the application of the Lamfalussy framework to EU securities markets legislation, febbraio 2005.
Payment and securities settlement systems in the European Union – Addendum incorporating 2003 figures, febbraio 2005.

OPUSCOLI INFORMATIVI

Information guide for credit institutions using TARGET, luglio 2003.
TARGET2 – the future TARGET system, settembre 2004.
TARGET – the current system, settembre 2004.

CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA¹

8 GENNAIO 2004

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,0, al 3,0 e all'1,0 per cento, rispettivamente.

12 GENNAIO 2004

Il Consiglio direttivo decide di aumentare, da 15 a 25 miliardi di euro, l'importo da aggiudicare tramite ciascuna operazione di rifinanziamento a più lungo termine che sarà condotta nell'anno 2004. Tale aumento tiene conto del maggiore fabbisogno di liquidità del sistema bancario dell'area dell'euro previsto per il 2004. L'Eurosistema continuerà tuttavia a fornire la maggior parte della liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento principali. Il Consiglio direttivo può decidere di adeguare ancora all'inizio del 2005 l'importo da aggiudicare.

5 FEBBRAIO E 4 MARZO 2004

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,0, al 3,0 e all'1,0 per cento, rispettivamente.

10 MARZO 2004

In accordo con la decisione del Consiglio direttivo del 23 gennaio 2003, la durata delle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema è ridotta da due a una settimana e il periodo di mantenimento del sistema di riserva obbligatoria dell'Eurosistema è ridefinito in modo da far coincidere l'inizio di ciascun periodo con il giorno di regolamento dell'operazione di rifinanziamento principale successiva alla riunione del Consiglio direttivo in cui è programmata la valutazione mensile dell'orientamento di politica monetaria, anziché con il 24° giorno del mese.

1 APRILE, 6 MAGGIO, 3 GIUGNO, 1 LUGLIO, 5 AGOSTO, 2 SETTEMBRE, 7 OTTOBRE, 4 NOVEMBRE, 2 DICEMBRE 2004 E 13 GENNAIO 2005

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,0, al 3,0 e all'1,0 per cento, rispettivamente.

14 GENNAIO 2005

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare, da 25 a 30 miliardi di euro, l'importo da aggiudicare tramite ciascuna operazione di rifinanziamento a più lungo termine che sarà condotta nell'anno 2005. Tale aumento tiene conto del maggiore fabbisogno di fondi del sistema bancario dell'area dell'euro previsto per il 2005. L'Eurosistema continuerà, tuttavia, a erogare la maggior parte della liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento principali. Il Consiglio direttivo si riserva la facoltà di adeguare nuovamente il volume di aggiudicazione agli inizi del 2006.

3 FEBBRAIO E 3 MARZO 2005

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,0, al 3,0 e all'1,0 per cento, rispettivamente.

¹ Per la cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema adottate dal 1999 al 2003, cfr. le pagg. 181-185 del Rapporto annuale 1999 della BCE, le pagg. 220-223 del Rapporto annuale 2000 della BCE, le pagg. 231-233 del Rapporto annuale 2001 della BCE, le pagg. 246-247 del Rapporto annuale 2002 della BCE e le pagg. 229-230 del Rapporto annuale 2003 della BCE.

GLOSSARIO

Il presente glossario contiene una selezione di termini utilizzati nel Rapporto annuale. Un glossario più esaustivo e dettagliato è consultabile sul sito Internet della BCE.

Amministrazioni centrali [central government]: le **amministrazioni pubbliche**, conformemente alla definizione del **Sistema europeo dei conti 1995**, escluse quelle regionali e locali (cfr. anche **amministrazioni pubbliche**).

Amministrazioni pubbliche [general government]: in base alla definizione del **Sistema europeo dei conti 1995**, il settore comprende gli enti residenti primariamente impegnati nella produzione di beni e servizi non di mercato fruibili dal singolo individuo e dalla collettività e/o nella redistribuzione del reddito e della ricchezza nazionali. Vi sono inclusi le amministrazioni centrali, quelle regionali e locali, nonché gli enti di previdenza e assistenza sociale, mentre sono esclusi gli enti di proprietà statale che svolgono operazioni commerciali, quali le aziende pubbliche.

Analisi economica [economic analysis]: uno dei pilastri dello schema su cui si fonda l'analisi esaustiva dei rischi per la **stabilità dei prezzi** condotta dalla **Banca Centrale Europea**, che costituisce la base per le decisioni di politica monetaria del **Consiglio direttivo**. L'analisi economica si concentra principalmente sulla valutazione degli andamenti economici e finanziari correnti e dei rischi a essi collegati nel breve e medio termine per la stabilità dei prezzi, dal punto di vista dell'interazione fra domanda e offerta nei mercati dei beni, dei servizi e dei fattori di produzione su tali orizzonti temporali. A questo riguardo, si presta la dovuta attenzione alla necessità di identificare la natura degli shock che influenzano l'economia, i loro effetti sul processo di formazione dei costi e dei prezzi e le prospettive a breve e medio termine per la loro propagazione all'economia (cfr. anche **analisi monetaria**).

Analisi monetaria [monetary analysis]: uno dei pilastri dello schema su cui si fonda l'analisi esaustiva dei rischi per la **stabilità dei prezzi** condotta dalla **Banca Centrale Europea**, che costituisce la base per le decisioni di politica monetaria del **Consiglio direttivo**. L'analisi monetaria aiuta a valutare le tendenze dell'inflazione a medio e lungo termine, data la stretta relazione esistente fra moneta e prezzi su orizzonti temporali estesi. L'analisi monetaria considera gli andamenti di un ampio insieme di indicatori monetari fra i quali **M3**, le sue componenti e contropartite, in particolare il credito, e varie misure di eccesso di liquidità (cfr. anche **analisi economica**).

Area dell'euro [euro area]: area costituita dagli Stati membri dell'UE che hanno introdotto l'euro come valuta comune conformemente al **Trattato** e in cui viene attuata una politica monetaria unica sotto la responsabilità del **Consiglio direttivo** della **Banca centrale europea**. L'area dell'euro comprende attualmente Belgio, Germania, Grecia, Spagna, Francia, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia.

Attività nette sull'estero delle IFM [MFI net external assets]: le attività sull'estero del settore delle **IFM** dell'**area dell'euro** (quali oro, banconote e monete in valuta estera, titoli emessi da non residenti nell'area e prestiti concessi a non residenti nell'area) al netto delle passività sull'estero del settore delle **IFM** dell'**area dell'euro** (quali depositi detenuti da non residenti nell'area, **operazioni pronti contro termine**, quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e **titoli di debito** emessi dalle **IFM** con scadenza non superiore a due anni).

Azioni [equities]: titoli che rappresentano la proprietà di una quota societaria. Comprendono le azioni scambiate in borsa (azioni quotate), le azioni non quotate e altre partecipazioni. Le azioni di norma producono un reddito sotto forma di dividendi.

Banca centrale europea (BCE) [European Central Bank (ECB)]: la BCE, investita di personalità giuridica dalla legislazione comunitaria, si trova al centro dell'**Eurosistema** e del **Sistema europeo di banche centrali (SEBC)**. Essa assicura che i compiti attribuiti a questi ultimi siano assolti mediante le proprie attività o per il tramite delle BCN, conformemente allo Statuto del SEBC. La BCE è governata dal **Consiglio direttivo** e dal **Comitato esecutivo**, nonché dal **Consiglio generale**, in quanto terzo organo decisionale.

Bilancia dei pagamenti [balance of payments (b.o.p.): prospetto statistico che riepiloga le transazioni economiche avvenute fra un'economia e il resto del mondo in un determinato periodo di tempo. Vengono prese in considerazione le transazioni riguardanti i beni, i servizi e i redditi, quelle relative alle attività e passività finanziarie nei confronti del resto del mondo, nonché quelle classificate come trasferimenti (ad esempio la cancellazione del debito).

Bilancio consolidato del settore delle IFM [consolidated balance sheet of the MFI sector]: bilancio aggregato delle **IFM** al netto delle posizioni fra le IFM stesse (ad esempio, prestiti e depositi tra IFM). Fornisce informazioni statistiche sulle attività e passività di questo settore nei confronti dei residenti nell'**area dell'euro** che non ne fanno parte (**amministrazioni pubbliche** e altri soggetti) e dei non residenti. Il bilancio consolidato costituisce la principale fonte statistica per il calcolo degli aggregati monetari, nonché la base per l'analisi periodica delle contropartite di **M3**.

Coefficiente di riserva [reserve ratio]: rapporto definito dalla banca centrale per ciascuna delle categorie di **passività soggette a riserva**; viene utilizzato per il calcolo della **riserva obbligatoria**.

Comitato economico e finanziario (CEF) [Economic and Financial Committee (EFC)]: organo consultivo comunitario, che contribuisce alla preparazione dei lavori del Consiglio UE. Tra i suoi compiti figura l'esame della situazione economica e finanziaria degli Stati membri e della Comunità, nonché la sorveglianza in materia di bilancio.

Comitato esecutivo [Executive Board]: uno degli organi decisionali della **Banca centrale europea (BCE)**. Comprende il Presidente e il Vicepresidente della BCE e altri quattro membri nominati di comune accordo dai capi di Stato o di governo dei paesi che hanno introdotto l'euro.

Consiglio direttivo [Governing Council]: organo decisionale supremo della **Banca centrale europea (BCE)**. Comprende tutti i membri del **Comitato esecutivo** della BCE e i governatori delle BCN dei paesi che hanno introdotto l'euro.

Consiglio Ecofin [ECOFIN Council]: denominazione del Consiglio UE riunito nella composizione dei ministri economici e finanziari.

Consiglio generale [General Council]: uno degli organi decisionali della **Banca centrale europea (BCE)**. Comprende il Presidente e il Vicepresidente della BCE e i governatori delle BCN di tutti i paesi dell'UE.

Controparte [counterparty]: l'altra parte coinvolta in una transazione finanziaria (ad esempio, qualsiasi soggetto che effettui un'operazione con la banca centrale).

Controparte centrale [central counterparty]: entità che si interpone tra le **controparti** degli scambi e funge da unico acquirente nei confronti di tutti i venditori e da unico venditore nei confronti di tutti gli acquirenti.

Credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro [MFI credit to euro area residents]: prestiti delle IFM concessi ai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM (compresi le **amministrazioni pubbliche** e il settore privato) e i titoli detenuti dalle IFM (azioni, altri titoli di capitale e **titoli di debito**) emessi dai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM.

Depositi presso la banca centrale [deposit facility]: categoria di **operazioni attivabili su iniziativa delle controparti** messa a disposizione dall'**Eurosistema**. Le **controparti** possono farvi ricorso per effettuare depositi a vista presso le BCN, remunerati a un tasso di interesse prestabilito (cfr. **tassi di interesse di riferimento della BCE**).

Ente creditizio [credit institution]: (a) impresa la cui attività consiste nel ricevere dal pubblico depositi o altri fondi rimborsabili e nel concedere crediti per proprio conto, oppure (b) impresa o qualsiasi persona giuridica, diverse da quelle di cui al punto precedente, che emette strumenti di pagamento in forma di moneta elettronica.

Eonia [EONIA (euro overnight index average)]: misura del tasso di interesse effettivo per il mercato interbancario *overnight* in euro. Si calcola come media ponderata dei tassi di interesse sulle operazioni di prestito *overnight* non coperte da garanzie denominate in euro, sulla base delle segnalazioni di un gruppo selezionato di banche.

Euribor [Euribor (euro interbank offered rate)]: tasso applicato ai prestiti in euro tra banche con elevato merito di credito; viene calcolato quotidianamente per depositi interbancari con scadenze varie, non superiori a dodici mesi.

Eurosistema [Eurosystem]: il sistema di banche centrali dell'**area dell'euro**. Comprende la **Banca centrale europea** e le BCN degli Stati membri dell'UE che hanno introdotto l'euro a partire dalla Terza fase dell'**Unione economica e monetaria**.

Garanzia [collateral]: attività costituite in garanzia del rimborso di un finanziamento (ad esempio, ottenuto dagli **enti creditizi** presso le banche centrali), nonché attività cedute (ad esempio, alle banche centrali dagli enti creditizi) nell'ambito di **operazioni pronti contro termine**.

Governo societario [corporate governance]: insieme delle regole e delle procedure in base alle quali si esercitano la direzione e il controllo su un'organizzazione. La struttura di governo societario specifica la distribuzione di diritti e competenze fra i vari partecipanti (consiglio di amministrazione, dirigenti, azionisti e altri soggetti) e stabilisce le regole e procedure per il processo decisionale.

IFM (istituzioni finanziarie monetarie) [MFIs (monetary financial institutions)]: istituzioni finanziarie che insieme costituiscono il settore emittente moneta nell'**area dell'euro**. Includono la **Banca centrale europea**, le BCN dei paesi dell'area dell'euro nonché gli **enti creditizi** e i fondi comuni monetari aventi sede nell'area.

Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) [Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)]: indice dei prezzi al consumo calcolato dall'Eurostat e armonizzato per tutti gli Stati membri dell'UE.

Investimenti di portafoglio [*portfolio investment*]: transazioni e/o posizioni nette dei residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai non residenti ("attività") e transazioni e/o posizioni nette dei non residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai residenti ("passività"). Sono inclusi i titoli azionari e i **titoli di debito** (obbligazioni e *notes*, strumenti di **mercato monetario**) al netto degli importi iscritti fra gli investimenti diretti o le attività di riserva.

Investimenti diretti [*direct investment*]: investimenti internazionali effettuati allo scopo di ottenere un interesse durevole in una società residente in un altro paese (con ciò si intende, in pratica, una partecipazione non inferiore al 10 per cento delle quote ordinarie o dei diritti di voto).

Istituto monetario europeo (IME) [*European Monetary Institute (EMI)*]: organo di carattere temporaneo fondato all'inizio della Seconda fase dell'**Unione economica e monetaria**, il 1° gennaio 1994. È stato posto in liquidazione in seguito alla costituzione della **Banca centrale europea** il 1° giugno 1998.

M1: aggregato monetario ristretto che include le banconote e monete in circolazione e i depositi a vista detenuti presso le **IFM** e le **amministrazioni centrali** (ad esempio, presso le Poste o il Tesoro).

M2: aggregato monetario intermedio. Comprende **M1**, i depositi rimborsabili su preavviso non superiore a tre mesi (cioè i depositi a risparmio a breve termine) e i depositi con durata prestabilita non superiore a due anni (cioè i depositi a termine a breve scadenza) detenuti presso le **IFM** e le **amministrazioni centrali**.

M3: aggregato monetario ampio che si compone di **M2** più gli strumenti negoziabili, in particolare le **operazioni pronti contro termine**, le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e i **titoli di debito** con scadenza non superiore a due anni emessi dalle **IFM**.

Mercato azionario [*equity market*]: mercato sul quale vengono emessi e scambiati i titoli azionari.

Mercato monetario [*money market*]: mercato per la raccolta, l'investimento e lo scambio di fondi a breve termine mediante strumenti che generalmente hanno scadenza originaria non superiore a un anno.

Mercato obbligazionario [*bond market*]: mercato sul quale vengono emessi e scambiati **titoli di debito** a più lungo termine.

Nuovi accordi europei di cambio AEC II [*ERM II (exchange rate mechanism II)*]: accordi che definiscono l'assetto per la cooperazione nel settore delle politiche del cambio tra i paesi dell'area dell'euro e gli Stati membri dell'UE non partecipanti alla Terza fase dell'**Unione economica e monetaria**.

Operazione di mercato aperto [*open market operation*]: operazione effettuata su iniziativa della banca centrale nei mercati finanziari. Con riferimento alle loro finalità, regolarità e procedure, le operazioni di mercato aperto dell'**Eurosistema** si possono suddividere in quattro categorie: **operazioni di rifinanziamento principali**, **operazioni di rifinanziamento a più lungo termine**, **operazioni di regolazione puntuale** e operazioni di tipo strutturale. Le **operazioni temporanee** costituiscono il principale strumento utilizzato dall'Eurosistema per gli interventi di mercato aperto e possono essere impiegate per tutte le categorie summenzionate. Per le operazioni di tipo strutturale sono, inoltre, disponibili l'emissione di certificati di debito e le transazioni definitive, mentre per le operazioni di regolazione puntuale si possono anche utilizzare le transazioni definitive, le **operazioni di swap in valuta** e la raccolta di depositi a tempo determinato.

Operazione di regolazione puntuale [*fine-tuning operation*]: operazione di mercato aperto diversa da quelle regolari, effettuata dall'**Eurosistema** principalmente per rispondere a variazioni inattese delle condizioni di liquidità nel mercato.

Operazione di rifinanziamento a più lungo termine [*longer-term refinancing operation*]: regolare **operazione di mercato aperto** eseguita dall'**Eurosistema** sotto forma di **operazioni temporanee**. Le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine sono effettuate tramite un'asta standard mensile, solitamente con scadenza a tre mesi.

Operazione di rifinanziamento marginale [*marginal lending facility*]: tipo di **operazione attivabile su iniziativa delle controparti** messo a disposizione dall'**Eurosistema**, attraverso cui le **controparti** possono ottenere dalle BCN, a un tasso di interesse predefinito, credito *overnight* a fronte di attività idonee (cfr. **tassi di interesse di riferimento della BCE**).

Operazione di rifinanziamento principale [*main refinancing operation*]: regolare **operazione di mercato aperto** eseguita dall'**Eurosistema** sotto forma di **operazioni temporanee**. Dal 10 marzo 2004 le operazioni di rifinanziamento principale sono effettuate tramite un'asta standard settimanale, solitamente con scadenza a una settimana.

Operazione di swap in valuta [*foreign exchange swap*]: operazione contestuale di acquisto/vendita a pronti e vendita/acquisto a termine di una valuta contro un'altra.

Operazione di vendita con patto di riacquisto [*repurchase agreement*]: accordo di vendita di attività a pronti con obbligo di riacquisto a un prezzo prestabilito e a una data futura predeterminata, o su richiesta. Si tratta di un'operazione simile al prestito garantito, ma da esso differisce poiché in questo caso la proprietà dei titoli viene trasferita alla parte acquirente.

Operazione temporanea [*reverse transaction*]: operazione mediante la quale la banca centrale acquista (o vende) attività a pronti con patto di vendita (o acquisto) a termine, ovvero eroga credito a fronte di una **garanzia**.

Operazioni attivabili su iniziativa delle controparti [*standing facility*]: operazioni che una banca centrale mette a disposizione delle **controparti**, attivabili su iniziativa di queste ultime. L'**Eurosistema** ne prevede di due tipi, entrambe con scadenza *overnight*: le **operazioni di rifinanziamento marginale** e i **depositi presso la banca centrale**.

Opzione [*option*]: strumento finanziario che attribuisce al possessore il diritto, ma non l'obbligo, di acquistare o vendere determinate attività (ad esempio obbligazioni o azioni) a un prezzo predefinito (prezzo base o di esercizio) a una data futura o entro tale data (data di scadenza o di esercizio).

Paesi in procinto di aderire all'Unione europea / paesi aderenti [*acceding countries*]: con questi termini si designavano, prima del loro ingresso nell'UE il 1° maggio 2004, i dieci paesi che avevano sottoscritto il Trattato di adesione nel 2003: Repubblica Ceca, Estonia, Cipro, Lettonia, Lituania, Ungheria, Malta, Polonia, Slovenia e Slovacchia.

Passività finanziarie a più lungo termine delle IFM [*MFI longer-term financial liabilities*]: depositi con durata prestabilita superiore a due anni, depositi rimborsabili con preavviso superiore a tre mesi, **titoli di debito** emessi dalle **IFM dell'area dell'euro** con scadenza originaria superiore a due anni, nonché capitale e riserve del settore delle IFM dell'area dell'euro.

Passività soggette a riserva [*reserve base*]: somma delle voci di bilancio (in particolare passività) che costituiscono la base di calcolo per la **riserva obbligatoria** di un **ente creditizio**.

Patto di stabilità e crescita [*Stability and Growth Pact*]: i tre atti che lo compongono sono 1) il Regolamento (CE) n. 1466/97 del Consiglio, del 7 luglio 1997, per il rafforzamento della sorveglianza delle posizioni di bilancio nonché della sorveglianza e del coordinamento delle politiche economiche, 2) il Regolamento (CE) n. 1467/97 del Consiglio, del 7 luglio 1997, per l'accelerazione e il chiarimento delle modalità di attuazione della **procedura per i disavanzi eccessivi** e 3) la risoluzione del Consiglio europeo sul Patto di stabilità e crescita adottata ad Amsterdam il 17 giugno 1997. Il Patto è stato concepito a salvaguardia di finanze pubbliche sane nella Terza fase dell'**Unione economica e monetaria**, al fine di rafforzare i presupposti per la **stabilità dei prezzi** e per una crescita vigorosa e sostenibile in grado di favorire la creazione di posti di lavoro. Più in particolare, si menziona come obiettivo a medio termine degli Stati membri il raggiungimento di posizioni di bilancio prossime al pareggio oppure in avanzo.

Periodo di mantenimento [*maintenance period*]: periodo considerato per l'adempimento dell'obbligo di riserva da parte degli **enti creditizi**. Dal 10 marzo 2004 ha inizio il giorno di regolamento della prima **operazione di rifinanziamento principale** successiva alla riunione del **Consiglio direttivo** in cui è programmata la valutazione mensile dell'orientamento di politica monetaria. La **Banca centrale europea** pubblica un calendario dei periodi di mantenimento delle riserve almeno tre mesi prima dell'inizio dell'anno.

Portafoglio benchmark [*benchmark portfolio*]: nel contesto degli investimenti finanziari, indica un portafoglio di riferimento, o indice, costruito in funzione degli obiettivi di liquidità, rischio e remuneratività degli investimenti stessi. Il portafoglio *benchmark* serve come termine di raffronto per la valutazione dell'andamento del portafoglio effettivo.

Posizione patrimoniale sull'estero (p.p.e.) [*international investment position (i.i.p.)*]: valore e composizione delle consistenze di attività (o passività) finanziarie nette detenute da un'economia nei confronti del resto del mondo.

Procedura per i disavanzi eccessivi [*excessive deficit procedure*]: il **Trattato**, ai sensi dell'articolo 104 e come specificato nel Protocollo n. 20 sulla procedura per i disavanzi eccessivi, richiede agli Stati membri dell'UE di mantenere la disciplina di bilancio; esso definisce i criteri secondo i quali stabilire se la posizione di bilancio debba essere considerata in disavanzo eccessivo e prevede le misure da intraprendere qualora si riscontrino che tali criteri, in termini di saldo di bilancio o di debito pubblico, non sono soddisfatti. A completamento di questo quadro vige il Regolamento (CE) n. 1467/97 del Consiglio, del 7 luglio 1997, per l'accelerazione e il chiarimento delle modalità di attuazione della procedura per i disavanzi eccessivi, che costituisce parte integrante del **Patto di stabilità e crescita**.

Proiezioni [*projections*]: risultato dell'esercizio condotto quattro volte all'anno sui possibili sviluppi macroeconomici nell'**area dell'euro**. Le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'**Eurosistema** sono pubblicate in giugno e dicembre, mentre quelle degli esperti della **Banca Centrale Europea** sono pubblicate in marzo e settembre. Costituiscono parte integrante dell'**analisi economica**, uno dei pilastri della strategia di politica monetaria della Banca centrale europea, e pertanto rientrano fra i diversi elementi informativi che confluiscono nella valutazione dei rischi per la **stabilità dei prezzi** da parte del **Consiglio direttivo**.

Reddito monetario [*monetary income*]: reddito ottenuto dalle BCN nell'esercizio delle funzioni di politica monetaria dell'**Eurosistema**, riveniente dalle attività accantonate conformemente agli indirizzi definiti dal **Consiglio direttivo** e detenute in contropartita delle banconote in circolazione e dei depositi costituiti dagli **enti creditizi** presso le BCN.

Rischio di credito [*credit risk*]: rischio che una **controparte** non assolva un'obbligazione per il suo intero valore, né alla scadenza né in un momento successivo. Il rischio di credito include il rischio per costo di sostituzione, il rischio di capitale e quello di inadempienza della banca di regolamento.

Rischio di liquidità [*liquidity risk*]: rischio che una controparte non assolva un'obbligazione per il suo intero valore al momento della scadenza, ma soltanto a una data successiva non determinata.

Rischio di regolamento [*settlement risk*]: termine generico indicante il rischio che il regolamento nell'ambito di un sistema di trasferimento non abbia luogo come previsto. Può comprendere sia il **rischio di credito** sia il **rischio di liquidità**.

Rischio sistemico [*systemic risk*]: rischio che l'incapacità di un'istituzione finanziaria di rispettare entro i termini previsti le obbligazioni a cui è tenuta impedisca ad altre istituzioni di assolvere le proprie al momento della scadenza. Una tale inadempienza potrebbe generare significativi problemi di credito o liquidità e, conseguentemente, mettere a rischio la stabilità dei mercati o la fiducia nei loro confronti.

Riserva obbligatoria [*reserve requirement*]: ammontare minimo che un **ente creditizio** deve detenere a titolo di riserva presso l'**Eurosistema**. L'ottemperanza a tale obbligo viene valutata sulla base della media dei saldi giornalieri su un **periodo di mantenimento** di circa un mese.

Saldo primario [*primary balance*]: saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche da cui sono esclusi gli interessi passivi.

Sistema di deposito accentrato (SDA) [*central securities depository (CSD)*]: ente preposto al deposito e alla gestione dei titoli, che consente di effettuare il trasferimento mediante scritturazione contabile. I titoli possono essere detenuti in forma materiale (ma immobilizzata) oppure dematerializzata (ossia esistono solo come scritturazioni elettroniche). In aggiunta alla custodia e all'amministrazione dei titoli, uno SDA può anche svolgere funzioni di compensazione e regolamento.

Sistema di regolamento delle transazioni in titoli (SRT) [*securities settlement system (SSS)*]: sistema che consente la detenzione e il trasferimento di titoli gratuitamente o dietro pagamento (consegna contro pagamento) ovvero a fronte di un'altra attività (consegna contro consegna). Include tutti i dispositivi tecnici e istituzionali necessari per il regolamento delle transazioni in titoli e la custodia di questi ultimi. Il sistema può operare su base lorda, in tempo reale e non, oppure su base netta. Un sistema di regolamento permette il calcolo (*clearing*) delle obbligazioni dei partecipanti.

Sistema di regolamento lordo in tempo reale (RTGS) [*real-time gross settlement system (RTGS)*]: sistema di regolamento in cui l'esecuzione e il regolamento avvengono per ogni singola transazione (vale a dire senza compensazione) in tempo reale, ossia in modo continuativo; cfr. **Target**.

Sistema europeo dei conti 1995 (SEC 95) [European System of Accounts 1995 (ESA 95)]: sistema di definizioni e classificazioni statistiche uniformi, atte a fornire una descrizione quantitativa armonizzata delle economie degli Stati membri dell'UE. Costituisce il corrispondente comunitario del System of National Accounts 1993 (SNA 93).

Sistema europeo di banche centrali (SEBC) [European System of Central Banks (ESCB)]: il SEBC è composto dalla **Banca centrale europea (BCE)** e dalle BCN dei 25 Stati membri dell'UE; esso comprende, pertanto, oltre all'**Eurosistema**, anche le banche centrali nazionali degli Stati membri che non hanno ancora introdotto l'euro. Il SEBC è governato dal **Consiglio direttivo** e dal **Comitato esecutivo** della BCE, nonché dal **Consiglio generale**, in quanto terzo organo decisionale della BCE.

Stabilità dei prezzi [price stability]: il mantenimento della stabilità dei prezzi è l'obiettivo primario dell'**Eurosistema**. Il **Consiglio direttivo** definisce la stabilità dei prezzi come un aumento sui dodici mesi dell'**indice armonizzato dei prezzi al consumo** per l'**area dell'euro** inferiore al 2 per cento. Il Consiglio direttivo ha inoltre chiarito che, nel perseguimento della stabilità dei prezzi, si prefigge lo scopo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento su un orizzonte di medio periodo.

Target (Sistema transeuropeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale) [TARGET (Trans-European automated real-time gross settlement express transfer system)]: sistema di regolamento lordo in tempo reale (RTGS) per l'euro. È un sistema decentrato costituito dai quindici sistemi RTGS nazionali, dal meccanismo di pagamento della **BCE (ECB payment mechanism, EPM)** e dal meccanismo di *interlinking*.

Tassi di cambio effettivi (TCE) dell'euro (nominali/reali) [effective exchange rates (EERs) of the euro (nominal/real)]: medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro nei confronti delle valute dei principali partner commerciali dell'**area dell'euro**. La **Banca centrale europea** pubblica gli indici del TCE nominale dell'euro nei confronti di due gruppi di paesi partner: il TCE-23 (comprendente i 13 Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e i 10 principali partner commerciali al di fuori dell'UE) e il TCE-42 (composto dal TCE-23 più altri 19 paesi). I coefficienti di ponderazione riflettono la quota di ciascun partner nel commercio dell'area e tengono conto della concorrenza sui mercati terzi. I TCE reali si ottengono dai TCE nominali corretti per la differenza tra l'andamento di un indice ponderato di prezzo o di costo estero e quello del corrispondente indice interno; essi misurano pertanto la competitività di prezzo o di costo.

Tassi di interesse delle IFM [MFI interest rates]: tassi di interesse praticati dalle **IFM** residenti, escluse le banche centrali e i fondi comuni monetari, su depositi in euro e prestiti in euro nei confronti delle famiglie e delle società non finanziarie residenti nell'**area dell'euro**.

Tassi di interesse di riferimento della BCE [key ECB interest rates]: tassi di interesse fissati dal **Consiglio direttivo**, che riflettono l'orientamento di politica monetaria della **Banca centrale europea**. Attualmente comprendono il **tasso minimo di offerta** sulle **operazioni di rifinanziamento principali**, il tasso di interesse sulle **operazioni di rifinanziamento marginali** e quello sui **depositi presso la banca centrale**.

Tasso minimo di offerta [minimum bid rate]: limite inferiore fissato per i tassi di interesse a cui le **controparti** possono presentare le proprie offerte nelle aste a tasso variabile delle **operazioni di rifinanziamento principali**. È uno dei **tassi di interesse di riferimento della BCE** che riflettono l'orientamento di politica monetaria.

Titolo di debito [*debt security*]: promessa da parte dell'emittente (prenditore) di effettuare uno o più pagamenti al detentore (prestatore) a una determinata data o a determinate date future. Questi titoli recano solitamente uno specifico tasso di interesse (cedola) e/o sono collocati con uno sconto rispetto all'ammontare dovuto alla scadenza.

Trattamento interamente automatizzato [*straight-through processing (STP)*]: trattamento automatizzato, dall'ordinante al beneficiario, dei trasferimenti per pagamenti o transazioni, che include il perfezionamento automatico di generazione, conferma, compensazione e regolamento delle istruzioni.

Trattato [*Treaty*]: il termine si riferisce al Trattato che istituisce la Comunità europea ("Trattato di Roma"), il cui testo è stato sottoposto, nel tempo, a diversi emendamenti; in particolare, il Trattato sull'Unione europea ("Trattato di Maastricht"), contenente lo Statuto del **SEBC**, ha gettato le basi dell'**Unione economica e monetaria**.

Unione economica e monetaria (UEM) [*Economic and Monetary Union (EMU)*]: il **Trattato** definisce le tre fasi del processo di realizzazione dell'UEM. La Terza fase, quella conclusiva, si è aperta il 1° gennaio 1999 con il trasferimento delle competenze monetarie alla **Banca centrale europea** e l'introduzione dell'euro. La sostituzione del contante in euro, il 1° gennaio 2002, ha completato il processo di attuazione dell'UEM.

Valore di riferimento per la crescita di M3 [*reference value for M3 growth*]: tasso di crescita sui dodici mesi di **M3** nel medio periodo che risulta coerente con il mantenimento della **stabilità dei prezzi**. Attualmente è fissato al 4½ per cento.

Volatilità implicita [*implied volatility*]: misura della variabilità attesa (deviazione standard in termini di variazioni percentuali annualizzate) dei prezzi, ad esempio dei titoli e delle azioni (o dei contratti *future* corrispondenti), desunta dai prezzi delle **opzioni**.

