

ISTITUTO MONETARIO EUROPEO

**RAPPORTO ANNUALE
1994**

APRILE 1995

© Istituto monetario europeo, 1995
Postfach 10 20 31, D-60020 Frankfurt am Main

Tutti i diritti riservati. Fatta eccezione per i diritti garantiti dalla legge, nessuna parte di questa pubblicazione può essere riprodotta, tradotta, conservata in archivi elettronici, o trasmessa in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, elettronico, meccanico, di fotocopiatura o di registrazione, in assenza di previa autorizzazione scritta da parte dell'Istituto monetario europeo. La riproduzione in fotocopia a fini didattici e non commerciali è autorizzata.

ISSN 1024-5553

Stampato da Kern & Birner GmbH + Co., D-60486 Francoforte sul Meno

INDICE

PREFAZIONE

CAPITOLO I: LA CONGIUNTURA ECONOMICA, MONETARIA E FINANZIARIA NELLA UNIONE EUROPEA

SINTESI COMPLESSIVA

| | | |
|----|--|---|
| 1. | La congiuntura economica, monetaria e finanziaria nella Unione europea nel 1993 e nel 1994 | 2 |
| 2. | Le prospettive e le sfide future | 4 |

A. I PRINCIPALI SVILUPPI DALL'INIZIO DEL 1993

| | | |
|-----|--|----|
| 1. | Il quadro macroeconomico | 6 |
| 1.1 | Tendenze generali nelle principali economie industrializzate | 6 |
| 1.2 | Gli sviluppi economici nella UE | 9 |
| 2. | Gli sviluppi nei mercati finanziari | 16 |
| 2.1 | L'evoluzione dei mercati dei cambi | 16 |
| 2.2 | Gli sviluppi nei mercati obbligazionari | 21 |
| 2.3 | Gli sviluppi negli altri mercati | 25 |
| 3. | Le politiche economiche nella UE | 27 |
| 3.1 | La politica di bilancio | 27 |
| 3.2 | La politica monetaria | 31 |
| 3.3 | Il <i>mix</i> delle politiche macroeconomiche | 39 |
| 4. | Le prospettive e le sfide future | 41 |
| 4.1 | Le prospettive | 41 |
| 4.2 | Le sfide per il futuro | 44 |

B. PROGRESSI VERSO LA CONVERGENZA

| | | |
|-----|--|----|
| 1. | Il ruolo dell'IME nella valutazione della convergenza | 48 |
| 2. | Stabilità dei prezzi | 50 |
| 2.1 | Tassi di inflazione nel 1993 e nel 1994 | 50 |
| 2.2 | Valutazione della stabilità dei prezzi | 51 |
| 3. | Sostenibilità della finanza pubblica | 52 |
| 3.1 | Finanza pubblica nel 1993 e nel 1994..... | 52 |
| 3.2 | Valutazione della sostenibilità della finanza pubblica | 53 |
| 4. | La stabilità dei tassi di cambio..... | 55 |
| 4.1 | L'evoluzione dei tassi di cambio nel 1993 e nel 1994 | 55 |
| 4.2 | Valutazione della stabilità dei tassi di cambio | 55 |
| 5. | Convergenza dei tassi di interesse a lungo termine | 56 |
| 5.1 | Tassi di interesse a lungo termine nel 1993 e nel 1994..... | 56 |
| 5.2 | Valutazione della convergenza dei tassi di interesse a lungo termine | 57 |
| 6. | Convergenza complessiva e sostenibilità | 58 |

CAPITOLO II: LE ATTIVITA' DEL COMITATO DEI GOVERNATORI E DELL'IME

INTRODUZIONE: DAL COMITATO DEI GOVERNATORI ALL'IME

A. IL RUOLO E LA STRUTTURA DELL'IME

| | | |
|-----|---|----|
| 1. | Obiettivi, compiti e funzioni dell'IME | 61 |
| 1.1 | Rafforzamento della cooperazione tra le Banche centrali e del coordinamento delle politiche monetarie | 61 |
| 1.2 | Preparativi per l'istituzione del SEBC | 62 |
| 1.3 | Supervisione sullo sviluppo dell'ECU | 63 |
| 1.4 | Altri compiti | 63 |
| 2. | La struttura organizzativa dell'IME | 63 |
| 2.1 | Il Consiglio dell'IME | 63 |
| 2.2 | Il Presidente dell'IME | 64 |
| 2.3 | L'organizzazione interna dell'IME | 64 |
| 2.4 | Comitati, Sottocomitati e Gruppi di lavoro | 68 |
| 3. | Le risorse finanziarie dell'IME | 69 |

B. L'ATTIVITA' DELL'IME

| | | |
|-----|--|----|
| 1. | Il coordinamento delle politiche monetarie e del cambio | 71 |
| 2. | La preparazione della terza fase | 72 |
| 2.1 | La politica monetaria | 72 |
| 2.2 | La politica del cambio | 74 |
| 2.3 | Le statistiche | 74 |
| 2.4 | Il sistema dei pagamenti | 76 |
| 2.5 | La preparazione delle banconote europee | 77 |
| 2.6 | La creazione del SEBC | 78 |
| 3. | L'uso dell'ECU e la sorveglianza sul sistema di compensazione e regolamento dell'ECU | 79 |
| 3.1 | L'uso dell'ECU privato nel 1993 e nel 1994 | 79 |
| 3.2 | La sorveglianza sul sistema di compensazione dell'ECU | 84 |
| 4. | La cooperazione tra le Banche centrali | 85 |
| 4.1 | Il sistema dei pagamenti | 85 |
| 4.2 | La vigilanza bancaria | 88 |
| 5. | Altri compiti | 91 |
| 5.1 | Compiti operativi (SME/FECOM) | 91 |
| 5.2 | Funzioni consultive | 93 |
| 5.3 | Cooperazione con altre istituzioni | 94 |

CAPITOLO III: CARATTERISTICHE ISTITUZIONALI DELLE BANCHE CENTRALI NAZIONALI

| | |
|--|-----|
| INTRODUZIONE | 98 |
| A. STATUTI E INDIPENDENZA | 98 |
| 1. Principali riforme istituzionali realizzate nel 1993 e nel 1994 | 99 |
| 2. Caratteristiche attuali delle banche centrali nazionali della Unione europea | 100 |
| 3. Riforme legislative previste | 104 |
| B. FINANZIAMENTO MONETARIO E ACCESSO PRIVILEGIATO | 105 |
| 1. Considerazioni generali e ruolo dell'IME | 105 |
| 2. Rispetto del divieto di concessione di credito al settore pubblico da parte della Banca centrale | 106 |
| 3. Conformità al divieto di accesso privilegiato alle istituzioni finanziarie | 108 |

BILANCIO DELL'IME

**ALLEGATO 1: Le strategie e gli strumenti di politica monetaria nei paesi
della UE: Lo stato attuale**

ALLEGATO 2: Regolamento interno dell'IME

GLOSSARIO

ABBREVIAZIONI

ELENCO DEI DOCUMENTI PUBBLICATI DALL'IME

MEMBRI DEL CONSIGLIO DELL'IME, DELLA DIREZIONE DELL'IME E DEL COMITATO FINANZIARIO E PRESIDENTI DEI SOTTOCOMITATI E DEI GRUPPI DI LAVORO

INDICE DELLE TAVOLE, DELLE FIGURE E DEI RIQUADRI*

Tavole

| | | |
|-----|--|-----|
| 1. | Saldi commerciali e delle partite correnti nella UE | 11 |
| 2. | Prezzi, salari e produttività negli Stati membri della UE | 14 |
| 3. | Tassi di interesse a lungo termine | 22 |
| 4. | Indicatori di bilancio degli Stati membri della UE | 28 |
| 5. | Aggregati monetari - obiettivi e fasce di riferimento | 33 |
| 6. | Inflazione: obiettivi annunciati | 37 |
| 7. | Previsioni relative alle principali variabili economiche nella UE | 42 |
| 8. | Conti pubblici negli Stati membri della UE | 46 |
| 9. | Indicatori economici e criteri di convergenza del Trattato di Maastricht | 49 |
| 10. | Quote di partecipazione delle Banche centrali alle risorse finanziarie dell'IME | 70 |
| 11. | I mercati finanziari dell'ECU | 81 |
| 12. | Prestiti comunitari | 93 |
| 13. | Caratteristiche istituzionali delle Banche centrali della Unione europea | 101 |
| 14. | Debito del settore pubblico detenuto dalla Banca centrale | 106 |
| 15. | Strategie, strumenti e procedure della politica monetaria negli Stati membri della UE | 126 |
| 16. | Caratteristiche delle riserve obbligatorie negli Stati membri della UE | 128 |

Figure

| | | |
|----|---|----|
| 1. | Principali sviluppi nelle maggiori economie industrializzate | 7 |
| 2. | Crescita del PIL negli Stati membri della UE | 9 |
| 3. | Posizione nella banda di fluttuazione delle valute partecipanti agli Accordi europei di cambio | 17 |
| 4. | Tassi d'interesse a breve termine | 19 |
| 5. | Rendimenti sulle obbligazioni a 10 anni di Stati Uniti e Germania e differenziali | 24 |
| 6. | Rendimenti delle obbligazioni a lungo termine | 26 |
| 7. | Entrate e uscite del settore pubblico nella UE | 29 |
| 8. | Tassi di interesse ufficiali o tassi guida negli Stati membri della UE | 32 |
| 9. | Differenziali tra i tassi dell'ECU di mercato e dell'ECU teorico | 83 |

* Simboli convenzionali usati nelle tavole:

“...” Nullo o trascurabile

“ - ” Non applicabile o non disponibile

Riquadri

| | | |
|----|---|----|
| 1. | Le trasformazioni strutturali nei mercati del lavoro | 12 |
| | Figura: Tasso di disoccupazione e crescita del PIL nella UE | |
| | Tavola: Struttura della disoccupazione | |
| 2. | Differenze nei processi di trasmissione monetaria | 36 |
| 3. | La situazione economica dei nuovi Stati membri della Unione | 40 |
| | Tavola: Principali indicatori economici dei nuovi Stati membri della UE | |
| 4. | Stabilità dei prezzi | 51 |
| 5. | Finanza pubblica | 53 |
| 6. | La stabilità dei tassi di cambio | 56 |
| 7. | Tassi di interesse a lungo termine | 58 |

PREFAZIONE

Con questo primo Rapporto Annuale, che si rivolge al Parlamento europeo, al Consiglio, alla Commissione e al Consiglio europeo, l'IME intende valutare tutti gli aspetti che attengono ai suoi compiti così come definiti dal Trattato istitutivo della Comunità europea, oltre che fornire alla collettività un resoconto generale sui suoi orientamenti e le sue attività. In conformità con l'articolo 11 dello Statuto dell'IME, il Rapporto tratta delle condizioni monetarie e finanziarie all'interno della Comunità e delle attività dell'IME; esso presenta, altresì, il bilancio annuale dell'Istituto. Inoltre, il Rapporto valuta i progressi compiuti verso la convergenza e il lavoro di preparazione della terza fase, descrive le caratteristiche istituzionali delle Banche centrali nazionali, adempiendo così anche agli obblighi di relazione previsti dall'articolo 7 dello Statuto dell'IME. Infine, va sottolineato che questo Rapporto copre gli anni 1993 e 1994, riflettendo il fatto che l'IME ha assunto i compiti del Comitato dei Governatori delle Banche centrali della Comunità europea a far tempo dal 1° gennaio 1994, e che non è stato pubblicato alcun Rapporto del Comitato per il 1993. Seguendo la prassi consolidata nella redazione delle relazioni annuali, il testo non si occupa degli sviluppi che si sono verificati dopo il 31 dicembre 1994; di conseguenza, avvenimenti come il riallineamento nello SME all'inizio del marzo 1995 non rientrano nell'orizzonte temporale di questo Rapporto e non sono, pertanto, presi in esame.

Il Capitolo I descrive e analizza i principali sviluppi economici, finanziari e monetari all'interno della Unione europea, con particolare attenzione alle loro implicazioni per il raggiungimento e il mantenimento della stabilità dei prezzi. Nel complesso, i progressi verso la stabilità dei prezzi compiuti negli ultimi due anni sono considerevoli. Ciò nonostante, rimangono importanti sfide da affrontare. In primo luogo, la stabilità dei prezzi non è stata ancora raggiunta nella Unione europea nel suo insieme e, tenendo conto della diffusa ripresa in atto, potrebbe diventare molto più difficile progredire ulteriormente in questa direzione. Di conseguenza, l'attenzione dei responsabili delle politiche monetarie a tale problema dovrà rimanere massima. In secondo luogo, le finanze pubbliche di molti Stati membri continuano a essere fonte di seria preoccupazione. Un'azione decisa sarà necessaria per ridurre i disavanzi di bilancio e ripristinare livelli accettabili di debito pubblico. Il consolidamento a medio termine dovrà procedere ad un ritmo soddisfacente, e dovrebbe essere fortemente orientato verso il contenimento delle spese. Ciò è tanto più vero nei paesi in cui il *mix* di politica economica pesa eccessivamente sulla politica monetaria nel perseguimento della stabilità dei prezzi. Il periodo che ci attende rivestirà un'importanza particolare in quanto si rivelerà cruciale per la prima valutazione della convergenza, ai sensi dell'articolo 109j, primo paragrafo, del Trattato, che dovrà essere condotta autonomamente dall'IME e dalla Commissione europea nel corso del 1996.

Il Capitolo II illustra il ruolo dell'IME nel campo della cooperazione e del coordinamento durante la seconda fase e nei lavori di preparazione della terza fase. Nella seconda fase, l'IME ha il compito di rafforzare il coordinamento delle politiche monetarie degli Stati membri, allo scopo di assicurare la stabilità dei prezzi. Nello svolgimento dei propri compiti, l'IME rappresenta la sede per le consultazioni e lo

scambio di idee e informazioni sui problemi di politica economica; la conduzione della politica monetaria resta, tuttavia, responsabilità esclusiva delle autorità nazionali. Per quanto riguarda la preparazione della terza fase, il Trattato che ha istituito la Comunità europea prevede che l'IME debba definire entro la fine del 1996 il quadro regolamentare, organizzativo e logistico necessario affinché il Sistema Europeo di Banche Centrali possa svolgere le proprie funzioni. In previsione dell'ampia gamma di questioni da risolvere nel dettaglio e considerato il breve tempo a disposizione per il lavoro preparatorio, il Consiglio dell'IME ha organizzato il proprio lavoro sulla base di un'agenda completa che opera da filo conduttore per l'organizzazione, il controllo e la valutazione delle attività del personale dell'IME, dei sottocomitati e dei gruppi di lavoro.

Il Capitolo III si occupa delle caratteristiche istituzionali delle Banche centrali nazionali, con particolare riguardo alle disposizioni del Trattato relative all'attuazione dell'indipendenza delle Banche centrali e all'obiettivo principale di promuovere la stabilità dei prezzi. Vengono illustrate le modifiche istituzionali che hanno avuto luogo nel 1993 e nel 1994; sono descritte le caratteristiche attuali delle Banche centrali della Unione e si delineano le future modifiche legislative. Lo stesso capitolo copre anche il ruolo dell'IME nell'attività di controllo del rispetto, da parte delle Banche centrali, del divieto di finanziamento monetario del settore pubblico e di quello relativo all'accesso privilegiato, per quest'ultimo, alle istituzioni finanziarie.

Il Rapporto affronta un'ampia gamma di questioni, riflettendo in questo modo il vasto campo di funzioni che l'IME dovrà svolgere e la fitta agenda per i prossimi anni. Al fine di adempiere agli obblighi previsti dal Trattato, sarà necessario l'impegno fattivo sia delle Banche centrali nazionali e del loro personale partecipante ai sottocomitati e gruppi di lavoro dell'IME, sia del personale dell'IME stesso. A tutti, e in primo luogo ai membri del Consiglio dell'IME, desidero esprimere la mia gratitudine per il lavoro compiuto negli ultimi due anni e in particolare l'anno scorso, nella fase di istituzione e avvio dell'attività dell'IME. Nel novembre del 1994 l'IME si è spostato dalla sua collocazione temporanea di Basilea alla sua sede nella Eurotower di Francoforte: a seguito dell'assunzione di ulteriore personale, l'IME è ora in grado di affrontare in modo efficace i compiti che gli sono stati conferiti dal Trattato istitutivo della Comunità europea.

A. LAMFALUSSY
Presidente

Francoforte, 7 marzo 1995

CAPITOLO I

LA CONGIUNTURA ECONOMICA, MONETARIA E FINANZIARIA NELLA UNIONE EUROPEA

SINTESI COMPLESSIVA

1. La congiuntura economica, monetaria e finanziaria nella Unione europea nel 1993 e nel 1994

Mentre il 1993 era stato un anno di recessione nella maggioranza (ma non nella totalità) dei dodici Stati membri della Unione europea e il prodotto interno lordo della Unione si era ridotto dello 0,3 per cento, il 1994 è stato segnato dalla ripresa dell'attività economica, con un tasso di crescita del PIL stimato al 2,6 per cento. Grazie alla sostenuta espansione nei paesi al di fuori della UE, molti Stati membri hanno beneficiato del contributo delle esportazioni nette alla formazione del reddito, che ha mitigato gli effetti della recessione e dato un significativo impulso alla crescita del PIL nel 1994. Conseguentemente, la bilancia dei pagamenti della Unione, già migliorata sensibilmente nel 1993, ha registrato ulteriori progressi, seppure di minore entità, nel 1994. La domanda interna, debole per tutto il 1993, è tornata ad aumentare nel 1994, in linea con la fase ascendente del ciclo. Oltre alla ripresa generalizzata dell'attività economica, i tassi di crescita nei paesi della UE sono stati nettamente più sincronizzati nel 1994 rispetto all'anno precedente: per la prima volta dal 1989, in tutti i paesi della Unione si è registrato un tasso di crescita positivo.

L'incremento medio dei prezzi al consumo nella UE è passato dal 4,3 per cento del 1992 al 3,1 per cento nel 1994, proseguendo quindi la discesa avviata sin dal 1991; l'andamento dell'inflazione è stato inoltre nettamente più convergente rispetto al passato. La moderazione salariale e consistenti incrementi di produttività hanno contribuito alla discesa dell'inflazione nella UE. Occorre tuttavia tener presente che altri fattori hanno permesso il conseguimento di questo risultato: in particolare, si è avuto un significativo mutamento nell'impostazione della politica economica, che ha portato a considerare la stabilità dei prezzi come uno dei principali obiettivi della politica economica in generale e, in particolare, come obiettivo primo della politica monetaria. Inoltre, la concorrenza è stata stimolata dal progressivo completamento del Mercato unico e sono state adottate alcune riforme di natura strutturale per rendere più flessibili i vari mercati del lavoro.

Tuttavia, nonostante i notevoli progressi verso la stabilità dei prezzi conseguiti negli ultimi due anni dai paesi della UE, il risultato non può essere considerato interamente soddisfacente. Mentre alcuni paesi (Belgio, Danimarca, Francia, Irlanda, Lussemburgo, Paesi Bassi e Regno Unito) hanno conseguito o mantenuto tassi d'inflazione in ragione d'anno inferiori o prossimi al 2-2,5 per cento, in Germania l'incremento dei prezzi al consumo è stato pari al 3 per cento mentre in Spagna, Italia e Portogallo l'aumento del livello generale dei prezzi si è situato nella fascia 3,9-5,2 per cento. Nel 1994, il tasso d'inflazione registrato in Grecia è stato di poco inferiore all'11 per cento.

La disoccupazione, che normalmente segue con ritardo l'evoluzione dell'attività produttiva, ha raggiunto un tasso massimo di quasi il 12 per cento nell'intera UE, per poi iniziare a ridiscendere gradualmente. Sebbene sussistano differenze notevoli tra i diversi Stati membri, si può identificare un fattore comune nell'esistenza di considerevoli problemi strutturali. Anche se a partire dalla fine degli anni ottanta negli Stati membri è stata adottata un'ampia gamma di misure a carattere strutturale, restano necessari ulteriori interventi dal lato dell'offerta.

Nel biennio trascorso, la principale fonte di preoccupazione è stata il costante deterioramento delle finanze pubbliche nei paesi della Unione. Il disavanzo del settore pubblico nella Unione nel suo complesso, che nel 1992 era pari al 5,0 per cento, è aumentato nel 1993, in parte a causa dell'andamento ciclico, raggiungendo il 6,0 per cento del PIL, il livello più elevato dalla costituzione della Comunità economica europea. Nonostante l'avvio della fase ascendente del ciclo, nel 1994 il disavanzo si è ridotto solo

di poco, attestandosi al 5,6 per cento. Secondo alcune stime, questa modesta riduzione sconta, in media, fattori congiunturali e non strutturali. Nel complesso, il rapporto tra debito lordo del settore statale e PIL è stato quasi pari al 69 per cento nel 1994, contro circa il 61 per cento di due anni prima. Tuttavia, vi sono ampie variazioni tra Stato e Stato sia in termini di disavanzo sia in termini di debito.

La crescita della moneta, seppur moderata a livello di UE, ha registrato andamenti difformi tra i vari paesi, ponendo, a volte, problemi interpretativi alle autorità monetarie. In Germania, dove la Bundesbank nello scorso biennio ha continuato a fissare un obiettivo intermedio in termini di moneta (M3), si è ritenuto che, nel complesso, l'accelerazione della moneta dipendesse in gran parte da fattori eccezionali e temporanei: l'evoluzione degli ultimi mesi del 1994 ha confermato la correttezza dell'analisi.

La conduzione della politica monetaria nei paesi aderenti agli Accordi europei di cambio (AEC) è stata complicata dalla volatilità registrata sui mercati valutari. È proseguita nel 1993 l'instabilità all'interno degli Accordi europei di cambio dello SME che si era manifestata alla fine dell'estate del 1992. Nell'agosto del 1993, a seguito delle insostenibili pressioni nel mercato dei cambi, i Ministri economici e i Governatori delle Banche centrali della UE hanno deciso di ampliare la banda di oscillazione delle valute AEC, pur mantenendo fisse le parità centrali. All'indomani di tale manovra, le divise che in precedenza si trovavano nella banda stretta si sono deprezzate nei confronti del marco tedesco rispetto al limite inferiore della precedente banda di oscillazione (ad eccezione del fiorino olandese, che resta entro un margine ristretto rispetto al marco tedesco) ma si sono poi riportate abbastanza rapidamente in prossimità delle rispettive parità centrali. La peseta spagnola e lo scudo portoghese (che erano stati svalutati nella prima metà del 1993) sono rimasti al di sopra dei limiti precedenti. Nel complesso, le Banche centrali dei paesi aderenti agli AEC hanno fatto ricorso alla flessibilità concessa dal nuovo assetto in modo prudente, per assecondare solo tensioni di breve durata. Al tempo stesso, i più ampi margini di fluttuazione si sono dimostrati uno strumento efficace che ha scoraggiato pressioni speculative, alleviando pertanto i vincoli sulla politica monetaria. Di conseguenza, dalla fine del 1993 e nella maggior parte del 1994, il meccanismo di cambio dello SME ha funzionato abbastanza bene, senza forti tensioni.

Le valute della UE non aderenti agli AEC sono state maggiormente soggette a variabilità. Nel periodo considerato nella sua interezza, la lira italiana e la dracma greca si sono deprezzate nei confronti delle valute AEC più forti, sotto l'influenza, tra l'altro, delle preoccupazioni relative all'orientamento della politica di bilancio, delle prospettive concernenti l'inflazione e, in Italia, delle incertezze politiche. Alla fine del 1994, il tasso di cambio sterlina/marco tedesco si situava su un livello prossimo a quello della fine del 1992. L'azione di politica monetaria delle Banche centrali di questi paesi è stata volta direttamente al controllo dell'andamento dei prezzi interni, pur tenendo debito conto dei connessi indicatori e non trascurando la stabilità del tasso di cambio.

Mentre nel 1993 i mercati obbligazionari erano stati caratterizzati da un certo ottimismo, dalla discesa dei rendimenti a lungo termine e dall'attenuarsi dei differenziali d'interesse, nei primi mesi del 1994 le aspettative si sono bruscamente invertite. I rendimenti obbligazionari hanno subito un'impennata in tutti i paesi industrializzati e, nonostante gli sfasamenti ciclici, vi è stato un andamento parallelo sui mercati statunitensi e su quelli europei. All'interno della UE, tuttavia, anche fattori specifici ai singoli paesi hanno chiaramente avuto la loro importanza, come evidenziato dal fatto che i differenziali di rendimento sui mercati obbligazionari si sono in alcuni casi ampliati notevolmente.

Le implicazioni degli andamenti sui mercati obbligazionari per la politica monetaria dipendono dalla misura in cui gli aumenti dei rendimenti nominali sono causati da tassi d'interesse reali più elevati (al netto del rischio), da accresciute aspettative inflazionistiche e/o da premi al rischio crescenti. Le Banche centrali della maggior parte

dei paesi della UE ritenevano, nel complesso, che non vi fosse nell'immediato il rischio di una nuova fiammata inflazionistica; a loro parere, tuttavia, l'andamento dei tassi d'interesse a lungo termine rivelava le preoccupazioni di lungo periodo dei mercati, specialmente riguardo alle condizioni della finanza pubblica nonché il maggior rilievo dato alla stabilità di lungo periodo dei prezzi e dei tassi di cambio.

In presenza della descritta evoluzione delle grandezze reali e finanziarie, l'azione delle Banche centrali è stata mossa dal convincimento che fosse importante accentuare la ferma prosecuzione di un'azione anti-inflazionistica della politica monetaria, basata sulla chiara enunciazione degli obiettivi e delle ipotesi sottostanti e sulla volontà di intervenire ogniqualvolta fosse a repentaglio il conseguimento dell'obiettivo. In questo contesto, le Banche centrali della Unione hanno ritenuto opportuno, per la maggior parte del biennio trascorso, continuare la politica di graduale riduzione dei tassi ufficiali o dei tassi guida, permettendo in tal modo la discesa dei tassi d'interesse a breve termine fino all'estate del 1994. Nella seconda metà dell'anno, in alcuni paesi i tassi d'interesse si sono nuovamente orientati al rialzo, sia a causa del venir meno delle aspettative di un'ulteriore discesa dell'inflazione sia in risposta alla percezione di minacce alla stabilità dei prezzi.

Esaminando *ex post* gli andamenti trascorsi, si può affermare che il ripristino della stabilità valutaria, in special modo all'interno degli AEC, congiunto alla prosecuzione del declino dei tassi di crescita dei prezzi in tutta la Unione e al ridursi dei differenziali d'inflazione tra paesi, dimostrano che l'orientamento della politica monetaria nei singoli paesi era sostanzialmente adeguato. Ovviamente, nel formulare tale giudizio, si devono considerare anche le prospettive d'inflazione. A tale riguardo, la politica monetaria ha rischiato di essere nuovamente l'unica leva azionata allorché le altre misure di politica economica non hanno contribuito a sufficienza al perseguimento della stabilità dei prezzi nel medio periodo e, di conseguenza, alla stabilizzazione dei mercati finanziari. Di questo è responsabile in larga misura la politica di bilancio.

2. Le prospettive e le sfide future

Alla fine del 1994, le prospettive generali di crescita per il 1995 appaiono ulteriormente migliorate, sia per gli attuali dodici Stati membri della Unione sia per i tre nuovi aderenti. Il ritmo di crescita dell'attività economica è superiore al previsto e l'aumento della disoccupazione si è arrestato. Al tempo stesso, si prevede che la bilancia dei pagamenti della Unione continui a migliorare. Tuttavia, meno brillanti appaiono le prospettive relative agli alti livelli di disoccupazione strutturale, all'andamento dei disavanzi di bilancio e ai livelli del debito pubblico, che continuano a costituire le principali questioni ancora aperte.

La riduzione del tasso d'inflazione al di sotto del 3 per cento prevista per il 1995 è, in certa misura, dovuta alla recessione appena conclusasi, che ha dato luogo, in molti paesi, a significativi scostamenti rispetto al prodotto potenziale. Inoltre, in alcuni Stati membri, a seguito dei recenti accordi tra le parti sociali e/o delle riforme del mercato del lavoro, è aumentata la flessibilità dei salari. Le previsioni per l'inflazione, però, sono soggette ad una certa alea: alle Banche centrali è richiesto di mantenere un atteggiamento vigilante nel condurre le proprie politiche di tasso d'interesse, non solo al fine di salvaguardare i risultati fino ad ora conseguiti nel perseguimento della stabilità dei prezzi, ma anche per permettere che si compiano nuovi progressi in quei paesi dove l'inflazione è ancora relativamente elevata. In alcuni Stati membri sono state già adottate misure restrittive preventive.

Più in generale, fattori essenziali per stimolare una ripresa non inflazionistica e duratura sono la moderazione salariale e drastiche misure di aggiustamento strutturale, ivi incluso il risanamento dei conti pubblici. Non dovrà essere sopravvalutato lo spazio

disponibile per incrementi salariali e dovranno essere perseguiti con determinazione gli sforzi per il risanamento del bilancio, in un periodo in cui l'andamento positivo del ciclo tende a mascherare i problemi strutturali sottostanti. La ripresa economica offre l'opportunità di prendere le misure necessarie al riequilibrio dei conti pubblici, minimizzando al tempo stesso i costi sociali di una politica di bilancio restrittiva. Senza uno sforzo costante per ridurre i disavanzi strutturali, non si possono conseguire progressi duraturi verso una finanza pubblica adeguata per la Unione e verso un'insieme più equilibrato di politiche economiche. In particolare, è essenziale che gli impegni inclusi nei programmi di convergenza vengano rispettati, ponendo l'accento sui tagli alla spesa piuttosto che sull'aumento delle entrate. Il risanamento sarà tanto più importante per quei paesi in cui lo strumento della politica monetaria è sovraccarico di compiti. Anche le riforme del mercato del lavoro sono urgenti; ci si aspetta che anche esse favoriscano il perseguimento della stabilità dei prezzi.

Il raggiungimento di un elevato grado di convergenza sostenibile sarà essenziale. In particolare, ai sensi del Trattato di Maastricht sulla Unione europea, per entrare a far parte dell'Unione economica e monetaria, i paesi devono soddisfare le necessarie condizioni per l'adozione di una moneta unica. I criteri che verranno presi in considerazione sono la stabilità dei prezzi, la sostenibilità delle politiche di bilancio, la stabilità dei tassi di cambio e la convergenza dei tassi d'interesse a lungo termine, sebbene anche altri fattori avranno rilievo. In conclusione, nonostante i progressi compiuti in termini di stabilità dei prezzi, restano ancora punti di debolezza e attualmente la maggior parte dei paesi della UE non soddisferebbe i criteri per accedere all'Unione economica e monetaria, nella maggioranza dei casi in ragione dello stato dei conti pubblici. Se, tuttavia, le sfide di carattere strutturale e ciclico verranno vinte, la convergenza nella Unione potrà fare ulteriori passi avanti.

A. I PRINCIPALI SVILUPPI DALL'INIZIO DEL 1993

1. Il quadro macroeconomico

1.1 Tendenze generali nelle principali economie industrializzate

L'evoluzione del ciclo

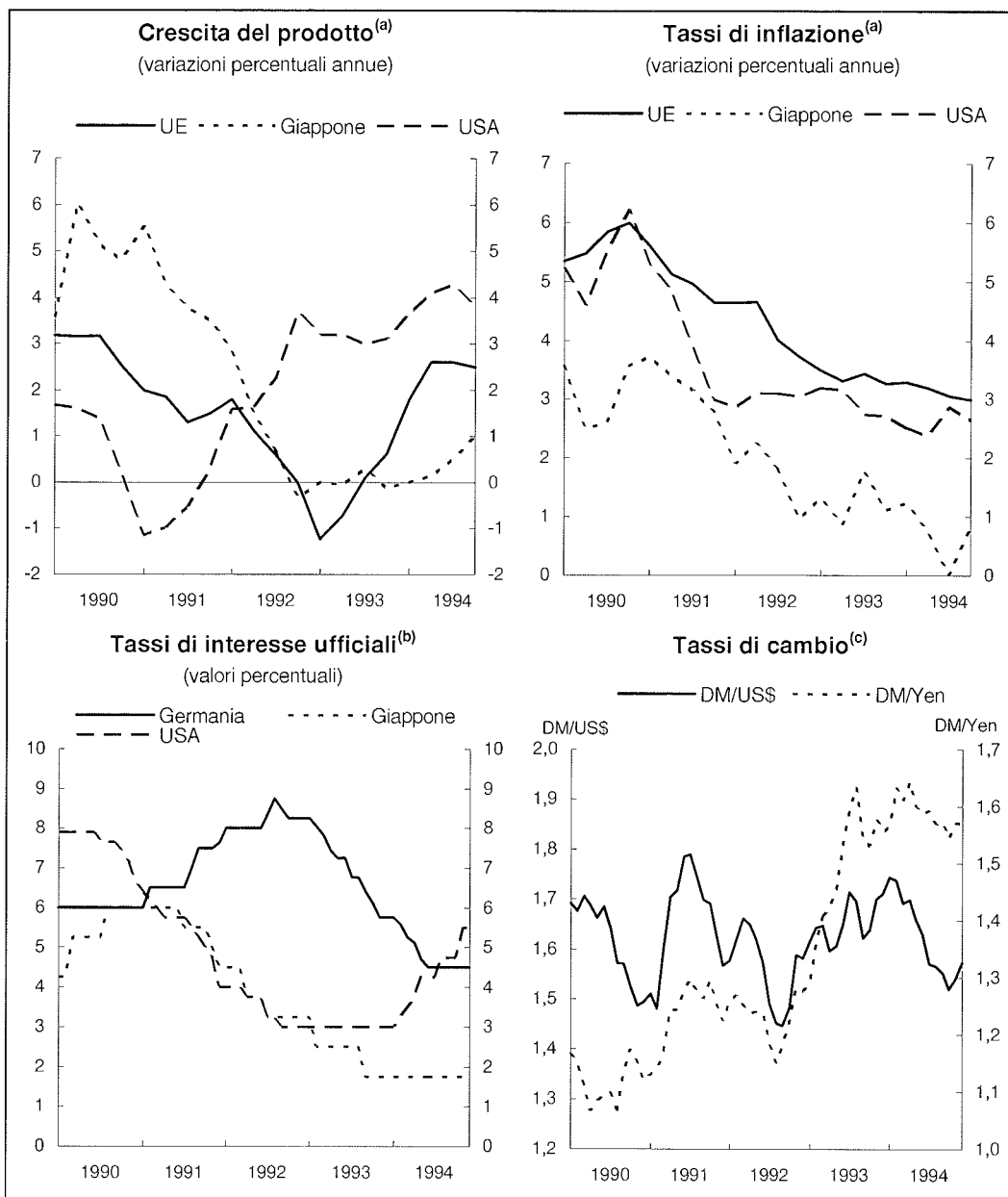
Nelle condizioni cicliche si sono registrati marcati contrasti fra il 1993, anno che ha registrato un accentuato sfasamento ciclico fra i principali paesi, e il 1994, durante il quale i tassi di crescita hanno invece mostrato una tendenziale convergenza (cfr. fig. 1). Gli Stati Uniti, che erano stati il primo paese ad entrare in recessione, hanno avuto una crescita sostenuta sin da quando, nel 1991, hanno raggiunto il punto di svolta inferiore del ciclo. Con un aumento del PIL del 4,0 per cento nel 1994, l'economia americana è prossima al pieno utilizzo della capacità produttiva. Le componenti più dinamiche della domanda sono state i consumi privati e gli investimenti, i cui tassi di crescita sono risultati superiori a quelli delle tendenze storiche di lungo termine: ne sono seguiti il rapido aumento delle importazioni e, di conseguenza, del *deficit* commerciale.

Nell'insieme della UE la crescita della produzione aveva iniziato a rallentare nel 1990, e aveva raggiunto il suo punto di minima agli inizi del 1993. La tendenza aggregata era peraltro la risultante di sviluppi contrastanti. Nel Regno Unito, che aveva vissuto, tra la metà del 1990 e la metà del 1992, due anni di caduta della produzione, l'economia è tornata a espandersi nel corso del 1992. Nella maggior parte degli altri paesi della UE sia il profilo temporale sia l'intensità degli sviluppi ciclici sono stati fortemente influenzati dalle ripercussioni del *boom* economico seguito all'unificazione tedesca; nel 1993 si è così avuta una contrazione del prodotto, seguita, nel 1994, da una ripresa più forte del previsto (cfr. par. 1.2).

Tra gli ultimi dei principali paesi a entrare in recessione vi è stato il Giappone. A causa della caduta di fiducia dei consumatori e degli imprenditori, e in parte per effetto dell'apprezzamento reale dello yen, i consumi privati e gli investimenti sono stati assai deboli nel 1993; nel 1994 la crescita della produzione (pari all'1 per cento), è rimasta molto al disotto della tendenza.

La fragilità finanziaria ha caratterizzato la recessione in vari paesi. Negli Stati Uniti, nel Regno Unito, in Giappone e in alcune altre nazioni la durata e l'intensità della crisi economica sono state aggravate dagli sforzi compiuti da famiglie, imprese e istituzioni finanziarie per correggere lo sbilancio delle proprie posizioni patrimoniali.

Figura 1 Principali sviluppi nelle maggiori economie industrializzate



Fonte: Statistiche nazionali.

(a) Dati trimestrali.

(b) Per Germania e Giappone: tasso di sconto; per gli Stati Uniti tasso di riferimento sui *Federal Funds*.

(c) Marchi tedeschi per dollaro e per 100 yen.

L'inflazione e le politiche monetarie

Nel 1993 e 1994 i tassi di inflazione sono diminuiti nelle maggiori economie industrializzate. Negli Stati Uniti l'inflazione è rimasta al di sotto del 3 per cento sia nel 1993 che nel 1994, pur con qualche fluttuazione nei tassi trimestrali, determinando così una crescita dei prezzi fra le più basse del dopoguerra. Nel febbraio 1994 la Federal Reserve ha attuato, per la prima volta in cinque anni, una stretta monetaria, reagendo alla preoccupazione di una crescita delle pressioni inflazionistiche sottostanti. Fra febbraio e dicembre 1994 il tasso sui *Federal Funds* (fondi federali) è stato alzato sei volte; inizialmente, la Federal Reserve ha optato per aumenti relativamente lievi dei tassi ufficiali (di 25 punti base ciascuno), ma ciò non è stato sufficiente a rassicurare i mercati.

L'incremento di 0,75 punti percentuali operato a metà novembre 1994 ha portato il tasso sui *Federal Funds* al 5,5 per cento (dal 3 per cento dell'inizio di febbraio 1994): si è trattato di uno dei maggiori aumenti del dopoguerra, che sembra aver rafforzato la fiducia, da parte dei mercati finanziari, nell'orientamento antinflazionistico delle autorità monetarie americane.

Nella UE il tasso medio di inflazione è diminuito costantemente; nel 1994 si è attestato attorno al 3 per cento.

In Giappone l'allentamento della politica monetaria è cominciato all'inizio del 1991; il tasso di sconto è stato mantenuto all'1,75 per cento dal settembre 1993 in poi. A causa della debole domanda interna e dell'apprezzamento dello yen, il tasso di inflazione è stato solo dell'1,3 per cento nel 1993 (in confronto all'1,7 dell'anno precedente) ed è diminuito ulteriormente nel 1994. Per stimolare l'attività economica le autorità monetarie hanno seguito un indirizzo assai accomodante, sebbene l'apprezzamento reale dello yen, nel 1994, abbia in parte controbilanciato gli effetti dei ridotti tassi di interesse nominali.

L'evoluzione dei tassi di cambio

Caratteristiche di rilievo dell'andamento dei mercati dei cambi nel periodo in esame sono state la relativa debolezza registrata dal dollaro, in entrambi gli anni rispetto allo yen e nel 1994 nei confronti di tutte le valute, nonché il notevole rafforzamento della divisa giapponese. Nell'ultimo biennio il dollaro si è deprezzato, in termini effettivi nominali, di circa il 5 per cento, e lo yen si è apprezzato del 30 per cento circa; dello stesso ordine di grandezza sono state le variazioni dei rispettivi tassi di cambio effettivi. In una prospettiva di medio periodo, ciò potrebbe contribuire a ridurre gli squilibri esterni fra i due paesi accrescendo la competitività dei beni e servizi statunitensi. Nel breve periodo, tuttavia, ha prodotto effetti pro-ciclici sulle economie americana e giapponese.

L'apprezzamento del dollaro nei confronti del marco tedesco, pari a circa il 7 per cento nel 1993, è stato seguito nel 1994 da un deprezzamento di circa il 10 per cento. La rivalutazione iniziale del dollaro è stata in parte connessa alle mutate aspettative circa i differenziali dei tassi di interesse a breve termine, dopo che la Bundesbank aveva iniziato una serie di riduzioni dei propri tassi, generando aspettative di un progressivo restringimento del differenziale a breve tra i due paesi. Tuttavia, la stretta monetaria attuata dalla Federal Reserve nel febbraio 1994 ha concentrato l'attenzione dei mercati sulla crescita dell'economia americana, più forte delle attese, non riuscendo peraltro ad attenuare le aspettative inflazionistiche fattesi più intense. Un altro fattore importante è stato l'arresto temporaneo delle trattative commerciali bilaterali con il Giappone, che ha portato in primo piano l'ampliamento del disavanzo esterno americano. Infine, anche la ripresa in Europa, rivelatasi più sostenuta del previsto, ha concorso all'indebolimento del dollaro. Nel 1994 più Banche centrali sono ripetutamente intervenute sui mercati dei cambi per attenuare o contenere la caduta del dollaro, mettendo altresì in atto, a più riprese, interventi congiunti.

Lo yen ha attraversato, nel 1993 e 1994, due fasi distinte nei confronti del marco tedesco. Fra gennaio e agosto 1993 si è fortemente apprezzato, stabilizzandosi quindi, con lievi fluttuazioni, attorno a 1,60 marchi per 100 yen. Rispetto al dollaro, la divisa giapponese si è fortemente rivalutata durante l'intero periodo: la quotazione della moneta statunitense è passata dai 125 yen di gennaio 1993 ai 100 circa di fine 1994, nonostante i massicci acquisti di dollari operati dalle autorità monetarie giapponesi.

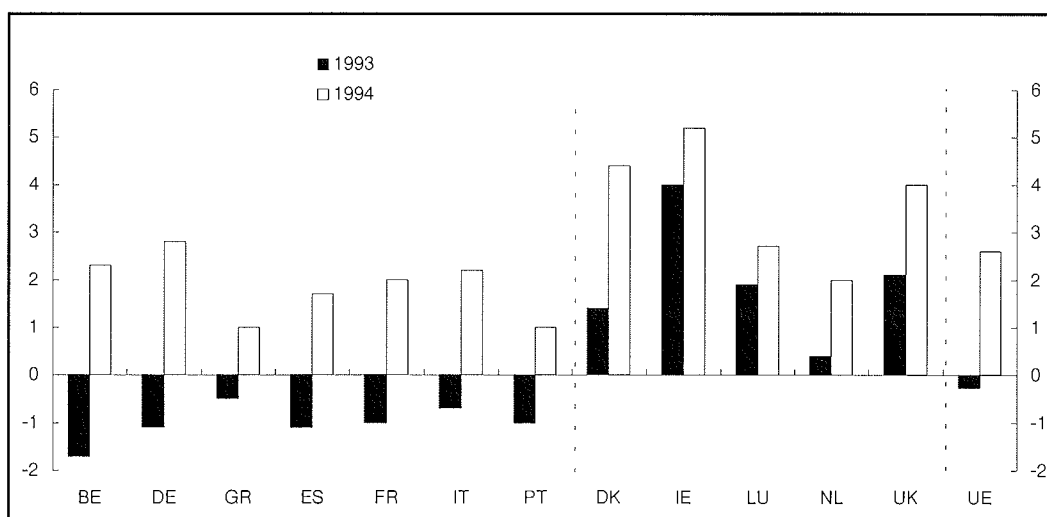
1.2 Gli sviluppi economici nella UE

Per la UE nel suo insieme, il periodo 1993-94 è stato caratterizzato da un ritorno alla crescita, dopo l'uscita dalla recessione. Dopo anni di progressivo rallentamento della crescita nell'insieme degli Stati membri, nel 1993 si è avuta una riduzione dell'attività economica dello 0,3 per cento in termini reali: la prima diminuzione del PIL in dodici anni. Per contro, la crescita del PIL nell'insieme della UE è valutabile, per il 1994, attorno al 2,6 per cento.

Ponendo questi sviluppi in prospettiva storica, l'ultima recessione non ha avuto severità straordinaria, se confrontata con quelle precedenti, sebbene in alcuni paesi sia stata la più grave da decenni. La caduta del PIL è stata dell'1,3 per cento, dal punto più alto a quello più basso del ciclo, raggiunto nella primavera del 1993. Nei primi anni ottanta il PIL della Unione era diminuito dell'1,4 per cento, con una caduta ancora maggiore (il 2,1 per cento) nel 1974-75. Per quanto riguarda il ritmo dell'attuale fase espansiva, un tasso di crescita del 2,6 per cento non appare eccezionale per il primo anno di ripresa: mentre la crescita era stata debole per vari anni dopo la recessione dell'inizio dello scorso decennio, il tasso medio di crescita della UE era stato del 4,5 per cento nel 1976, il primo anno di ripresa dopo la precedente recessione.

Nella maggioranza dei paesi l'evoluzione del ciclo è stata abbastanza sincrona; i movimenti del PIL nei vari paesi sono stati in linea con quelli dell'insieme della UE. Tuttavia, alcuni paesi hanno mostrato andamenti difformi in termini di ampiezza del ciclo o del suo profilo temporale (cfr. fig. 2).

Figura 2 Crescita del PIL negli Stati membri della UE*
(variazioni percentuali annue)



Fonte: Statistiche nazionali.

* I dati aggregati della UE, in questo caso e in ogni altra parte del Rapporto Annuale, sono generalmente costruiti usando tassi di cambio espressi in termini di parità dei poteri di acquisto (PPA). Tuttavia, i dati sul commercio usano i tassi di cambio correnti del 1989. Tassi e indici (con l'eccezione dell'indice dei prezzi al consumo) sono pesati in base ai PIL del 1989.

In Belgio, Germania, Grecia, Spagna, Francia, Italia e Portogallo l'attività economica complessiva è diminuita nel 1993, ma è cresciuta notevolmente nel 1994. In alcuni paesi il contributo positivo delle esportazioni nette è stato particolarmente importante nel determinare gli sviluppi del 1993 e del 1994. Nel 1993, i miglioramenti delle bilance commerciali hanno in parte compensato la debolezza della domanda interna

(mitigando così la gravità della crisi) e nel 1994 la vivacità delle esportazioni nette ha dato alla crescita un notevole impulso. In questo contesto, il forte sviluppo del commercio mondiale nel 1994 ha giovato a tutti questi paesi mentre in Spagna e Italia l'aumento delle esportazioni è stato ulteriormente rafforzato dai guadagni di competitività acquisiti con l'ampio deprezzamento del tasso di cambio nel 1992-93.

La domanda interna, che nel 1993 era stata, per la maggior parte di questi paesi, la principale causa di debolezza dell'attività reale, ha dato un contributo positivo, anche se modesto, alla crescita del 1994. La fiducia dei consumatori, gravemente indebolita dalla recessione e, in alcuni paesi, dalla crisi dei cambi del 1992-93, si è ripristinata gradualmente. Ciò ha generato un miglioramento nei consumi privati e una contestuale diminuzione del tasso di risparmio. Anche l'accumulo di scorte ha dato un impulso notevole alla crescita della maggior parte di questi paesi, mentre gli investimenti, nonostante un marcato miglioramento nel 1994, hanno fornito solo un modesto stimolo. Inoltre, nonostante gli ampi *deficit* di bilancio, il contributo diretto dei consumi pubblici alla crescita del PIL si è mantenuto basso o addirittura negativo nella maggior parte dei paesi di questo gruppo (per un'analisi delle politiche di bilancio si veda il par. 3.1).

Nei due anni in esame, in Danimarca, Irlanda, Lussemburgo, Paesi Bassi e Regno Unito la crescita è rimasta positiva nonostante un rallentamento dell'attività verificatosi nel corso del 1993 in alcuni paesi. Sia nel 1993 che nel 1994 la crescita in Irlanda è stata la più alta della Unione, e in Danimarca è stata superiore alla media della UE. In Danimarca, Irlanda e Paesi Bassi la domanda interna nel 1993 è rimasta pressoché invariata o è diminuita, ma le esportazioni nette hanno sostenuto la crescita del PIL. La rapida crescita danese nel periodo in esame è anche attribuibile a un orientamento espansivo della politica di bilancio. Nel Regno Unito la crescita del PIL è stata positiva in entrambi gli anni, ma ha fatto seguito alla lunga e severa recessione verificatasi tra metà 1990 e metà 1992, che era stata legata alle difficoltà di bilancio del settore privato e all'alto livello dei tassi di interesse nominali tra il 1988 e il 1990. La ripresa, iniziata a metà 1992, è stata principalmente dovuta a una inversione di tendenza dei consumi privati ed è stata sostenuta dalla riduzione dei tassi di interesse, iniziata fin dal 1990. Le esportazioni nette, che avevano svolto un ruolo di sostegno dell'economia durante la precedente crisi, hanno avuto un'influenza molto meno positiva nelle fasi iniziali della ripresa del 1993, dato che questa veniva a coincidere con il deterioramento ciclico dell'Europa continentale. Tuttavia, con il rafforzarsi della ripresa, nel 1994 le esportazioni nette hanno dato un contributo crescente all'espansione, mentre la stretta fiscale rallentava la domanda interna.

Nel 1994 si è anche registrata una accresciuta convergenza dei tassi di crescita; tutti i paesi della Unione hanno avuto contemporaneamente, per la prima volta dal 1989, uno sviluppo positivo. La deviazione *standard* dei tassi di crescita, pari al 2,3 per cento nel 1991, è scesa nel 1994 allo 0,7 per cento.

Come conseguenza dello sfasamento ciclico della UE nei confronti dei paesi terzi, la bilancia esterna dell'insieme della Unione è migliorata notevolmente nel 1993. Un ulteriore miglioramento, di minore intensità, si è avuto anche nel 1994 (cfr. tav. 1). Le bilance commerciali nel 1993 sono migliorate in quasi tutti i paesi della UE, e il *surplus* commerciale della Unione nel suo insieme è cresciuto nel 1994 fino a raggiungere l'1,3 per cento del PIL. In questi due anni il *deficit* della UE nelle partite invisibili è cresciuto lievemente, passando dallo 0,6 all'1 per cento, ma ciò non ha impedito che le partite correnti registrassero un *surplus*, rispettivamente dello 0,2 e dello 0,4 per cento del PIL nel 1993 e nel 1994.

I miglioramenti della bilancia commerciale nel 1993 sono stati superiori al 2 per cento del PIL in Spagna, Irlanda e Italia, sia come risultato di una accresciuta competitività, sia, in particolar modo in Spagna e in Italia, come conseguenza della debolezza della domanda interna. In generale, i miglioramenti delle bilance commerciali

nazionali sono stati di minore entità nel 1994, attestandosi fra lo 0,5 e l'1 per cento del PIL in Germania, Italia e Regno Unito. Tuttavia alcuni paesi hanno registrato, nel 1994, un peggioramento o una stasi dei saldi commerciali, a causa della forza della domanda interna (in Danimarca, peraltro, la bilancia commerciale e le partite correnti sono rimaste ampiamente in *surplus*).

Tavola 1 **Saldi commerciali e delle partite correnti nella UE***
(in percentuale del PIL)

| | Saldi commerciali | | | | Partite correnti | | | |
|--------------------|-------------------|-------|-------|---------------------|------------------|------|------|---------------------|
| | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 ^(a) | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 ^(a) |
| Belgio-Lussemburgo | 0,9 | 1,5 | 2,7 | 2,8 | 2,4 | 2,7 | 5,1 | 5,1 |
| Danimarca | 3,2 | 4,8 | 5,6 | 3,5 | 1,7 | 3,4 | 4,1 | 1,9 |
| Germania | 0,8 | 1,1 | 2,0 | 2,6 | -1,1 | -1,1 | -1,0 | -1,4 |
| Grecia | -14,2 | -14,5 | -14,0 | -14,0 | -1,8 | -2,2 | -0,8 | -0,2 |
| Spagna | -6,5 | -6,0 | -3,9 | -3,7 | -3,0 | -3,0 | -0,6 | -0,6 |
| Francia | -0,4 | 0,5 | 1,3 | 1,2 | -0,5 | 0,3 | 0,8 | 0,8 |
| Irlanda | 7,0 | 11,5 | 15,1 | 15,1 | 3,3 | 4,8 | 8,0 | 6,4 |
| Italia | 0,0 | 0,3 | 3,3 | 4,0 | -2,1 | -2,3 | 1,2 | 2,0 |
| Paesi Bassi | 3,7 | 3,6 | 2,8 | 2,9 | 2,7 | 2,3 | 3,0 | 3,0 |
| Portogallo | -10,0 | -9,8 | -9,2 | ... | -0,9 | -0,1 | -0,2 | 0,3 |
| Regno Unito | -1,8 | -2,2 | -2,1 | -1,7 | -1,4 | -1,6 | -1,8 | -0,4 |
| UE-12(b)(c) | -0,6 | -0,3 | 0,9 | 1,3 | -1,0 | -0,9 | 0,2 | 0,4 |

Fonte: Statistiche nazionali.

* I dati del 1993 e seguenti non sono pienamente omogenei con i precedenti a causa di modifiche nelle modalità di rilevazione statistica.

(a) Dato provvisorio.

(b) Cfr. nota alla fig. 2.

(c) Comprensivo degli scambi intra-UE.

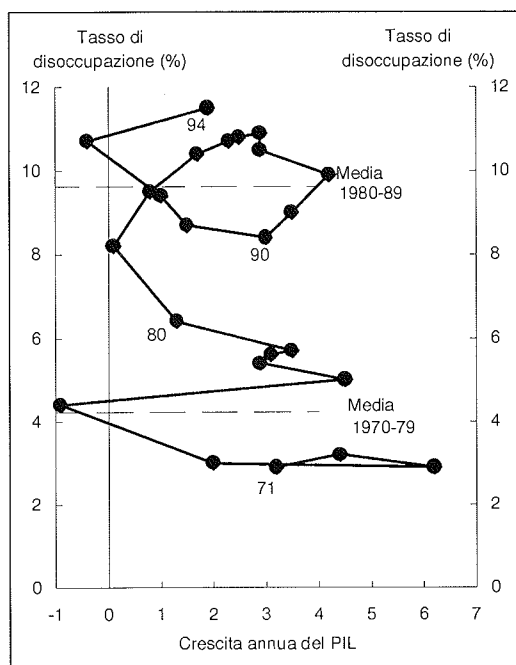
Le differenze nei tempi e nell'intensità della recessione nei diversi Stati membri sembrano suggerire che, sebbene i tassi di crescita abbiano teso a convergere nel 1994, i margini di capacità inutilizzata continuano a differire considerevolmente tra i singoli paesi. La misura di questi margini può essere approssimata dall'*output gap*, la differenza fra la produzione effettiva e quella potenziale, dove la produzione potenziale è il livello massimo di produzione che potrebbe essere realizzato senza pressioni inflazionistiche. Le stime sinora compiute, sebbene alquanto approssimative, confermano l'opinione secondo cui i margini di capacità inutilizzata, pur mostrando qualche segno di convergenza negli anni 1993 e 1994, restano assai differenziati tra i paesi europei.

La disoccupazione, che generalmente segue con ritardo l'evoluzione dei livelli di attività, ha raggiunto nel 1994 una consistenza massima di 18 milioni di unità nella UE, pari a quasi il 12 per cento della forza lavoro, prima di iniziare - seppure lentamente - a diminuire. Nella Unione il tasso di disoccupazione era salito di più di tre punti percentuali durante la crisi, dal minimo dell'8,3 per cento toccato nella precedente fase espansiva dei primi anni novanta, per stabilizzarsi o iniziare a diminuire durante la seconda metà del 1994 nella maggior parte degli stati membri. Permangono comunque notevoli differenze fra i tassi di disoccupazione dei singoli paesi. Alla fine del 1994 la disoccupazione era inferiore al 10 per cento solamente in Belgio, Germania, Grecia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Portogallo e Regno Unito.

Riquadro 1 Le trasformazioni strutturali nei mercati del lavoro

Gli alti tassi di disoccupazione registrati nella gran parte dei paesi della UE, sia in relazione alla storia passata che confrontati con quelli degli altri principali paesi, rappresentano per gli Stati membri un notevole spreco di risorse e una fonte importante di costi, sia sociali che per il bilancio pubblico. Gli alti livelli assoluti e percentuali della disoccupazione sono da attribuire in primo luogo a una scarsa creazione di posti di lavoro, piuttosto che a cambiamenti nella forza lavoro. Tra il 1980 e il 1994, a esempio, nella UE sono stati creati soltanto tre milioni e mezzo di nuovi posti di lavoro, assai meno che negli Stati Uniti (19,3 milioni) o in Giappone (10,5 milioni). Per conseguire i miglioramenti desiderati, si richiedono riforme strutturali dei meccanismi di funzionamento del mercato del lavoro. Tali riforme possono anche supportare il perseguimento della stabilità dei prezzi.

Tasso di disoccupazione e crescita del PIL nella UE



Fonte: Statistiche nazionali.

Struttura della disoccupazione

| | Tassi di disoccupazione nel 1993 ^(a) | | Disoccupati di lunga durata nel 1992 ^(d) |
|-------------------------|---|--------------------------|---|
| | Totale ^(b) | Giovanile ^(c) | |
| Belgio | 9,1 | 19,6 | 59,0 |
| Danimarca | 10,4 | 11,4 | 27,0 |
| Germania ^(e) | 5,8 | 4,9 | 33,5 |
| Grecia | 9,8 | 24,6 | 49,7 |
| Spagna | 22,4 | 43,2 | 47,4 |
| Francia | 11,6 | 24,6 | 36,1 |
| Irlanda | 15,8 | 27,9 | 60,2 |
| Italia | 10,2 | 30,6 | 58,2 |
| Lussemburgo | 2,6 | 6,5 | 17,6 |
| Paesi Bassi | 8,3 | 15,0 | 44,0 |
| Portogallo | 5,5 | 12,0 | 30,9 |
| Regno Unito | 10,3 | 16,9 | 35,4 |
| UE-12 ^(f) | 10,6 | 20,6 | 42,2 |
| Stati Uniti | 6,7 | 13,3 | 11,2 |
| Giappone | 2,1 | 5,1 | 15,4 |

Fonte: OCSE (1994).

(a) Tassi di disoccupazione standardizzati dall'OCSE, salvo che per Danimarca e Lussemburgo. (b) In percentuale della forza lavoro totale. (c) Giovani al di sotto dei 25 anni, in percentuale della forza lavoro giovanile. (d) Disoccupati in via continuativa da un anno o più in percentuale del totale dei disoccupati. (e) Regioni occidentali. (f) Cfr. nota alla fig. 2.

Le specifiche caratteristiche dei mercati del lavoro nei singoli paesi della UE variano considerevolmente - così come variano, di fatto, le particolari caratteristiche della disoccupazione (cfr. tavola) - e di conseguenza variano tra i paesi le specifiche priorità politiche da soddisfare nel disegno delle riforme. Inoltre, la creazione di nuovi posti di lavoro nella UE richiede maggiore competitività e implica che la politica economica affronti, più in generale, i problemi dei mercati dei prodotti e della deregolamentazione.

A livello di Unione, nonché dei singoli Stati membri, nel 1994 è stata posta un'attenzione crescente alle problematiche del mercato del lavoro, ed è stato pubblicato un Libro Bianco, contenente proposte per migliorarne la funzionalità. Le riforme del mercato del lavoro si possono ricondurre a due categorie: quelle che toccano i termini e le condizioni dell'impiego e quelle che si concentrano direttamente sui disoccupati. Tra i fattori in grado di influenzare il funzionamento del mercato del lavoro, e che possono essere particolarmente importanti per la UE, si annoverano i seguenti: il costo del lavoro (nelle sue componenti salariali e non salariali), il grado di flessibilità del salario reale (collegato al livello di centralizzazione della contrattazione, all'indicizzazione del salario, alla normativa sui minimi salariali, al tasso di sindacalizzazione e alla legislazione sugli scioperi), i costi di assunzione e di licenziamento, le norme relative alla corresponsione dell'indennità di disoccupazione e i programmi di formazione.

Riquadro 1 (segue)

Sin dalla fine degli anni ottanta una vasta gamma di riforme dei mercati del lavoro ha trovato attuazione in Europa. Largamente diffuse sono state le modifiche alle modalità di corresponsione dell'indennità di disoccupazione, nel livello dei sussidi erogati, nella durata dell'assistenza e/o nei requisiti richiesti per l'erogazione stessa dei sussidi. In Francia, a esempio, sono state riviste le modalità delle erogazioni in modo tale che queste diminuiscano con la durata della disoccupazione. Nel 1994 in Germania è stato ridotto il rapporto fra indennità e remunerazione media, mentre in Irlanda e Spagna l'indennità è stata assoggettata a tassazione. In vari stati sono variate le forme di indicizzazione del salario. In Belgio il paniere dei beni di riferimento è stato modificato, escludendo alcool, carburante e tabacco, mentre in Italia la scala mobile è stata sostituita da un sistema che collega gli incrementi salariali all'inflazione programmata. In Grecia l'indicizzazione dei salari è stata abolita nel 1991. Nei Paesi Bassi i salari minimi sono stati congelati dal 1992, e, nel Regno Unito, le residue restrizioni ancora vigenti in alcuni settori sono state abolite nel 1993. Sono anche stati compiuti progressi nel ridurre i costi non salariali, ad esempio in Belgio e in Francia, dove sono state ridotte le ritenute previdenziali a carico dei datori di lavoro (in Belgio, per i lavoratori che percepiscono salari bassi e per i giovani). In Lussemburgo sono state adottate varie misure, volte, tra l'altro, a ridurre le componenti non salariali del costo del lavoro. L'introduzione di nuove procedure di assunzione del personale e l'alleggerimento delle restrizioni al licenziamento di personale in esubero sono state le misure adottate in Spagna nel 1994, nell'ambito di una vasta riforma del mercato del lavoro. Infine, in molti paesi sono stati ampliati i programmi di formazione, focalizzandoli particolarmente sul miglioramento delle capacità e della qualificazione dei disoccupati, sia giovani che di lunga durata.

Una parte notevole dell'aumento della disoccupazione verificatosi nella Unione dalla fine degli anni ottanta è stata conseguenza del rallentamento dell'attività economica. Tuttavia, il recente massimo è superiore a quello raggiunto in cicli precedenti (il tasso medio di disoccupazione negli anni settanta non ha mai superato il 6 per cento, e il punto di massima a metà anni ottanta fu dell'11 per cento). Tale livello è anche molto al di sopra dei massimi raggiunti recentemente negli Stati Uniti (7,4 per cento nel 1992) e in Giappone (dove il massimo storico è attorno al 3 per cento).

Come illustrato nel riquadro 1, la disoccupazione nella UE ha mostrato fin dagli anni settanta una tendenza a spostarsi verso l'alto a ogni ciclo, denunciando l'esistenza di seri problemi strutturali che debbono essere affrontati: l'importante corollario è che gli attuali livelli di disoccupazione sono solo in parte un effetto del ciclo. Il punto di minimo (raggiunto nel 1990) era considerevolmente più alto di quello medio registrato negli anni settanta. Inoltre, uno studio dell'OCSE pubblicato nel 1994 ha evidenziato che la disoccupazione in Europa è particolarmente alta per talune categorie della forza lavoro, ad esempio fra le persone al di sotto dei 25 anni (più del 20 per cento dei quali erano disoccupati nel 1993) e fra i disoccupati di lunga durata (più del 40 per cento del totale nel 1992).

L'inflazione, misurata sui prezzi al consumo, è diminuita nella UE dal 4,3 per cento nel 1992 al 3,1 per cento nel 1994. Si è altresì registrata una marcata convergenza dei tassi di inflazione, la cui deviazione *standard* è diminuita dal 2,1 per cento del 1992 all'1,5 per cento del 1994. Sebbene i risultati degli ultimi due anni non si possano considerare pienamente soddisfacenti, il dato rappresenta per il complesso della UE un miglioramento apprezzabile. Belgio, Danimarca, Francia, Irlanda, Lussemburgo, Paesi Bassi e Regno Unito hanno raggiunto o mantenuto tassi di inflazione del 2-2,5 per cento o meno nel 1994, mentre i progressi della Germania hanno portato a un tasso di inflazione del 3 per cento. Anche in Italia e Portogallo essi sono diminuiti, attestandosi nel 1994 al 3,9 e 5,2 per cento rispettivamente, mentre in Spagna il tasso di inflazione è lievemente cresciuto, attestandosi al 4,7 per cento. In Grecia si è avuto un tasso di inflazione leggermente inferiore all'11 per cento nel 1994, in confronto a quello del 1992, di quasi il 16 per cento. I paragrafi che seguono esaminano i fattori che maggiormente spiegano la tendenza ad un abbassamento dei tassi di inflazione nella Unione, con particolare riferimento agli elementi di costo di breve periodo (cfr. tav. 2); altri fattori, come la disoccupazione,

Tavola 2 **Prezzi, salari e produttività negli Stati membri della UE**
(variazioni percentuali annue)

| | | Prezzi al consumo (1) | Costo del lavoro nominale per unità di prodotto ^(a) (2) | Retribuzione per occupato ^(a) (3) | Produttività (3)-(2) ^(a) (4) | Prezzi all'importa- zione ^(a) (5) |
|----------------------------|------|-----------------------------|--|--|---|---|
| Belgio | 1992 | 2,4 | 3,5 | 6,1 | 2,6 | -2,6 |
| | 1993 | 2,8 | 4,5 | 4,4 | -0,1 | -3,4 |
| | 1994 | 2,4 | 0,6 | 4,1 | 3,5 | 1,4 |
| Danimarca | 1992 | 2,1 | 1,1 | 2,8 | 1,7 | -1,3 |
| | 1993 | 1,3 | 0,3 | 1,9 | 1,6 | -0,9 |
| | 1994 | 2,0 | -0,8 | 2,8 | 3,6 | 2,8 |
| Germania ^{(b)(c)} | 1992 | 4,0 | 4,9 | 5,6 | 0,7 | -1,2 |
| | 1993 | 4,1 | 3,5 | 2,9 | -0,6 | -0,3 |
| | 1994 | 3,0 | -1,0 | 1,8 | 2,8 | 0,4 |
| Grecia | 1992 | 15,9 | 11,0 | 10,3 | -0,7 | 8,4 |
| | 1993 | 14,5 | 11,1 | 9,4 | -1,7 | 7,6 |
| | 1994 | 10,8 | 11,6 | 12,5 | 0,9 | 7,8 |
| Spagna | 1992 | 5,9 | 6,2 | 9,0 | 2,8 | 1,3 |
| | 1993 | 4,6 | 3,3 | 6,1 | 2,8 | 6,6 |
| | 1994 | 4,7 | 2,0 | 4,3 | 2,3 | 6,9 |
| Francia | 1992 | 2,4 | 2,6 | 4,4 | 1,8 | -2,3 |
| | 1993 | 2,1 | 2,2 | 2,5 | 0,3 | -2,3 |
| | 1994 | 1,6 | 0,5 | 3,7 | 3,2 | 3,1 |
| Irlanda | 1992 | 3,1 | -6,0 | 4,6 | 10,6 | -2,1 |
| | 1993 | 1,4 | -0,4 | 5,8 | 6,2 | 5,2 |
| | 1994 | 2,3 | -1,2 | 4,0 | 5,2 | 1,4 |
| Italia | 1992 | 5,3 | 4,0 | 6,2 | 2,2 | -0,6 |
| | 1993 | 4,3 | 0,8 | 3,6 | 2,8 | 11,7 |
| | 1994 | 3,9 | -0,8 | 3,0 | 3,8 | 3,5 |
| Lussemburgo | 1992 | 3,2 | 5,9 | 5,9 | 0,0 | -1,7 |
| | 1993 | 3,6 | 6,4 | 4,9 | -1,5 | -0,1 |
| | 1994 | 2,1 | 3,5 | 4,2 | 0,7 | 3,1 |
| Paesi Bassi | 1992 | 3,2 | 4,5 | 5,2 | 0,7 | -2,1 |
| | 1993 | 2,6 | 2,4 | 3,2 | 0,8 | -2,8 |
| | 1994 | 2,7 | 0,4 | 2,1 | 1,7 | 1,1 |
| Portogallo | 1992 | 8,9 | 13,4 | 13,8 | 0,4 | -4,5 |
| | 1993 | 6,5 | 5,9 | 6,9 | 1,0 | 3,3 |
| | 1994 | 5,2 | 2,7 | 4,0 | 1,3 | 5,9 |
| Regno Unito | 1992 | 3,7 | 4,2 | 6,3 | 2,1 | -0,1 |
| | 1993 | 1,6 | 0,3 | 3,5 | 3,2 | 8,2 |
| | 1994 | 2,4 | 1,0 | 4,2 | 3,2 | 0,7 |
| UE - 12 ^(d) | 1992 | 4,3 | 4,6 | 6,4 | 1,7 | -0,9 ^(e) |
| | 1993 | 3,4 | 2,4 | 3,8 | 1,4 | 3,4 ^(e) |
| | 1994 | 3,1 | 0,6 | 3,5 | 3,0 | 2,3 ^(e) |

Fonte: Statistiche nazionali.

(a) Dati provvisori per il 1994.

(b) Regioni occidentali.

(c) Costo del lavoro nominale per unità di PIL reale.

(d) Cfr. nota alla fig. 2.

(e) Inclusive le importazioni intra-UE.

l'esistenza di capacità inutilizzata e gli orientamenti di politica monetaria sono esaminati in altre parti del rapporto.

Gli aumenti del costo del lavoro per unità di prodotto, nella UE, si sono notevolmente ridotti, negli ultimi due anni, passando dal 4,6 per cento del 1992 al 2,4 per cento del 1993 e allo 0,4 per cento del 1994. Nel 1993, la moderazione salariale ha esercitato un'influenza determinante: in un contesto recessivo, con disoccupazione crescente, l'aumento dei salari nominali è passato da più del 6 per cento del 1992 al 3,8 per cento nel 1993. Allo stesso tempo, anche come conseguenza della recessione, si è avuto un rallentamento nella crescita della produttività del lavoro, che ha però compensato solo in parte l'effetto della contenuta dinamica salariale. Nel 1994 alla ripresa dell'attività e a un ulteriore aumento del tasso di disoccupazione nella UE ha corrisposto una forte crescita della produttività del lavoro. Questo, unitamente alla persistente moderazione dei salari nominali, cresciuti del 3,5 per cento, è stato all'origine dell'ulteriore decelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto.

In vari paesi gli aumenti del costo del lavoro per unità di prodotto sono stati mantenuti al di sotto del 3 per cento nel 1993 e del 2 nel 1994. Nel 1994 i costi unitari sono addirittura diminuiti in Danimarca, Germania, Irlanda e Italia. Aumenti al di sopra della media UE si sono avuti in Spagna, Lussemburgo e Portogallo nel 1993-94, anche se si è registrata una marcata decelerazione; soltanto in Grecia i costi unitari hanno continuato ad aumentare rapidamente (oltre l'11 per cento in entrambi gli anni). Altri fattori - non legati all'evoluzione ciclica - hanno contribuito nel 1993-94 al favorevole andamento dell'inflazione nella UE. In alcuni paesi sono state realizzate riforme strutturali volte a migliorare la flessibilità dei mercati del lavoro (cfr. riquadro 1). Inoltre, vi sono segnali di accresciuta competitività nei mercati dei prodotti, in parte connessa al progressivo completamento del Mercato Unico.

L'andamento dei prezzi all'importazione è stato molto differenziato, nel 1993, nei vari paesi. In molti Stati membri essi sono diminuiti, ma in Grecia, Spagna, Italia e Regno Unito vi sono stati forti aumenti, più lievi in Irlanda e Portogallo, a seguito delle ampie svalutazioni del 1992 e del 1993. Ciò nonostante, nella maggior parte dei paesi interessati la traslazione sui prezzi di questi movimenti del cambio non è stata totale, dato che gli importatori hanno accettato una compressione dei propri margini di profitto e gli esportatori, di fronte all'indebolimento della domanda, hanno ridotto i prezzi in valuta nazionale. Nel 1994 i prezzi all'importazione sono stati influenzati da un parziale ripristino dei margini e dall'aumento dei prezzi all'origine delle materie prime, a cui si sono aggiunti, in paesi come la Grecia, la Spagna, l'Italia e il Portogallo gli ulteriori effetti del peggioramento del cambio. Nell'arco del biennio, comunque, l'impatto inflazionistico della flessione dei tassi di cambio è stato, in confronto alle esperienze passate, limitato.

La tendenza generale ad una diminuzione dei tassi di inflazione nel 1993-94 si è manifestata sia nei settori che producono beni e servizi commerciabili sui mercati internazionali sia in quelli di beni e servizi destinati ai mercati interni. La differenza tra i tassi di inflazione nei settori protetti e in quelli non protetti, cresciuta, in media, nei primi due anni di questo decennio, è diminuita più recentemente nella gran parte degli Stati membri, riflettendo i positivi effetti sull'inflazione, nei settori protetti, della moderazione salariale e dell'accresciuta concorrenza. L'ulteriore sviluppo del Mercato unico potrà portare allo scambio fra gli Stati membri di una gamma più ampia di beni e servizi, contribuendo ulteriormente alla riduzione dei tassi di inflazione nei settori tradizionalmente protetti.

Gli inasprimenti delle imposte indirette hanno, al contrario, provocato aumenti nei prezzi al consumo nella UE. Riflettendo lo stato delle finanze pubbliche, tali inasprimenti sono stati comuni, nel 1993-94, alla maggior parte degli Stati membri.

2. Gli sviluppi nei mercati finanziari

Il mercato dei cambi e quello delle obbligazioni hanno avuto andamenti divergenti, sia nel 1993 che nel 1994. Il 1993 è stato caratterizzato, fino alla decisione presa in agosto di ampliare le fasce di fluttuazione previste dagli AEC, dal perdurare delle tensioni sui cambi sorte alla fine dell'estate 1992. Il mercato obbligazionario attraversava invece una fase positiva, con prezzi in aumento e rendimenti in diminuzione. Per contro, il 1994 è stato segnato da una rapida inversione di tale tendenza nei mercati obbligazionari e da una relativa calma in quelli dei cambi.

2.1 L'evoluzione dei mercati dei cambi

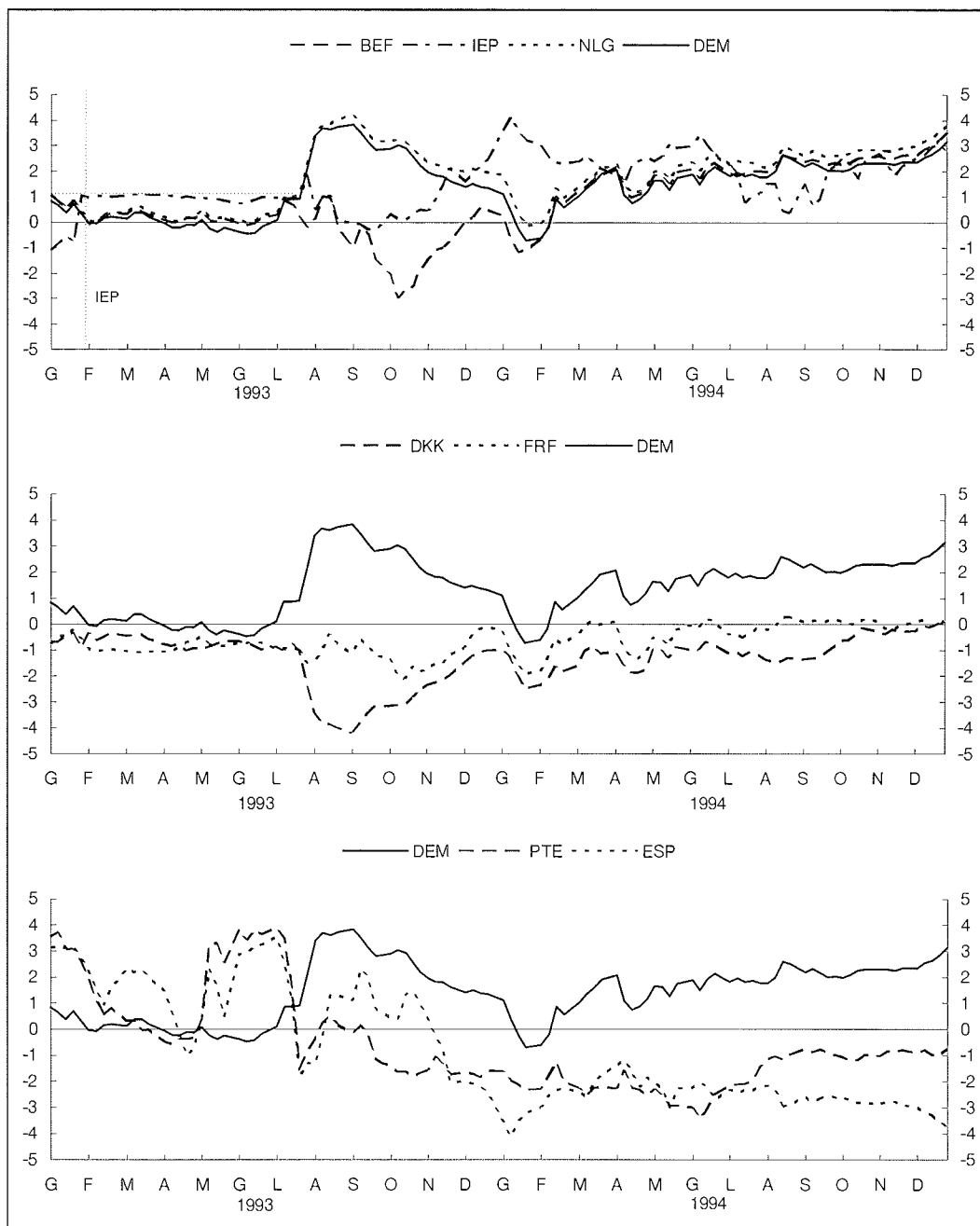
Gli andamenti dei tassi di cambio

Nel 1993, i rapporti di cambio all'interno dello SME hanno fatto registrare tensioni considerevoli. Nella prima metà dell'anno, il persistere delle tensioni ha condotto a due riallineamenti, oltre ai tre che erano stati effettuati negli ultimi quattro mesi del 1992 e alla sospensione della lira italiana e della sterlina dalla partecipazione agli AEC. A fronte di pressioni speculative senza precedenti, i margini di fluttuazione sono stati ampliati nell'agosto del 1993. A seguito di ciò, si sono ristabilite condizioni di maggiore stabilità sui mercati dei cambi, attestate dal funzionamento relativamente ordinato del nuovo sistema a partire dalla fine del 1993 e per la maggior parte del 1994.

Durante la prima metà del 1993, episodi ricorrenti di tensioni speculative hanno interessato quasi tutte le valute. Dopo aver subito forti pressioni, il 1° febbraio la sterlina irlandese è stata svalutata del 10 per cento. Nei giorni seguenti, le tensioni che colpivano la corona danese sono state arginate con successo tramite un aumento dei tassi di interesse ufficiali, interventi coordinati e una riduzione dei tassi di interesse in Germania. Nel mese di marzo, il franco francese è stato oggetto di pressioni all'approssimarsi delle elezioni legislative in Francia, ma ha recuperato terreno dopo che il nuovo Governo ha ribadito il suo impegno a perseguire la stabilità del tasso di cambio. In aprile, la peseta spagnola ha subito l'influenza dell'annuncio di elezioni politiche anticipate in Spagna. Con l'accentuarsi delle tensioni, estesesesi all'escudo portoghese, il 13 maggio le autorità spagnole hanno chiesto un riallineamento; dal 14 maggio, la peseta spagnola e l'escudo portoghese sono stati svalutati dell'8 per cento e del 6,5 per cento rispettivamente.

Nel luglio 1993, dopo un breve periodo di relativa stabilità, sui mercati sono riemerse forti pressioni che si sono concentrate in modo particolare sul franco francese. Il mutato atteggiamento del mercato è stato accentuato dalle attese di andamenti divergenti dell'attività economica negli Stati membri, associate alle incertezze riguardanti l'orientamento futuro delle politiche monetarie. Dopo considerevoli interventi coordinati effettuati sui mercati dei cambi, in Francia e in Danimarca sono stati innalzati i tassi ufficiali. I flussi speculativi di capitale sono stati temporaneamente arginati a seguito di una dichiarazione pubblica congiunta della Banque de France e della Bundesbank e di altre misure politiche in Francia. Il 29 luglio la Bundesbank ha deciso di ridurre il tasso *Lombard* e ha annunciato un'ulteriore diminuzione del tasso sulle operazioni pronti contro termine mantenendo, tuttavia, invariato il tasso di sconto. A ciò sono seguite rinnovate tensioni sui mercati che non è stato possibile contrastare efficacemente nonostante interventi massicci di tutte le Banche centrali interessate e l'annuncio che la Bundesbank avrebbe consentito un calo dei tassi di mercato a breve termine al di sotto del tasso di sconto. Il 2 agosto 1993 i Ministri e i Governatori hanno confermato le parità centrali in vigore e hanno deciso di ampliare le fasce di fluttuazione degli AEC a ± 15 per cento. Per effetto di un accordo bilaterale, i limiti di oscillazione di $\pm 2,25$ per cento precedentemente in vigore continuano ad essere operanti tra il fiorino olandese e il marco tedesco.

Figura 3 Posizione nella banda di fluttuazione delle valute partecipanti agli Accordi europei di cambio* (valori percentuali)



Fonte: IME.

* Le linee verticali indicano i riallineamenti della sterlina irlandese, dello scudo portoghese e della peseta spagnola; le linee orizzontali mostrano i limiti di fluttuazione delle valute precedentemente appartenenti alla banda stretta. La posizione di una valuta nella banda di fluttuazione è determinata dal suo scostamento rispetto alla valuta più forte e a quella più debole negli AEC. La distanza tra due valute rappresenta lo scarto percentuale tra il loro tasso di cambio di mercato e la parità centrale bilaterale.

In seguito all'allargamento delle fasce di fluttuazione degli AEC, tutte le valute in precedenza appartenenti alla banda stretta, con l'eccezione del fiorino olandese, hanno iniziato ad essere negoziate al di sotto dei loro precedenti limiti inferiori nei confronti del marco tedesco, riflettendo le aspettative che i maggiori gradi di libertà concessi alla differenziazione monetaria dalle più ampie fasce di oscillazione nell'ambito degli AEC sarebbero stati utilizzati dagli Stati membri interessati per una conduzione più espansiva

della politica monetaria. Tra il mese di agosto e la metà di ottobre del 1993, gli scostamenti bilaterali dalle rispettive parità centrali con il marco tedesco sono variati tra il 4 e l'8,5 per cento per la sterlina irlandese, il franco francese, il franco belga e la corona danese. Per le valute precedentemente appartenenti alla fascia larga di oscillazione, l'impatto della decisione menzionata sopra è stato meno marcato: la peseta spagnola e l'escudo portoghese si sono, infatti, mantenute all'interno dei loro precedenti limiti di fluttuazione nei confronti del marco tedesco. Dalla metà di ottobre, gli scostamenti bilaterali dei tassi di cambio hanno cominciato a ridursi in risposta alla crescente consapevolezza del mercato che la libertà di manovra concessa dai nuovi margini degli AEC sarebbe stata impiegata dalle autorità unicamente per assorbire movimenti di mercato autocorrettivi. Le politiche di tasso di interesse sono state attuate conformemente a tali orientamenti.

Durante la maggior parte del 1994, lo scostamento bilaterale tra la più forte e la più debole delle monete partecipanti agli Accordi è rimasto prossimo al 6 per cento, ad eccezione di tre episodi (a gennaio, giugno e dicembre 1994) in cui ha raggiunto l'8 per cento. Il fiorino olandese, la sterlina irlandese e il franco belga si sono dimostrate le valute più forti tra quelle in precedenza comprese nella fascia stretta. Nei confronti del marco tedesco, nel 1994 il franco francese e la corona danese si sono mantenute mediamente stabili attorno ai loro precedenti limiti bilaterali inferiori, mentre la peseta spagnola e l'escudo portoghese sono rimaste al di sopra dei loro limiti di fluttuazione precedenti. Quest'ultima valuta ha subito tensioni temporanee nei mesi di maggio e giugno 1994, inducendo il Banco de Portugal a ricorrere a interventi di vendita sul mercato dei cambi e a innalzare i tassi d'interesse ufficiali e di mercato. Nel dicembre del 1994, la peseta spagnola si è indebolita, scendendo al di sotto del suo precedente limite bilaterale inferiore di oscillazione.

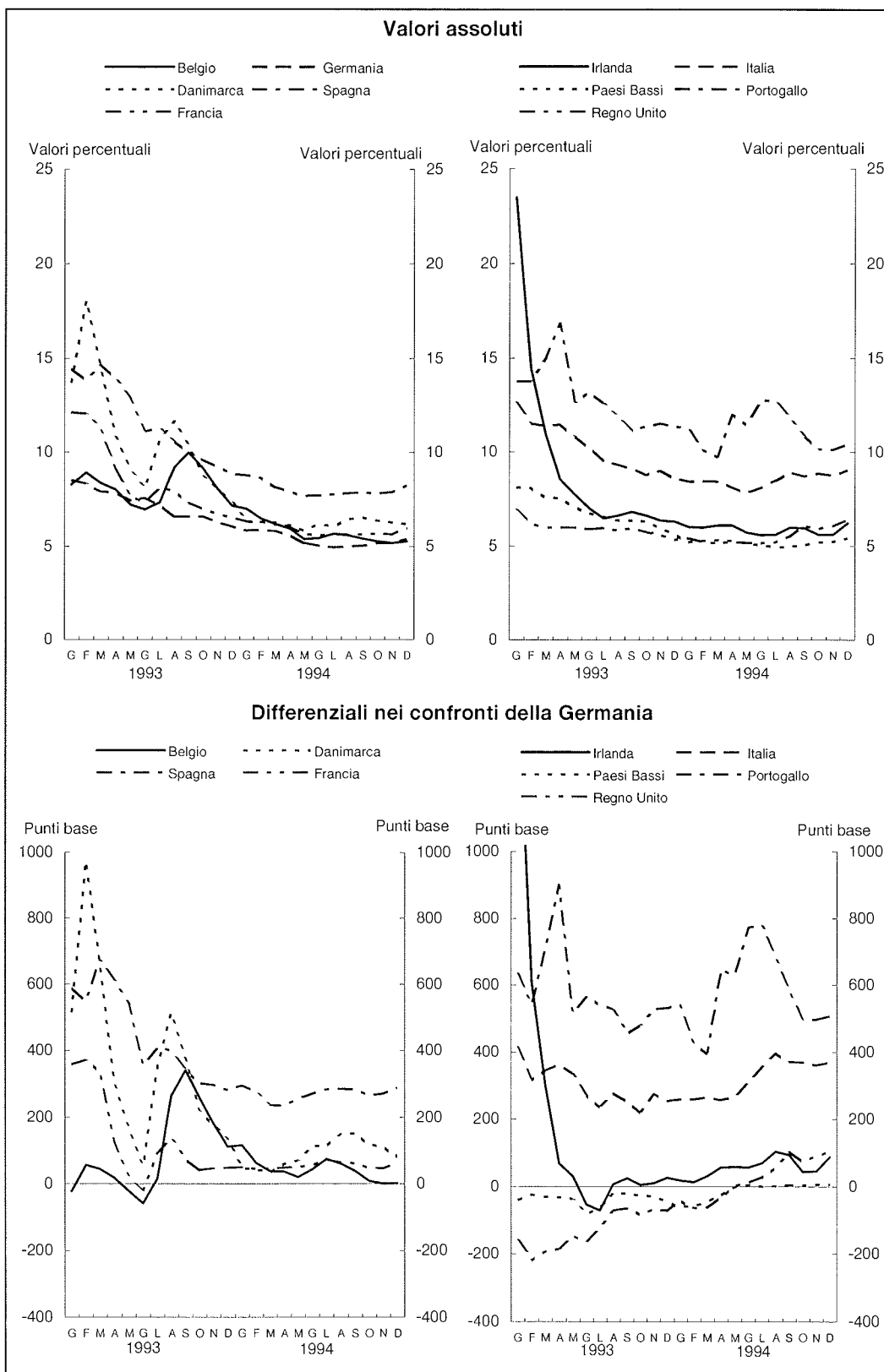
L'evoluzione degli altri indicatori tende a confermare che gli AEC hanno recuperato una stabilità sostanziale nel corso del 1994. I differenziali dei tassi di interesse a breve termine nei confronti del marco tedesco hanno evidenziato una minore volatilità e, in media, sono risultati paragonabili ai livelli precedenti la crisi. L'attività di intervento a sostegno delle valute sottoposte a pressioni al ribasso si è considerevolmente ridotta, avvicinandosi alla media registrata tra il 1988 e il 1992. Alcune Banche centrali hanno intrapreso una ricostituzione delle loro riserve. La volatilità dei tassi di cambio, che era aumentata in misura significativa (tranne che per il fiorino olandese) dopo la decisione del 2 agosto 1993, è notevolmente diminuita nel corso del 1994, sebbene non sia tornata ai livelli precedenti la crisi.

In seguito al loro ritiro dagli AEC nel settembre 1992, la sterlina e la lira italiana hanno subito un marcato deprezzamento. Dal mese di marzo del 1993 alla fine dell'anno, la sterlina ha recuperato parzialmente, ma si è deprezzata ancora nel 1994. Le sue oscillazioni rispetto alle valute aderenti agli Accordi sono state più pronunciate di quelle del tasso di cambio effettivo, dato che l'andamento della sterlina ha in parte coinciso con quello del dollaro statunitense. Alla fine del 1994, il valore della sterlina nei confronti del marco tedesco era di circa il 13 per cento inferiore a quello dell'agosto del 1992, sebbene il deprezzamento dalla fine del 1992 alla fine del 1994 fosse solo dell'1 per cento. La lira italiana, pur stabilizzandosi o addirittura recuperando terreno in diverse occasioni, ha seguito un andamento discendente durante la maggior parte del 1993 e del 1994, deprezzandosi complessivamente di oltre il 27 per cento rispetto al tasso prevalente alla fine di agosto 1992 nei confronti della valuta tedesca, e determinando un miglioramento superiore al necessario della posizione competitiva. Fattori politici possono aver svolto un ruolo importante nell'influenzare il tasso di cambio della lira.

Figura 4

Tassi d'interesse a breve termine*

(tassi interbancari a tre mesi; media mensile)



Fonte: Statistiche nazionali.

* Per ragioni di scala non sono riportati i tassi della Grecia. In quel paese il tasso interbancario a tre mesi era pari al 17,8 per cento alla fine di dicembre 1994; il differenziale con la Germania era a quella data pari a 12,6 punti percentuali.

La dracma greca è stata oggetto di due episodi principali di tensione sui mercati: il primo, nel periodo agosto-settembre 1993, collegato all'ampliamento della banda degli AEC e successivo all'eliminazione, nel maggio 1993, della maggior parte delle restrizioni valutarie sulle transazioni finanziarie a medio e a lungo termine; il secondo episodio, nel mese di maggio 1994, conseguente alle aspettative di mercato secondo cui la revoca di tutte le rimanenti limitazioni ai movimenti di capitale a breve termine programmata per la fine di giugno del 1994 sarebbe stata accompagnata da una svalutazione della moneta. In entrambi i casi la Banca di Grecia ha contrastato, mediante l'adozione di misure adeguate, deprezzamenti della dracma superiori all'obiettivo prestabilito, dimostrando così l'impegno costante delle autorità greche verso una politica del cambio volta a non accomodare interamente i differenziali d'inflazione.

Le cause principali

Le prolungate tensioni che hanno caratterizzato lo SME durante la prima metà del 1993 sono scaturite dagli effetti congiunti di un insieme di fattori, la cui rilevanza differiva tra Stati membri ed è mutata nel tempo con l'evolversi della crisi. I fattori esterni hanno svolto un ruolo minore rispetto al 1992, dato che il dollaro statunitense si è apprezzato nei confronti delle valute europee, dopo la fase di debolezza registrata nel 1992. Analogamente, le posizioni competitive intra-SME hanno rappresentato una fonte di tensioni meno importante, poiché i disallineamenti creatisi prima dell'estate del 1992 erano stati, in larga misura, corretti nella restante parte dell'anno.

Il fattore principale alla base degli episodi ricorrenti di tensione nella prima metà del 1993 è stato la percezione dei mercati che le autorità stessero affrontando dilemmi di politica economica e che l'impegno di difesa delle parità centrali vigenti si fosse affievolito. I mercati rilevavano un conflitto potenziale tra il livello dei tassi d'interesse coerente con una bassa inflazione e con il ristagno dell'attività economica in alcuni paesi, da un lato, e, dall'altro, il livello dei tassi d'interesse necessario a mantenere la stabilità del tasso di cambio negli AEC, considerate le esigenze della politica monetaria interna in Germania derivanti dal *mix* squilibrato di politiche economiche e dal perdurare di pressioni inflazionistiche dopo l'unificazione. Ha contribuito ad alimentare le tensioni anche il comportamento degli operatori di mercato, che ha seguito un modello di "attacchi auto-realizzanti", come attestato dalla concatenazione di alcuni episodi di tensione, con i profitti rivenienti da precedenti riallineamenti che determinano ulteriori profitti attesi derivanti da nuovi attacchi. Infine, la credibilità degli stessi Accordi di cambio si era deteriorata in conseguenza dei ripetuti riallineamenti del 1992-93.

Le reazioni di politica economica

Nel 1993 si è fatto ripetutamente ricorso allo strumento dei tassi di interesse per contrastare le pressioni di mercato elevando il costo delle posizioni speculative; in alcuni casi però tale strumento si è rivelato inefficace, quando gli operatori hanno reputato che gli aumenti dei tassi d'interesse stavano creando o accentuando dilemmi di politica economica ed erano, quindi, giudicati insostenibili. Ciò ha riguardato in modo particolare gli Stati membri le cui economie sono molto sensibili agli incrementi dei tassi d'interesse a breve termine, a causa di un più rapido meccanismo di trasmissione dai tassi d'interesse ufficiali a quelli di mercato.

Precedentemente all'ampliamento delle fasce di oscillazione delle valute partecipanti agli AEC sono stati effettuati interventi, sia inframarginali che ai margini, su scala perfino più vasta rispetto al 1992. Tuttavia, nonostante l'entità degli interventi, in diversi episodi di tensione essi non hanno potuto interamente assorbire le pressioni di mercato e possono addirittura, in certe occasioni, averle accentuate.

L'ampliamento delle fasce di fluttuazione degli AEC deciso il 2 agosto 1993 era volto a ripristinare condizioni di rischio simmetrico. Quest'impostazione è stata giudicata più appropriata di un riallineamento, dato che non si è ritenuto che una variazione delle parità centrali degli AEC fosse giustificata dagli andamenti economici sottostanti negli Stati membri e avrebbe ulteriormente minato la credibilità del sistema.

I più ampi margini di fluttuazione, associati a prudenti politiche del tasso d'interesse, sono risultati efficaci deterrenti dei movimenti speculativi. Il funzionamento soddisfacente del nuovo assetto degli AEC è stato agevolato altresì dall'ulteriore, graduale allentamento della politica monetaria in tutti gli Stati membri nell'autunno del 1993 e dal fatto che i tre principali fattori che avevano causato le tensioni sui mercati del 1992-93, vale a dire il disallineamento dei tassi di cambio reali, un *mix* squilibrato di politiche in Germania e le divergenze cicliche in un contesto di decelerazione dell'attività economica, erano tutti venuti meno alla fine del 1993.

2.2 Gli sviluppi nei mercati obbligazionari

Nel 1993 si è verificata una diminuzione generalizzata dei rendimenti delle obbligazioni a lungo termine (cfr. tav. 3). Nel corso dell'anno, i rendimenti delle obbligazioni statunitensi a 10 anni si sono ridotti di 85 punti base, mentre gli equivalenti rendimenti tedeschi sono scesi di 140 punti base e la media ponderata di quelli della UE si è abbassata di 250 punti base. All'interno della UE, i differenziali fra i rendimenti si sono contratti. Tuttavia, negli ultimi mesi del 1993 le aspettative inflazionistiche sono tornate a rafforzarsi, in America, con l'aumentare dei prezzi, accompagnato dalla marcata diminuzione del tasso di disoccupazione e dal miglioramento delle previsioni di crescita dell'economia. Questi fattori hanno indotto, nell'ottobre 1993, una svolta nelle tendenze dei rendimenti dei titoli americani a lungo termine, senza che ciò si ripercuotesse, inizialmente, sui rendimenti europei. Nonostante il mutare delle aspettative negli Stati Uniti, le attese per il 1994 degli investitori rimanevano, inizialmente, abbastanza ottimistiche: ciò in considerazione della persistente espansione dell'economia statunitense, priva di segni significativi di ripresa dell'inflazione; inoltre, la debolezza della ripresa e la ridotta inflazione dell'Europa continentale facevano prevedere, per tale area, un ribasso dei tassi di interesse. Per il Giappone, infine, ci si attendeva che i tassi di interesse rimanessero su livelli contenuti, in relazione alla perdurante debolezza dell'economia.

Nei primi mesi del 1994 si è verificato un radicale cambiamento delle aspettative dei mercati finanziari, determinato da numerosi fattori. In primo luogo, l'aumento del tasso sui *Federal Funds* dal 3 al 3,25 per cento, attuato il 4 febbraio 1994, è stato interpretato come il punto di svolta del ciclo dei tassi di interesse. Inoltre, la sospensione delle trattative commerciali fra America e Giappone, all'inizio del febbraio 1994, e il conseguente indebolimento del dollaro, hanno accresciuto il rischio di cambio per i detentori di obbligazioni americane. Infine, la pubblicazione, a marzo, di nuovi dati sull'andamento del PIL americano alla fine del 1993, indicanti una crescita annualizzata del 7,5 per cento, può aver alimentato attese di una ripresa delle pressioni inflazionistiche nel corso del 1994. L'insieme di questi fattori ha contribuito a una ulteriore, forte, caduta dei prezzi delle obbligazioni USA, i cui effetti si sono ripercossi su altri mercati obbligazionari - specialmente in Europa - nonostante il ritardo del ciclo economico di gran parte dei paesi europei rispetto a quello americano. Nel 1994 i rendimenti delle obbligazioni statunitensi a 10 anni sono aumentati di 201 punti base. L'escursione della curva dei rendimenti è cresciuta in misura leggermente inferiore, a causa dell'aumento dei tassi a breve termine seguito all'inasprimento della politica monetaria.

Tavola 3**Tassi di interesse a lungo termine**

(rendimenti su obbligazioni a dieci anni*; valori percentuali di fine mese)

| | dicembre 1992 | dicembre 1993 | giugno 1994 | dicembre 1994 | varia- zione ^(a) 1993 | varia- zione ^(a) 1994 |
|----------------------------|----------------------|------------------|----------------|------------------|--|--|
| Belgio | 7,71 | 6,42 | 7,72 | 8,31 | -1,29 | 1,89 |
| Danimarca | 8,91 | 6,09 | 8,18 | 9,14 | -2,82 | 3,05 |
| Germania | 7,10 | 5,70 | 7,19 | 7,83 | -1,40 | 2,13 |
| Grecia | 24,50 | 22,25 | 20,00 | 19,00 | -2,25 | -3,25 |
| Spagna | 12,46 | 8,12 | 10,40 | 11,79 | -4,34 | 3,67 |
| Francia | 8,07 | 5,64 | 7,50 | 8,28 | -2,43 | 2,64 |
| Irlanda | 10,12 | 6,26 | 8,64 | 8,76 | -3,86 | 2,50 |
| Italia | 13,54 | 8,84 | 10,59 | 12,34 | -4,70 | 3,50 |
| Lussemburgo ^(b) | 8,08 | 6,54 | 6,35 | 6,23 | -1,54 | -0,31 |
| Paesi Bassi | 7,22 | 5,50 | 7,06 | 7,76 | -1,72 | 2,26 |
| Portogallo | 13,13 ^(e) | 8,92 | 11,02 | 11,68 | -4,21 | 2,76 |
| Regno Unito | 8,17 | 6,07 | 8,91 | 8,85 | -2,10 | 2,78 |
| UE - 12 ^(c) | 9,41 | 6,91 | 8,80 | 9,58 | -2,50 | 2,67 |
| Austria | 7,45 | 5,99 | 7,13 | 7,62 | -1,46 | 1,63 |
| Finlandia | 10,65 | 6,71 | 9,67 | 10,09 | -3,94 | 3,38 |
| Svezia ^(d) | 9,91 | 7,35 | 9,78 | 10,68 | -2,56 | 3,33 |
| Stati Uniti | 6,68 | 5,83 | 7,34 | 7,84 | -0,85 | 2,01 |
| Giappone | 4,52 | 3,04 | 4,31 | 4,59 | -1,48 | 1,55 |

Fonte: Statistiche nazionali.

* O con scadenza più prossima disponibile.

(a) In punti percentuali, differenza fine anno su fine anno.

(b) Dati settimanali per l'intero periodo.

(c) Cfr. nota alla fig. 2.

(d) Media mensile per l'intero periodo.

(e) Per il Portogallo, rendimento delle obbligazioni a tre anni e mezzo.

I rendimenti delle corrispondenti obbligazioni sono aumentati, nella UE, mediamente di 267 punti base (seppure con differenze fra i vari paesi) e l'inclinazione della curva dei rendimenti si è molto accentuata, divenendo positiva in quei paesi in cui in precedenza aveva segno opposto. La forte interdipendenza dei rendimenti, registrata fra i mercati obbligazionari americano ed europeo, può essere spiegata da vari fattori (cfr. fig 5). Il fenomeno potrebbe in parte rispecchiare la tendenza di fondo a una crescente integrazione dei mercati finanziari, nonché i cospicui aumenti di volume dei flussi internazionali di capitali e un'accresciuta propensione alla diversificazione internazionale degli investimenti finanziari. Più specificamente, alcuni acquisti di obbligazioni europee nel 1993 sono stati finanziati in dollari a tassi di interesse inferiori, coprendo i rischi di cambio. Quando i tassi di interesse USA sono cresciuti, tali posizioni sono divenute più costose e sono state sovente abbandonate. Tuttavia, se questi elementi tecnici o speculativi possono fornire una spiegazione dei motivi dell'impatto, nel breve periodo, degli aumenti dei tassi americani sui tassi obbligazionari europei, essi non spiegano il permanere della tendenza nell'arco dell'intero anno.

Molteplici fattori hanno influenzato, nel 1994, la crescita mondiale dei tassi di interesse sulle obbligazioni a lungo termine, molto simile per dimensioni, nella maggior parte dei casi, alla caduta del 1993. Anzitutto, si è registrato un innalzamento generale dei tassi di interesse reali, i quali, per effetto dell'elevata integrazione dei mercati finanziari, tendono a muoversi in stretta correlazione a livello mondiale. Il rialzo è stato

indotto dal perdurare sia di fattori di lungo periodo, sia di sviluppi ciclici. Gli ultimi anni '80 erano stati caratterizzati, sul piano internazionale, da una scarsa propensione al risparmio, dovuta tra l'altro alla liberalizzazione finanziaria e alla deregolamentazione, tradottesi in una riduzione dei vincoli di liquidità e un minor rilievo dei fenomeni di razionamento del credito. Inoltre, i rendimenti attesi degli investimenti sono aumentati a livello mondiale, per effetto di riforme strutturali e delle migliorate prospettive di inflazione nei paesi dell'OCSE, dell'evoluzione economica di Europa orientale, America Latina e estremo oriente, nonché della liberalizzazione del commercio internazionale. Nel complesso, tutto ciò ha contribuito a produrre attese di squilibrio fra risparmio e investimenti.

Un ruolo importante nel determinare l'aumento dei tassi di interesse reali è stato svolto anche da fattori ciclici. L'inattesa intensità della ripresa europea, la crescita vigorosa degli Stati Uniti e un generalizzato miglioramento delle prospettive nei paesi industrializzati possono aver spinto al rialzo i tassi reali, riflettendo l'attesa di una futura scarsità di capitali. Allo stesso tempo, tali aspettative sono state alimentate dagli elevati disavanzi pubblici, effettivi e attesi. Un'illustrazione della crescita complessiva dei tassi di interesse reali verificatasi nel 1994 è fornita dai rendimenti delle obbligazioni indicizzate, britanniche e danesi, che non includono premi per l'inflazione. Tali rendimenti mostrano un aumento di circa 90 punti base.

Oltre all'incremento dei tassi di interesse reali, due altri fattori spiegano l'innalzamento diffuso dei rendimenti obbligazionari e l'accresciuta inclinazione della curva dei rendimenti. Uno di questi fattori è stata la revisione delle aspettative dei mercati sull'inflazione futura, che potrebbe essere dipesa in parte dalla forza della ripresa economica e dall'impatto delle previsioni circa i disavanzi pubblici. Oltre a esercitare un impatto espansionistico sulla domanda aggregata, disavanzi consistenti possono accrescere l'incentivo per i governi a consentire un aumento dell'inflazione e/o un indebolimento delle rispettive valute. Altro fattore è stata l'incertezza nelle previsioni su inflazione e tassi reali, che tipicamente genera un premio per il rischio.

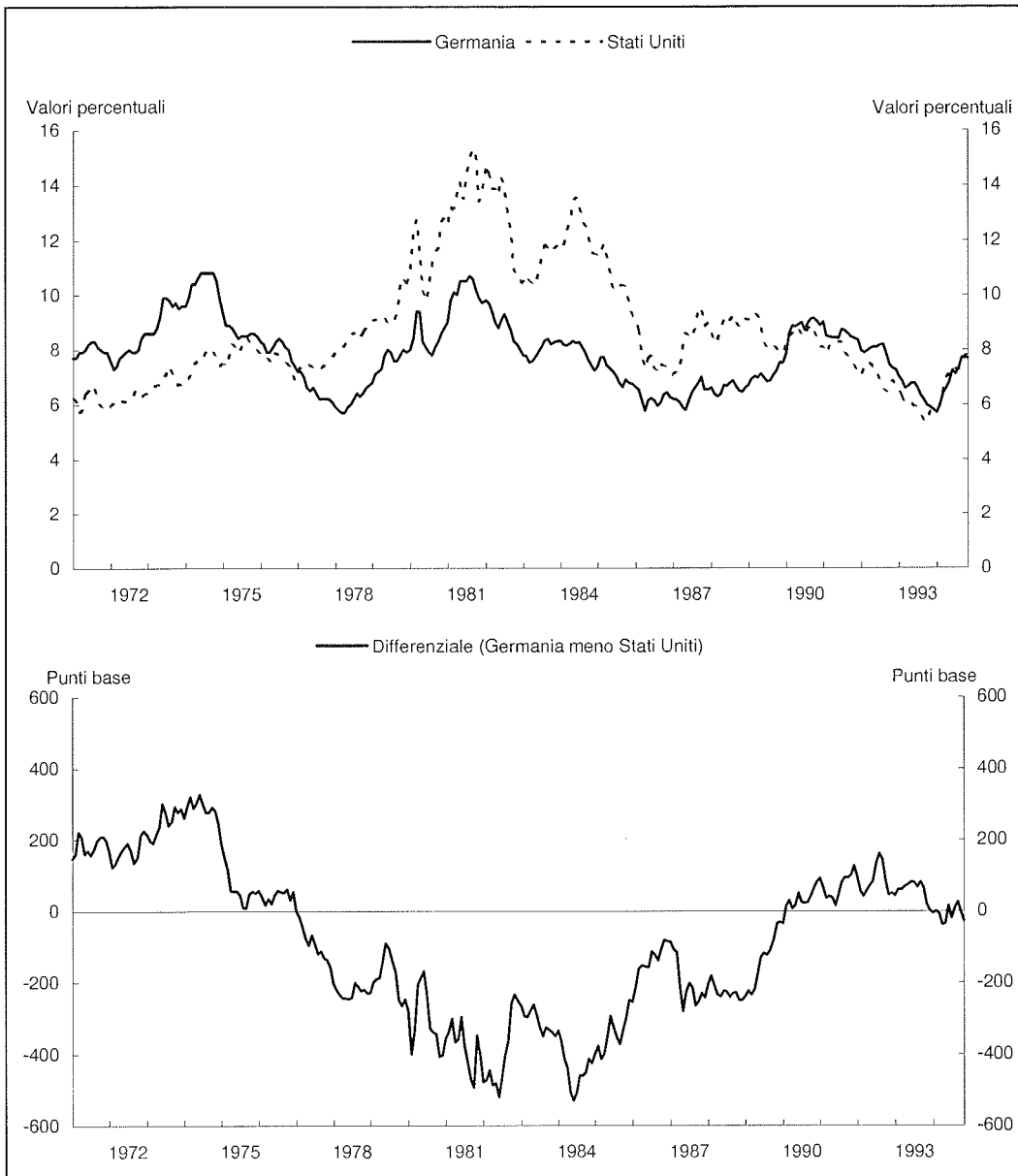
La volatilità relativamente elevata dei mercati obbligazionari europei nel 1994, rilevata da indicatori desunti dai prezzi delle opzioni, suggerisce che l'incertezza può aver avuto un ruolo importante nella crescita dei rendimenti obbligazionari. Si possono identificare diverse linee di influenza. In primo luogo, quando le economie pervengono a una svolta ciclica l'incertezza sugli sviluppi reali e inflazionistici tende ad aumentare. Secondariamente, in presenza di attese di crescita dell'inflazione anche l'incertezza sul livello dell'inflazione stessa tende ad aumentare, riflettendo la passata esperienza di tassi di inflazione elevati e volatili. In terzo luogo, l'instabilità politica sembra essere stata un fattore chiave in alcuni paesi. Infine, come pare testimoniare l'esperienza degli Stati Uniti durante l'anno passato, l'incertezza circa la reazione delle autorità monetarie alle aspettative inflazionistiche può aver rappresentato un ulteriore fattore esplicativo.

In Europa, tuttavia, sino alla fine del 1994 le attese di un rialzo dell'inflazione non si erano materializzate. Sebbene la ripresa del 1994 sia stata più forte del previsto, non si sono avute indicazioni di un aumento generalizzato dell'inflazione, né dalle indagini sulle aspettative degli operatori dall'economia reale, né dalle previsioni economiche.

Le spiegazioni sopra fornite fanno riferimento principalmente a "fondamentali" economici, e si basano in gran parte sull'ipotesi che i mercati obbligazionari si comportino razionalmente in ogni fase, tenendo conto di tutte le informazioni rilevanti per la valutazione dei titoli. Tuttavia, le quotazioni delle obbligazioni possono prescindere, per brevi periodi, da tali fondamentali. Per esempio, sembra probabile che la forte contrazione dei rendimenti obbligazionari del 1993 abbia riflesso tale parziale distacco, con un'autorealizzazione di aspettative estrapolate (o basate sull'impiego dell'"analisi

Figura 5

Rendimenti sulle obbligazioni a 10 anni di Stati Uniti e Germania e differenziali



Fonte: Statistiche nazionali.

tecnica") di futuri cali dei rendimenti. Come sopra menzionato, l'accumularsi, agli inizi del 1994, di informazioni negative circa i mercati obbligazionari americani, ha prodotto una correzione dei prezzi che si è ripercossa sui mercati europei. Si può ipotizzare che tale correzione si sia verificata anche a causa dell'uscita dai mercati di un numero crescente di operatori, e che ciò abbia a sua volta determinato un forte aumento della volatilità.

Sebbene l'andamento dei rendimenti obbligazionari nel 1993 e nel 1994 possa essere in parte spiegato alla luce di determinanti internazionali, anche alcuni fattori nazionali hanno avuto un ruolo importante, come dimostrato dal fatto che le variazioni dei rendimenti obbligazionari sono state differenti nei vari paesi. Per esempio, la caduta dei rendimenti è stata nel 1993 prossima ai quattro punti percentuali in Spagna, Irlanda e

Italia, e di oltre due punti percentuali in Danimarca, Grecia, Francia e Regno Unito, mentre in altri paesi della UE i ribassi sono stati meno consistenti.

Nel 1994, i rendimenti delle obbligazioni a lungo termine in Belgio, Germania e Paesi Bassi sono aumentati rispettivamente di 189, 213 e 226 punti base, mentre in Spagna e Italia l'aumento è stato di 367 e 350 punti base, rispettivamente. Fra i nuovi Stati membri della Unione, i corrispondenti rendimenti sono aumentati di 333 punti base in Svezia e di 338 punti base in Finlandia. Le ragioni di tali differenze possono variare da Stato a Stato. Tuttavia, la maggiore o minore entità degli incrementi dei rendimenti obbligazionari potrebbe spiegarsi, nella maggior parte dei casi, alla luce di fattori quali l'andamento passato dell'inflazione e dei tassi di cambio, e l'evoluzione della finanza pubblica, elementi tutti in grado di influenzare il livello di rischio percepito e, pertanto, la valutazione delle obbligazioni dei singoli paesi. Di conseguenza, paesi come l'Italia e la Spagna, nonché la Svezia e la Finlandia, che hanno storicamente registrato tassi di interesse relativamente alti e/o ampie svalutazioni o deprezzamenti, e che presentavano disavanzi pubblici relativamente elevati, nel 1994 hanno segnato i maggiori incrementi dei rendimenti a lungo termine. Coerentemente a ciò, paesi come Belgio, Paesi Bassi, Germania e Francia - nonché l'Austria - con livelli inflazionistici storicamente più contenuti, tassi di cambio più stabili e disavanzi pubblici meno marcati, hanno registrato fluttuazioni dei rendimenti obbligazionari a lungo termine considerevolmente minori (cfr. fig. 6).

Mentre l'aumento generalizzato dei rendimenti obbligazionari europei è stato strettamente connesso, nel 1994, alla valutazione dei fondamentali economici, ai tassi reali sottostanti e all'accresciuta incertezza, le attese di un significativo aumento dell'inflazione non erano giustificate, nell'insieme dell'Europa, dagli andamenti dei prezzi, dalle previsioni inflazionistiche delle Banche centrali o da indagini condotte presso gli operatori. Inoltre, le aspettative inflazionistiche nella Unione avrebbero dovuto essere attenuate dalle recenti riforme strutturali dei mercati del lavoro europei, attuate per aumentare la flessibilità dei salari reali, nonché dalle riforme istituzionali di alcuni Stati volte ad accrescere l'indipendenza della Banca centrale e, infine, dalla crescente attenzione posta al contenimento dell'inflazione. Tuttavia, in alcuni paesi le previsioni inflazionistiche dei mercati finanziari sembrano essere state diverse da quelle ufficiali, dimostrando, oltre al persistere di diffuse preoccupazioni circa l'entità dei disavanzi pubblici, la lunghezza del tempo necessario per acquistare credibilità su tali mercati. Infine, fattori diversi dai fondamentali economici possono aver svolto un ruolo nel determinare le tendenze manifestatesi, così come l'accresciuta integrazione dei mercati dei capitali, assieme al diffondersi di strategie di investimento basate sull'indebitamento (*leveraged trading*), sembrano aver condotto a una stretta connessione fra i mercati obbligazionari americani ed europei.

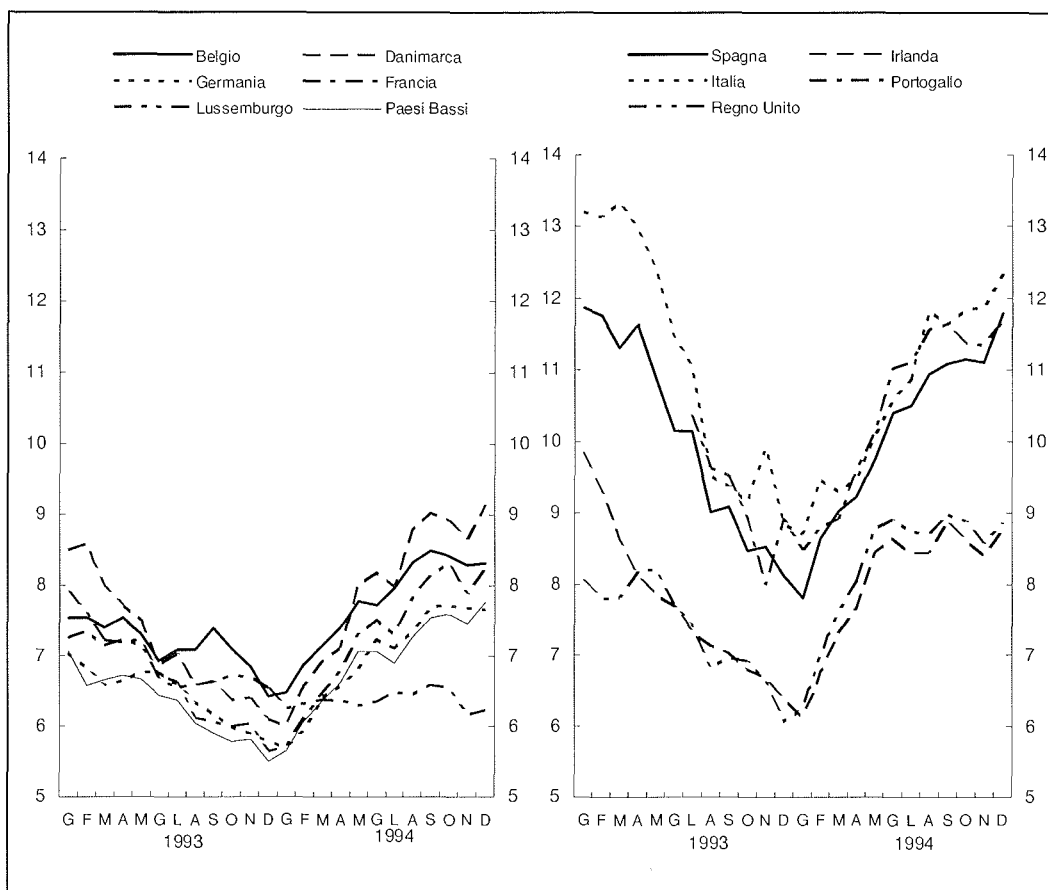
2.3 Gli sviluppi negli altri mercati

Nel 1993 l'andamento generale dei prezzi delle azioni sui mercati europei è stato al rialzo. All'inizio del 1994, gli indici dei mercati azionari nazionali erano ai massimi storicamente raggiunti, o prossimi a questi. Tale rialzo, abbastanza sincronizzato nei principali mercati azionari europei, si è iscritto in una tendenza manifestatasi a partire dalla fine del 1992, quando si era diffusa tra gli operatori la previsione di un prossimo superamento del punto di minima del ciclo e del conseguente avvio della ripresa. I principali fattori sottostanti a tale crescita sono stati i segnali sempre più chiari di avvio della fase espansiva dell'economia, l'aumento dei profitti delle imprese, nonché la diminuzione dei tassi di interesse a lungo e breve termine. In alcuni paesi l'aumento dei prezzi delle azioni è stato rafforzato, nel 1993, dagli effetti del deprezzamento del cambio verificatosi nell'anno precedente. Tuttavia, nel corso del 1994 in Europa l'andamento

Figura 6

Rendimenti delle obbligazioni a lungo termine*

(medie mensili; valori percentuali)



Fonte: Statistiche nazionali.

* Rendimenti di obbligazioni a 10 anni o con scadenza più prossima disponibile. Per ragioni di scala non sono riportati i tassi della Grecia. Per i dati relativi al 1993 e al 1994 cfr. tav. 3.

rialzista si è arrestato, e in molti mercati si sono avute diminuzioni dei prezzi. In qualche misura, le cadute possono essere state conseguenza di considerazioni di riequilibrio di portafoglio, poiché rendimenti obbligazionari più elevati richiedono rendimenti più alti sulle azioni, per incoraggiare gli investitori a detenerle. Ciò detto, le dimensioni del calo dei prezzi azionari sono state abbastanza limitate in confronto alla caduta dei prezzi delle obbligazioni, e in gran parte dei casi tale diminuzione ha solo controbilanciato gli aumenti verificatosi nel 1994 prima dell'inversione di tendenza. Nell'insieme, i mercati azionari europei hanno chiuso l'anno quasi agli stessi livelli raggiunti alla fine del 1993.

Gli sviluppi sui mercati degli immobili residenziali e commerciali hanno avuto un ruolo importante nell'ultimo ciclo economico, sia in Europa che altrove. In particolare, le dimensioni delle flessioni registrate dai prezzi nominali degli immobili hanno spesso avuto serie implicazioni per la posizione finanziaria di famiglie, società immobiliari e Banche. Nella maggior parte degli Stati membri per i quali si dispone di dati, i prezzi degli immobili residenziali sono rimasti stabili nel 1993-1994. Tuttavia, si sono verificati aumenti in Danimarca e nei Paesi Bassi, in conseguenza di fattori nazionali. Nel Regno Unito i prezzi degli immobili residenziali si sono stabilizzati nel biennio 1993-94, dopo un lungo periodo di riduzioni. Anche nei mercati degli immobili commerciali i prezzi sono tornati gradualmente a stabilizzarsi, nella maggior parte dei paesi, dopo le cadute degli ultimi

anni (come attestato dagli indici dei prezzi degli immobili basati sulle compravendite nelle principali città). A esempio, i prezzi di Spagna e Regno Unito hanno mostrato segnali di crescita dopo vari anni di diminuzioni.

3. Le politiche economiche nella UE

Come osservato nei parr. 1 e 2, le autorità di politica monetaria degli Stati della Unione hanno beneficiato di condizioni economiche in continuo miglioramento negli anni 1993 e 1994, dovendo nel contempo affrontare le difficili sfide poste dagli sviluppi sui mercati dei cambi e su quelli obbligazionari. Inoltre, l'andamento delle finanze pubbliche ha continuato a essere motivo di seria preoccupazione per le autorità di politica economica. Il par. 3.1 presenta una panoramica delle politiche di bilancio ed è seguito da una valutazione delle politiche monetarie (par. 3.2) e delle complessive politiche macroeconomiche (par. 3.3). I dati utilizzati per gli indicatori di bilancio sono quelli forniti dalla Commissione nelle sue previsioni dell'autunno 1994; i dati relativi al 1994 sono stimati.

3.1 La politica di bilancio

I primi anni novanta hanno segnato una brusca inversione di tendenza dei disavanzi delle amministrazioni pubbliche nella Unione. Dopo un lungo periodo di *deficit* decrescenti, i saldi di bilancio hanno cominciato a peggiorare significativamente a partire dal 1989. Dopo essersi attestati sul 5 per cento del PIL nel 1992, i disavanzi nella Unione hanno raggiunto il 6 per cento del PIL nel 1993, il più alto livello registrato dalla fondazione della Comunità europea. Nel 1994 il disavanzo pubblico aggregato è sceso, sebbene marginalmente, fissandosi al 5,6 per cento del PIL (cfr. tav. 4).

Gli sviluppi nei singoli paesi sono stati sostanzialmente in linea con questi andamenti generali. Mentre nel 1993 il disavanzo pubblico è aumentato in quasi tutti gli Stati membri, i disavanzi hanno teso a ridursi nel 1994, sebbene non abbastanza per controbilanciare i notevoli aumenti osservati nel 1993. Di conseguenza, gli andamenti del biennio hanno comportato per la maggior parte dei paesi un peggioramento rispetto al valore di riferimento del 3 per cento del PIL, fissato con il Trattato di Maastricht. Al tempo stesso, nel 1994 sono state notevoli le differenze fra i rapporti debito/PIL dei diversi paesi. All'estremità superiore della fascia di variazione, la Grecia e l'Italia hanno continuato a registrare i disavanzi più ampi, mentre nella maggior parte degli Stati membri il disavanzo ha oscillato fra il 4 e il 6 per cento. Solo Germania e Irlanda hanno avuto disavanzi inferiori o pari al 3 per cento, mentre il Lussemburgo ha conseguito un *surplus* di bilancio.

Per valutare in maggior dettaglio i recenti andamenti dei disavanzi pubblici si possono utilizzare varie stime, proposte da organizzazioni internazionali, che distinguono le componenti cicliche da quelle strutturali dei *deficit* di bilancio effettivi. Sebbene importanti problemi metodologici suggeriscano un utilizzo prudente di tali stime, esse possono comunque fornire informazioni utili, in particolare per la valutazione delle variazioni (più che dei livelli) dei saldi strutturali.

Da recenti stime della Commissione sui disavanzi strutturali nella UE emerge che gli sviluppi finanziari del 1993-1994, nell'insieme della Unione, sono in misura prevalente, se non interamente, conseguenza di fattori ciclici. Nel 1994 il disavanzo strutturale aggregato è rimasto praticamente invariato, a indicare che il miglioramento verificatosi nel disavanzo aggregato è da attribuirsi al riavvio della crescita. Anche il peggioramento dei disavanzi, nel 1993, sembra sia stato fortemente influenzato dalla recessione, essendo i *deficit* strutturali diminuiti lievemente, in media.

Tavola 4 **Indicatori di bilancio degli Stati membri della UE**
(in percentuale del PIL)

| | Accreditamento (+)/ indebitamento (-) netto delle Amministrazioni Pubbliche | | | | |
|---|---|-------|-------|-------|---------------------|
| | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 ^(a) |
| Belgio | -5,4 | -6,5 | -6,7 | -6,6 | -5,5 |
| Danimarca | -1,5 | -2,1 | -2,5 | -4,4 | -4,3 |
| Germania ^(b) | -2,1 | -3,2 | -2,6 | -3,3 | -2,9 |
| Grecia | -14,0 | -13,0 | -11,7 | -13,3 | -14,1 |
| Spagna | -3,9 | -4,9 | -4,2 | -7,5 | -7,0 |
| Francia | -1,6 | -2,2 | -3,9 | -5,8 | -5,6 |
| Irlanda | -2,2 | -2,1 | -2,2 | -2,5 | -2,4 |
| Italia | -10,9 | -10,2 | -9,5 | -9,5 | -9,6 |
| Lussemburgo | 5,9 | 2,3 | 0,3 | 1,1 | 1,3 |
| Paesi Bassi | -5,1 | -2,9 | -3,9 | -3,3 | -3,8 |
| Portogallo | -5,5 | -6,6 | -3,3 | -7,2 | -6,2 |
| Regno Unito | -1,5 | -2,6 | -6,2 | -7,8 | -6,3 |
| UE - 12 ^(c) | -4,0 | -4,6 | -5,0 | -6,0 | -5,6 |
| Per memoria: Disavanzo UE depurato dagli effetti ciclici | -5,5 | -5,6 | -5,3 | -5,0 | -4,9 |
| | Debito pubblico (Amministrazioni Pubbliche) | | | | |
| | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 ^(a) |
| Belgio | 130,8 | 132,9 | 133,8 | 138,9 | 140,1 |
| Danimarca ^(d) | 59,6 | 64,6 | 68,8 | 79,5 | 78,0 |
| Germania ^(b) | 43,8 | 42,1 | 44,8 | 48,1 | 51,0 |
| Grecia | 82,6 | 86,1 | 92,3 | 115,2 | 121,3 |
| Spagna | 45,1 | 45,9 | 48,2 | 59,8 | 63,5 |
| Francia | 35,4 | 35,8 | 39,6 | 45,8 | 50,4 |
| Irlanda | 96,8 | 96,2 | 93,4 | 96,1 | 89,0 |
| Italia | 97,9 | 101,3 | 108,4 | 118,6 | 123,7 |
| Lussemburgo | 5,4 | 4,9 | 6,0 | 7,8 | 9,2 |
| Paesi Bassi | 78,8 | 78,9 | 79,9 | 81,4 | 78,8 |
| Portogallo | 67,7 | 69,3 | 61,7 | 66,9 | 70,4 |
| Regno Unito | ... | 35,8 | 42,0 | 48,3 | 50,4 |
| UE-12 ^(c) | ... | 57,0 | 60,8 | 66,1 | 68,9 |

Fonte: Commissione europea, previsioni (autunno 1994) basate su dati presentati dagli Stati membri.

(a) Dato provvisorio.

(b) Regioni occidentali nel 1990, intero paese per gli anni successivi.

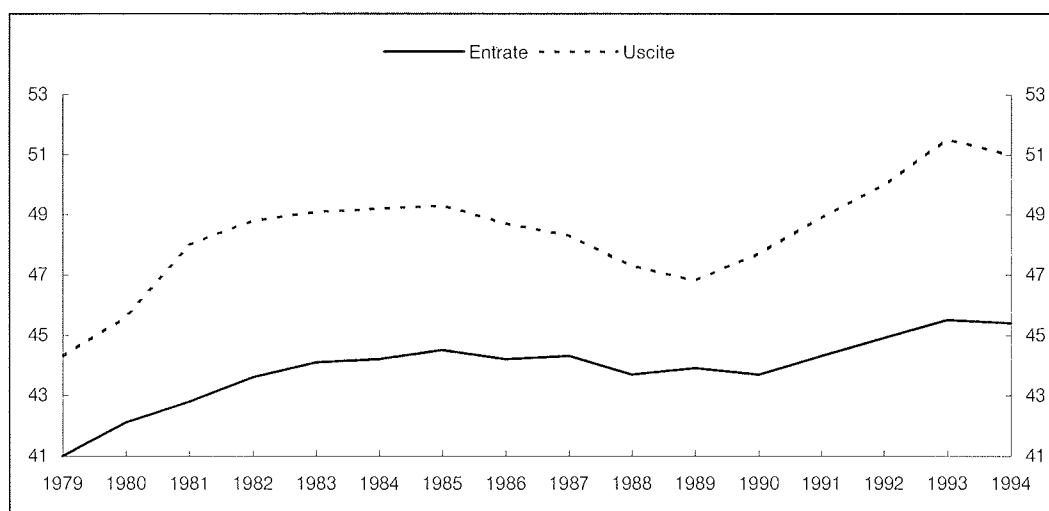
(c) Cfr. nota alla fig.2.

(d) Cfr. nota (e) alla tav. 9.

L'esame delle componenti cicliche e strutturali dei disavanzi di bilancio solleva il quesito di quanta parte dei futuri miglioramenti dei disavanzi stessi sia legata all'attesa prosecuzione della crescita economica. Come si è riscontrato nel 1993 e nel 1994, la reattività dei bilanci pubblici al ciclo è alquanto diretta, per effetto dell'operare degli stabilizzatori automatici. Nelle fasi espansive, essa si concretizza in accresciute entrate tributarie dirette, legate ai maggiori livelli di attività economica, nonché in minori impegni di spesa per sussidi di disoccupazione; viceversa accade durante le recessioni. Tuttavia, tali effetti possono controbilanciare solo temporaneamente il peggioramento dei saldi strutturali, per i quali si rendono necessari miglioramenti, non solo per rendere sostenibile la posizione finanziaria, ma anche per contribuire ad affrontare i problemi di lungo periodo che si prospettano agli Stati membri. In particolare, l'invecchiamento della popolazione imprime una spinta verso l'alto, per esempio, alla spesa connessa al pagamento delle pensioni e all'assistenza sanitaria, che tende a essere finanziata con entrate correnti. Dato che la recessione si è arrestata e che il livello dell'attività è cresciuto notevolmente, le condizioni economiche complessive sono ora favorevoli per il consolidamento dei conti pubblici.

E' anche auspicabile la prosecuzione degli sforzi volti alla riduzione delle dimensioni del settore pubblico. La crescita complessiva dei disavanzi iniziata all'inizio del decennio si è accompagnata a un notevole ampliamento sia della spesa che delle entrate pubbliche, che dovranno essere contenute (cfr. fig. 7). Nel 1993 è stato raggiunto, nell'insieme della UE, un nuovo livello *record* di spesa ed entrate totali, rispettivamente pari al 51,5 e al 45,5 per cento circa del PIL. Nel 1994 l'incidenza della spesa è leggermente diminuita (51 per cento), mentre è rimasta invariata quella delle entrate pubbliche. L'aumento della spesa nel 1993 è stato in gran parte dovuto alla crescita dei consumi pubblici e dei trasferimenti. Di conseguenza, il disavanzo primario delle Amministrazioni Pubbliche (pari al disavanzo pubblico al netto delle spese per interessi sul debito) si è deteriorato sino a raggiungere lo 0,6 per cento del PIL nel 1993, migliorando solo lievemente nel 1994.

Figura 7 **Entrate e uscite del settore pubblico nella UE**
(in percentuale del PIL della Unione)



Fonte: Commissione europea.

E' importante aggiungere che i dati aggregati sopra riportati per entrate e uscite nascondono, ancora una volta, le notevoli divergenze esistenti fra paese e paese. Ad esempio, nel 1993 gli aumenti dell'incidenza della spesa sono stati al di sopra della media in Danimarca, Grecia, Spagna, Francia e Italia, mentre stime preliminari per il 1994 mostrano in media una diminuzione, con l'eccezione di Danimarca, Grecia, Francia e Portogallo. Nel medio periodo, tuttavia, nella maggior parte dei paesi della UE l'incidenza sul PIL di entrate e spesa pubblica è cresciuta sensibilmente, e solo in pochi casi si sono recentemente avute correzioni. La tendenza di lungo periodo verso un innalzamento del rapporto spesa pubblica/PIL sarà in generale difficilmente bilanciabile con un aumento dell'incidenza delle entrate, particolarmente in quei paesi in cui i livelli attuali sono già relativamente alti. In particolare, con l'aumento della pressione fiscale si registra spesso quello dell'evasione, nonché un calo degli incentivi e dell'efficienza economica.

In generale, è preoccupante che la crescita dei *deficit* sia stata accompagnata da una consistente espansione della spesa pubblica. Ciò è causa di una serie di rigidità strutturali nelle economie della UE, che, a loro volta, contribuiscono a ridurre la competitività nei confronti del resto del mondo. In questo contesto, il consolidamento finanziario nella maggior parte degli Stati membri dovrebbe mirare in primo luogo a ridurre la spesa pubblica corrente, piuttosto che all'ulteriore inasprimento della pressione fiscale.

In conseguenza degli sviluppi appena illustrati, l'incidenza del debito pubblico lordo della Unione è salita di oltre 5 punti percentuali, raggiungendo il 66 per cento del PIL nel 1993, e di quasi tre punti percentuali nel 1994, toccando il 69 per cento (cfr. tav. 4). Il rapido aumento del debito in entrambi gli anni ha riflettuto l'elevato fabbisogno netto delle amministrazioni pubbliche degli Stati membri, ed è stato accentuato, nel 1993, dalla scarsa crescita del PIL nominale, dovuta alla recessione. Tuttavia, per alcuni paesi è necessario tener conto di fattori peculiari, come i depositi del Governo presso la Banca centrale e gli effetti valutativi connessi al deprezzamento del cambio (per debiti contratti in valuta estera), che hanno provocato notevoli variazioni dell'incidenza del debito. E' questo il caso, in particolare, di Danimarca, Grecia, Spagna, Italia e Portogallo. Fra il 1992 e il 1994 l'incidenza del debito è aumentata in tutti i paesi della UE, tranne che in Irlanda e Paesi Bassi. In Grecia, il rapporto debito/PIL è passato dal 92 al 121 per cento; in Italia, dal 108 al 124 per cento; in Spagna, dal 48 al 64 per cento; in Danimarca, dal 69 al 78 per cento; in Francia, dal 40 al 50 per cento; nel Regno Unito, dal 42 al 50 per cento e in Germania dal 45 al 51 per cento. Nell'insieme, nei paesi con livelli di debito al di sotto della soglia del 60 per cento fissata dal Trattato di Maastricht si è registrato (con l'eccezione del Lussemburgo) un rapido avvicinamento a tale valore, mentre altri paesi, con debito già largamente superiore al 60 per cento, si allontanavano (a eccezione dell'Irlanda) ulteriormente da tale soglia.

Da un punto di vista analitico, l'evoluzione dei rapporti di debito dipende dal differenziale fra la crescita nominale del PIL e il tasso di interesse applicato al debito, nonché dall'andamento del saldo primario. Benché una crescita del PIL nominale più sostenuta e tassi di interesse più bassi possano contribuire a contenere l'incidenza del debito, saranno comunque inevitabili maggiori sforzi volti a migliorare i saldi primari.

Squilibri protratti di politica di bilancio dell'ordine di grandezza attualmente osservato, comportano seri rischi per la stabilità dei prezzi, nonché per la crescita potenziale nel più lungo periodo. Una forte presenza del settore pubblico nell'economia crea inoltre condizioni meno favorevoli per il perseguimento di politiche monetarie orientate alla stabilità. Le connessioni fra politica monetaria e politica di bilancio sono esaminate nel par. 3.3.

3.2 La politica monetaria

Questo paragrafo esamina gli sviluppi monetari negli Stati membri della UE, concentrandosi in particolare sui tassi di interesse a breve termine, sugli aggregati monetari e sugli altri indicatori monetari. Inoltre, si esaminano i cambiamenti e gli elementi di continuità nelle strategie di politica monetaria, a seguito dell'ampliamento delle bande di fluttuazione degli AEC.

Tassi di interesse a breve termine

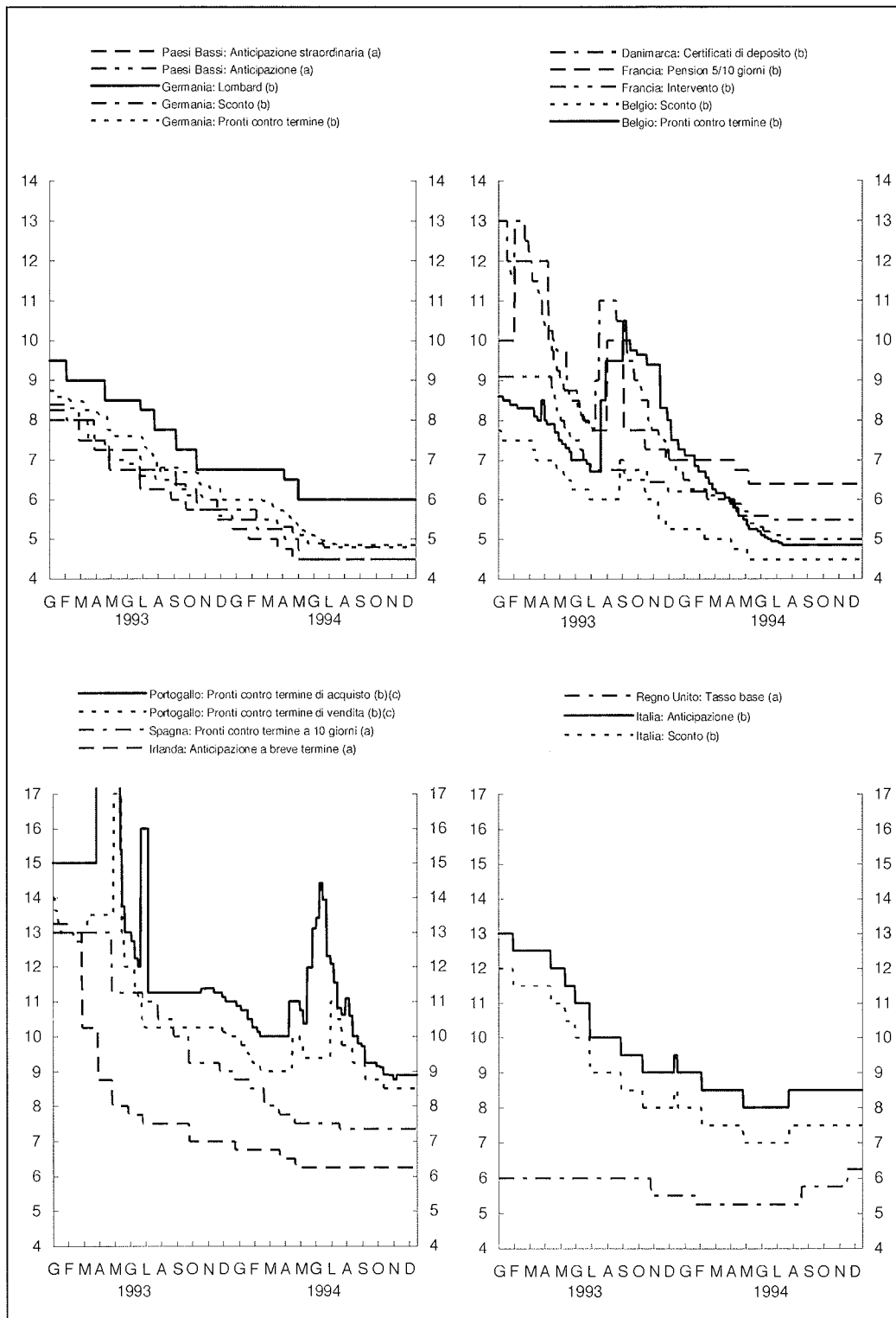
Per quasi tutto il biennio 1993/1994, le Banche centrali della Unione hanno proseguito nella politica di graduale riduzione dei tassi ufficiali o guida, rendendo così possibile l'ulteriore diminuzione dei tassi di mercato a breve termine (cfr. fig. 8). Tuttavia, in alcuni Stati membri i tassi a breve hanno subito, a tratti, bruschi rialzi, in conseguenza delle tensioni sui cambi esaminate nel paragrafo 2.1. Nel complesso, il processo di riduzione dei tassi ufficiali o guida è continuato sino all'estate del 1994. Successivamente, solo la Grecia e il Portogallo hanno ridotto i propri tassi ufficiali, rispetto agli alti livelli mantenuti dalla tarda primavera del 1994 per difendere le rispettive valute dalle pressioni speculative.

Sebbene i tassi ufficiali o guida siano stati ridotti con piccole variazioni successive, si è conseguito nell'insieme un sostanziale ribasso. Il tasso di sconto tedesco, ad esempio, è sceso di 4,25 punti percentuali rispetto al massimo raggiunto nel luglio 1992, stabilizzandosi al 4,5 per cento da maggio 1994. Nei due anni precedenti il luglio 1994, il *repo* tedesco (applicato a operazioni pronti contro termine) è diminuito di 4,85 punti percentuali, per poi fissarsi al livello del 4,85 per cento per il resto dell'anno.

In generale, e in parte a causa della cautela usata dai partecipanti agli AEC nell'allentare la politica monetaria, si sono placate le tensioni sui cambi emerse nel luglio 1993, le quali avevano portato, nel mese successivo, all'ampliamento delle bande di oscillazione. Le valute partecipanti agli accordi sono rientrate all'interno dei precedenti limiti di intervento, o hanno fluttuato in prossimità dei passati livelli minimi bilaterali nei confronti del marco tedesco. In molti paesi, il ripristino della stabilità all'interno degli AEC è stato accompagnato dal ritorno a livelli pre-crisi dei differenziali dei tassi di interesse a breve nei confronti della Germania (cfr. anche fig. 4), nonché da una riduzione della volatilità. Nell'estate del 1993 i tassi interbancari a tre mesi del Belgio sono aumentati considerevolmente, abbassandosi poi decisamente e uguagliando nuovamente gli equivalenti tassi tedeschi verso la fine del 1994. I tassi a breve dei Paesi Bassi hanno fluttuato leggermente al di sotto dei corrispondenti tassi tedeschi, ma hanno raggiunto lo stesso loro livello alla metà del 1994. I tassi di mercato monetario francesi hanno mantenuto, per quasi tutto il 1994, un differenziale relativamente stabile nei confronti degli equivalenti tassi tedeschi. A fine anno si è verificato un certo deprezzamento del franco, nonché un incremento del differenziale di tasso a breve termine nei confronti della Germania, causato dagli accadimenti politici. Fattori analoghi, ma di maggiore intensità, hanno provocato altrove, particolarmente in Spagna, una certa instabilità dei tassi di cambio e di interesse a breve termine.

Al di fuori degli AEC, segnali di deterioramento del quadro inflazionistico hanno indotto le Banche centrali di Italia e Regno Unito ad adottare misure preventive. I rispettivi tassi ufficiali sono stati innalzati nella seconda metà del 1994, a sottolineare l'impegno per il raggiungimento e il mantenimento della stabilità dei prezzi.

Figura 8 Tassi di interesse ufficiali o tassi guida negli Stati membri della UE*
(valori percentuali)



Fonte: Statistiche nazionali.

* Per ragioni di scala non sono riportati i tassi della Grecia; il tasso Lombard greco era pari al 30 per cento a fine dicembre 1994. Il tasso pronti contro termine di acquisto portoghese è stato superiore al 17 per cento tra marzo e maggio 1993; i dati relativi a tale periodo non sono riportati nel grafico.

(a) Dati di fine mese.

(b) Dati di fine settimana.

(c) Tassi applicati su operazioni a cadenza non predeterminata (con scadenza massima di una settimana).

Gli aggregati monetari

Nel corso del 1993-1994 vi sono state importanti divergenze, fra i vari Stati, nel ritmo di espansione monetaria. In misura rilevante, peraltro, tali divergenze possono spiegarsi alla luce di fattori eccezionali o temporanei, soprattutto in Germania e in Francia, dove gli aggregati monetari sono stati distorti in opposte direzioni. Tale situazione ha complicato la conduzione della politica monetaria per le Banche centrali che avevano fissato obiettivi monetari o fasce di riferimento, inducendo alcuni paesi a prendere in considerazione una più ampia gamma di indicatori.

In Germania, la crescita monetaria ha continuato ad essere alimentata dalla rapida espansione del credito e ha superato, per gran parte del 1993, la fascia-obiettivo. Dopo un sensibile *overshoot* all'inizio del 1994, causato in gran parte da cambiamenti apportati alla legislazione fiscale e dalla crescente incertezza dei mercati obbligazionari globali, il tasso di crescita di M3 si è ridotto notevolmente nei mesi successivi, ed è rientrato nella fascia-obiettivo verso la fine dell'anno (cfr. tav. 5). Il rallentamento di M3 è stato in gran parte dovuto alla ricomposizione del portafoglio degli operatori non bancari a favore di passività bancarie a lungo termine, non incluse nell'aggregato obiettivo, in seguito alla normalizzazione della curva dei rendimenti e all'aumento dei tassi di interesse a lungo termine. Hanno inoltre contribuito a questi sviluppi il venir meno degli influssi degli specifici fattori di natura fiscale e i deflussi di capitali, oltre agli investimenti del pubblico in fondi di mercato monetario denominati in marchi tedeschi (autorizzati nel 1994 e non inclusi in M3).

Altri paesi che avevano fissato obiettivi monetari o fasce di riferimento hanno incontrato difficoltà, nel 1993 e nel 1994, a mantenere la crescita della moneta all'interno del percorso stabilito. In Francia il tasso di crescita monetaria è divenuto negativo nell'estate del 1993, allorché le famiglie, sollecitate dai cambiamenti fiscali, hanno effettuato rilevanti variazioni di portafoglio, passando da strumenti finanziari a breve termine (in particolare, investimenti in fondi di mercato monetario, in Francia inclusi in M3), alla sottoscrizione di una speciale emissione obbligazionaria del Governo e di azioni di società privatizzate. Uno dei fattori sottostanti alla diminuzione di M3 è stato il ristagno della crescita del credito al settore privato. Nel corso del 1994 la crescita di M3 ha subito un'accelerazione, ma è rimasta ben al di sotto dell'obiettivo di medio periodo. Dopo l'inizio

Tavola 5 **Aggregati monetari - obiettivi e fasce di riferimento**
(variazioni percentuali annue*)

| | Variabile obiettivo | 1993 | | 1994 | | 1995 |
|-------------|--------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | | Obiettivo | Risultato | Obiettivo | Risultato | Obiettivo |
| Germania | M3 | 4,5-6,5 | 7,5 | 4-6 | 5,7 | 4-6 |
| Grecia | M3 | 9-12 | 15,0 | 8-11 | 8,1 | 7-9 |
| Spagna | ALP | 4,5-7,5 | 8,6 | - | - | - |
| Francia | M3 ^(a) | 4-6,5 | -2,1 | 5 | 1,2 | 5 |
| Italia | M2 | 5-7 | 7,9 | 5-7 | 2,9 | 5 |
| | Variabile di riferimento | Fascia | Risultato | Fascia | Risultato | Fascia |
| Spagna | ALP ^(b) | - | - | 3-7 | 8,2 | <8 |
| Regno Unito | M0 | 0-4 | 4,5 | 0-4 | 5,6 | 0-4 |
| | M4 | 3-9 | 3,3 | 3-9 | 5,6 | 3-9 |

Fonte: Banche centrali nazionali.

* Quarto trimestre su quarto trimestre o dicembre su dicembre (Regno Unito: marzo su marzo).

(a) Dal 1994, obiettivo di medio periodo.

(b) Dal 1995, aggregato di riferimento di medio periodo.

del 1994, il debito totale interno lordo è stato usato come indicatore monetario aggiuntivo. Anche la sua crescita è rallentata notevolmente l'anno passato, rimanendo però positiva a causa della forte domanda di credito del settore pubblico.

La domanda di moneta in Spagna è stata piuttosto volatile nel 1993 e 1994, in seguito alle riallocazioni di portafoglio stimulate dall'innovazione finanziaria e dalla crescente incertezza sui mercati obbligazionari. L'aggregato monetario ALP (attività liquide detenute dal pubblico) ha superato la fascia di riferimento sia nel 1993 che nel 1994. Ciò è avvenuto anche in Italia nel 1993, in parte in relazione agli avanzi di bilancia dei pagamenti. Nel corso del 1994, in Italia, la crescita della moneta in senso ampio, M2, ha superato, nella prima metà dell'anno, la fascia obiettivo, ma ha fatto poi registrare una brusca decelerazione, risultando, nel quarto trimestre, molto al di sotto del limite inferiore di tale fascia. Nel Regno Unito il tasso di crescita della moneta in senso stretto, M0, è stato, nel 1994, largamente al di sopra della fascia di riferimento. Ciò può essere connesso alle passate riduzioni dei tassi di interesse, che hanno diminuito i costi-opportunità connessi alla detenzione di moneta, nonché all'aumento relativamente forte delle vendite al dettaglio. La crescita di M4 nel Regno Unito è rimasta prossima al centro della relativa fascia di riferimento. In Grecia, dopo un'iniziale tendenza al rialzo la crescita monetaria ha cominciato a decelerare, rientrando nella fascia obiettivo verso la fine dell'anno.

Nel complesso della Unione, la crescita della moneta in senso ampio (M3 armonizzato) è decelerata gradualmente nel corso del 1993, stabilizzandosi nel 1994 su di un tasso medio annuo appena superiore al 5,0 per cento. Questo rallentamento del tasso di espansione monetaria è stato accompagnato dalla caduta dei tassi di interesse a breve termine e dalla ripresa della crescita del reddito nominale nella Unione. Questi sviluppi, tuttavia, sottendono tendenze divergenti nei singoli paesi.

Altri indicatori monetari

Nella Unione, i tassi di interesse reali a breve termine, calcolati come differenza fra i tassi nominali a breve termine di mercato e l'aumento dei prezzi al consumo nei dodici mesi precedenti, sono risultati, nel 1993, più alti della norma, ove si consideri lo stadio raggiunto dal ciclo economico. Per la UE nel suo insieme sono comunque diminuiti sensibilmente, dal massimo dell'8 per cento dell'autunno 1992 sino a un minimo del 3,5 nell'agosto 1994. Un leggero aumento dei tassi di interesse reali a breve termine si è tuttavia registrato dopo la forte ripresa dell'attività economica.

La curva dei rendimenti ha subito una significativa inversione negli anni 1993 e 1994, passando da una inclinazione negativa a una più normale, positiva in tutti gli Stati membri (a cominciare da Italia e Regno Unito), sebbene, contrariamente a quanto avvenuto in passato, la ripresa dell'Europa continentale sia iniziata prima che la curva dei rendimenti assumesse il suo andamento crescente. L'inversione di tendenza ha riflesso inizialmente il graduale allentamento, già illustrato, delle condizioni monetarie; successivamente, l'improvviso aumento dei tassi di interesse a lungo termine è diventato fattore dominante.

Sebbene in alcuni paesi i mercati immobiliari abbiano mantenuto un tono sostenuto, in generale i prezzi delle attività sono stati, nel 1994, alquanto depressi, offrendo quindi motivi limitati di preoccupazione per l'inflazione (cfr. par. 2.3). Tuttavia, i prezzi dei *futures* sui tassi di interesse a breve termine hanno segnalato un certo pessimismo circa le prospettive inflazionistiche. Nel primo trimestre del 1994, i *futures* relativi ai tassi di interesse a tre mesi sugli euro-marchi mostrarono una inversione di tendenza - segno di un cambiamento nelle aspettative che, dopo aver scontato un ulteriore allentamento della politica monetaria tedesca, ne prevedevano ora un inasprimento. I *futures* relativi ai tassi di interesse a tre mesi sulle sterline segnalavano una svolta ancora più decisa delle previsioni relative ai tassi a breve. Tali aspettative

implicite dovrebbero tuttavia essere valutate con cautela, poiché i contratti *futures* in esame sembrano reagire in modo eccessivo alle nuove informazioni, e potrebbero anche riflettere un più alto premio per il rischio, in relazione a un'accresciuta incertezza nei mercati finanziari in generale.

Cambiamenti e continuità nelle strategie di politica monetaria

Dopo l'ampliamento delle fasce di fluttuazione degli AEC, deciso il 2 agosto 1993 (cfr. par. 2.1), le Banche centrali dei paesi aderenti hanno avuto, in linea di principio, l'opportunità di usare l'aumentato margine di manovra per condurre politiche monetarie meno legate al tasso di cambio. Ciò fu considerato all'epoca, da numerosi osservatori, come una soluzione al dilemma avvertito in molti paesi - segnatamente, quello di dover mantenere i tassi di interesse a breve termine a un livello ritenuto in contrasto con la debole crescita economica e l'inflazione bassa o in diminuzione, oltretutto inadatto in un contesto contraddistinto da differenze nei processi di trasmissione degli impulsi monetari (cfr. riquadro 2). La soluzione di ridimensionare il ruolo del tasso di cambio come ancora nominale non è stata, tuttavia, generalmente adottata, confermando la funzione degli AEC come schema di coordinamento delle politiche monetarie nazionali. Ciò nonostante, molti paesi della UE hanno apportato, nel 1993-94, variazioni alle proprie strategie di politica monetaria.

Quel che non è variato è l'obiettivo finale della politica monetaria, ovvero la stabilità dei prezzi, presupposto di una crescita economica e di un livello di occupazione sostenibili. Questo obiettivo primario può essere definito come il conseguimento di un tasso di inflazione non distortivo delle decisioni di risparmio e di investimento degli operatori privati.

Nell'ambito degli AEC, la Bundesbank ha continuato, nel 1993-1994, a perseguire un obiettivo intermedio di crescita dell'offerta di moneta, espressa in termini di M3. Le Banche centrali della maggior parte dei paesi aderenti hanno assunto il tasso di cambio come obiettivo intermedio chiave per raggiungere l'obiettivo finale oppure, come nel caso della Banque de France, hanno formulato obiettivi intermedi sia per il valore esterno della moneta che per il tasso di crescita di M3. Alcuni altri paesi partecipanti agli AEC avevano ritenuto utile, in passato, rendere pubblico un obiettivo monetario intermedio, allo scopo di fornire un ulteriore sostegno al perseguimento dell'obiettivo di tasso di cambio. Più di recente, tuttavia, tali paesi hanno dovuto valutare se, e come adattare le proprie strategie di politica monetaria, a fronte della deregolamentazione dei mercati finanziari, della liberalizzazione dei flussi internazionali di capitali, della sempre più forte integrazione economica e finanziaria, delle distorsioni provocate dalle innovazioni finanziarie, della nuova configurazione degli AEC.

Le Banche centrali di alcuni Stati aderenti agli AEC, con economie più ampie e meno aperte, hanno rivisto le proprie modalità di fissazione degli obiettivi monetari, o hanno optato per obiettivi alternativi. Dal 1994, la Banque de France ha collocato l'obiettivo relativo a M3 in un contesto di crescita a medio termine del 5 per cento, e vi ha aggiunto il debito totale interno come importante indicatore delle condizioni finanziarie dell'economia. Inoltre, vengono presi in considerazione l'andamento dei tassi a lunga e la bilancia dei pagamenti. Dopo la liberalizzazione dei flussi internazionali di capitali nel febbraio 1992, il Banco de España ha incontrato crescenti difficoltà nel controllare il suo aggregato monetario di riferimento ALP. L'emergere di nuovi strumenti finanziari (in primo luogo, fondi comuni) e le frequenti ricomposizioni di portafoglio operate dal pubblico hanno contribuito ad accrescere i recenti problemi di stabilità. In queste circostanze, a partire dal 1994 si è convenuto che ALP potesse fornire solamente un quadro di riferimento per la valutazione della compatibilità della dinamica monetaria rispetto al

Riquadro 2 Differenze nei processi di trasmissione monetaria

Una Banca centrale, come erogatore monopolista di base monetaria, è in grado di influenzare fortemente, se non di controllare, i tassi di interesse di mercato monetario, mediante la fissazione delle condizioni alle quali immettere o drenare liquidità. I vari canali attraverso i quali tali cambiamenti dei tassi di interesse ufficiali o guida si ripercuotono sulla produzione e sull'inflazione costituiscono, nel loro insieme, il processo di trasmissione monetaria. Benché vi sia una somiglianza di fondo di tali canali, fra i paesi della UE, le differenze esistenti fra i processi di trasmissione nei diversi Stati fanno sì che una determinata variazione del tasso di interesse possa influenzare in modo diverso, nel tempo, i prezzi e la produzione negli Stati membri. Nella seconda fase, le differenze dei processi di trasmissione potrebbero divenire fonte di conflitti nei singoli Stati membri, se la politica dei tassi di interesse necessaria al mantenimento della stabilità del cambio dovesse differire da quella giudicata in linea con gli obiettivi di politica interna. Esse avranno anche importanti implicazioni per una futura Unione economica e monetaria, come discusso nel capitolo II.

Alcune importanti aree di divergenza fra gli Stati membri riguardano:

- l'importanza relativa, nell'economia, del finanziamento a tassi fissi a lungo termine e di quello a tassi variabili, o a breve termine;
- la dimensione e la composizione delle situazioni patrimoniali dei settori non finanziari;
- il grado di apertura dell'economia e l'importanza del canale del tasso di cambio;
- la rapidità con la quale i tassi di mercato monetario e le variazioni dei tassi di interesse ufficiali si ripercuotono sui tassi attivi e passivi praticati nell'economia;
- le differenze nel meccanismo salari-prezzi.

In presenza di divergenze in tali aree, possono sorgere vari problemi per la politica monetaria. Quando prevale il finanziamento del settore privato con tassi a breve termine o variabili, la politica monetaria avrà un impatto maggiore sull'economia, a parità di strutture patrimoniali degli agenti privati. Nella UE, il finanziamento a tassi a breve ha importanza relativamente modesta, sia per le famiglie che per le imprese, in paesi quali Danimarca, Germania, Paesi Bassi e Svezia e, in minor misura, in Belgio, Francia e Austria.

Dimensione e composizione dello stato patrimoniale del settore privato influenzeranno la misura in cui tali effetti potenziali incidono effettivamente sui comportamenti. L'esistenza di un'ampia quota di prestiti regolati a tassi a breve termine o variabili (come nel Regno Unito e in Irlanda) contribuisce a far sì che le variazioni dei tassi ufficiali si trasmettano in modo relativamente rapido e incisivo alla spesa aggregata. Anche se il debito è in larga parte a lungo termine e a tasso fisso, un indebitamento elevato (come in Svezia) può influenzare il meccanismo di trasmissione.

Se un'ampia quota del debito pubblico è a tasso variabile o a breve termine, come in Portogallo, Italia e Grecia, una contrazione monetaria può essere controbilanciata abbastanza rapidamente da un'espansione di bilancio, nella misura in cui i maggiori pagamenti per interessi sul debito esistente affluiscono ai residenti. Tale effetto varierà con l'indebitamento del settore pubblico (cfr. tav. 4). Ma potrebbe verificarsi, nel medio periodo, un effetto depressivo, nel caso in cui i crescenti pagamenti per interessi e la minaccia di una spirale negli oneri per interessi costringano il settore pubblico a un inasprimento della politica fiscale. In questo contesto, vi è una forte correlazione fra la capacità del Governo di collocare debito a lungo termine e a tasso fisso e l'inflazione passata. Inoltre, elevate quote di debito in valuta estera creano un legame fra politica monetaria e politica di bilancio attraverso il tasso di cambio.

Il grado di apertura degli Stati membri determina, tra l'altro, la velocità e l'intensità con cui le variazioni dei tassi di cambio provocate da interventi di politica monetaria si ripercuotono sul prodotto e sull'inflazione. Un'apertura totale, e pertanto una sensibilità massima agli sviluppi esterni, sta affermandosi in alcuni paesi della UE, in linea con il processo di integrazione. Tuttavia, nella misura in cui gli Stati membri riescano a stabilizzare i tassi di cambio intra-UE, le differenze tra i flussi commerciali extra-UE sono il miglior metro dell'ampiezza delle differenze della trasmissione monetaria attraverso il tasso di cambio. Il grado di apertura, la somma di esportazioni e importazioni, verso i paesi extra-UE è particolarmente alto, superiore al 25 per cento del PIL, in Belgio, Lussemburgo e Irlanda, ed è significativamente più alto in Germania e nel Regno Unito che in Francia e in Italia.

Riquadro 2 (segue)

I processi di trasmissione possono differire fra i vari paesi della UE anche a causa delle diverse velocità con cui cambiamenti dei tassi di mercato monetario si trasmettono ai tassi bancari attivi e passivi, nonché in relazione alle differenze del circuito prezzi-salari, che influenzano la misura in cui l'impatto della politica monetaria sugli eccessi di domanda si ripercuote sul prodotto e sull'inflazione.

Mentre è relativamente agevole individuare singole differenze strutturali tra i diversi meccanismi, non è altrettanto immediata la valutazione del loro impatto complessivo, a livello macroeconomico, sulle caratteristiche funzionali degli stessi meccanismi. Il risultato maggiormente significativo di una comparazione tra simulazioni effettuate tramite modelli macroeconomici è che, tra i quattro maggiori Stati membri della Unione, l'influsso di cambiamenti dei tassi ufficiali di interesse sul PIL nominale è più rapido e consistente nel Regno Unito rispetto a Germania, Francia, o Italia. Tuttavia, non può escludersi la presenza di mutamenti strutturali nelle relazioni empiriche, che potrebbe limitare l'applicabilità di questi risultati alla situazione attuale.

E' probabile che talune delle differenze dei processi di trasmissione sopra esaminate si attenuino nei prossimi anni, per effetto della crescente convergenza dei tassi d'inflazione (che potrebbe, a esempio, stimolare i finanziamenti a lungo termine e a tasso fisso), oltreché della maggiore competizione internazionale e dell'accresciuta integrazione finanziaria (che possono rendere più uniformi le modalità di trasmissione ai tassi bancari delle variazioni dei tassi di mercato monetario). Inoltre, vi sono state numerose riforme istituzionali dei mercati finanziari e del lavoro, anch'esse suscettibili di accrescere la convergenza (per quanto concerne i mercati del lavoro, cfr. riquadro 1). Tuttavia, è verosimile attendersi il permanere di elementi di difformità per quanto concerne il grado di apertura e le posizioni patrimoniali nette, specie in relazione alle differenze esistenti tra le strutture delle preferenze degli agenti economici.

perseguimento della stabilità dei prezzi. Dal 1995 il Banco de España ha poi sostituito il proprio obiettivo monetario con un obiettivo di medio periodo direttamente espresso in termini di inflazione (cfr. tav. 6), riaffermando nel contempo il suo impegno per la stabilità del tasso di cambio e continuando a tenere sotto osservazione una pluralità di indicatori complementari, fra i quali ALP mantiene una posizione di rilievo. Infine, a partire dal 1993 alcune economie più piccole, come la Danimarca, i Paesi Bassi e il Portogallo, hanno deciso di abbandonare i rispettivi obiettivi intermedi espressi in termini di crescita della moneta.

Tavola 6 **Inflazione: obiettivi annunciati**
(variazioni percentuali annue)

| | Indicatore dell' inflazione ^(a) | 1993 | | 1994 | | 1995 | Obiettivo di medio periodo |
|-------------|--|------------------|-----------|------------------|-----------|-----------|----------------------------|
| | | Obiettivo | Risultato | Obiettivo | Risultato | Obiettivo | |
| Spagna | CPI | - | 4,6 | - | 4,7 | - | <3 ^(b) |
| Francia | CPI | - | 2,1 | ≤2 | 1,6 | ≤2 | ≤2 |
| Italia | CPI | 4-5 | 4,3 | 3,5 | 3,9 | 2,5 | - |
| Finlandia | CPIX | - | 2,6 | - | 1,3 | 2 | 2 |
| Svezia | CPI | - ^(c) | 4,7 | - ^(c) | 2,4 | 1-3 | 1-3 |
| Regno Unito | RPIX | 1-4 | 3,0 | 1-4 | 2,4 | 1-4 | 1-2,5 ^(d) |

Fonte: Statistiche nazionali.

(a) CPI = Indice dei prezzi al consumo. CPIX = CPI esclusi gli effetti delle imposte indirette, dei sussidi e delle spese in conto capitale per abitazioni. RPIX = Indice dei prezzi al dettaglio esclusi gli interessi sui mutui ipotecari.

(b) Obiettivo per il 1997.

(c) L'obiettivo per il 1993 e il 1994 era di evitare l'aumento del tasso di inflazione sottostante.

(d) Per la fine della corrente legislatura (al più tardi aprile 1997).

I paesi che hanno sospeso la partecipazione agli AEC nel 1992 hanno dovuto ridefinire radicalmente le proprie strategie di politica monetaria, tentando di individuare nuovi strumenti per esprimere al pubblico il proprio impegno per la stabilità dei prezzi. A tale fine, le autorità monetarie del Regno Unito hanno sviluppato un disegno di politica monetaria centrato su un obiettivo inflazionistico diretto (cfr. tav. 6). Le decisioni sui tassi di interesse si basano su un'attenta valutazione delle prospettive inflazionistiche a medio termine, tenendo conto del contenuto informativo di tutti gli indicatori disponibili, inclusi aggregati monetari più o meno ampi (per i quali sono fissate fasce di monitoraggio), il tasso di cambio effettivo e i prezzi delle attività. In Italia, dopo la fluttuazione della lira, ha assunto importanza crescente un obiettivo quantitativo di crescita della moneta, tenuto sotto controllo, peraltro, unitamente ad altri indicatori, in particolare un aggregato creditizio e il tasso di cambio. Tuttavia, le recenti turbolenze dei mercati creditizi e finanziari hanno influito sulla crescita di M2 e ne hanno resa l'interpretazione meno immediata; la Banca d'Italia ha pertanto deciso di annunciare, per il 1995, un obiettivo centrale di riferimento, per M2, di crescita del 5 per cento, e di usare una serie di indicatori di pressione inflazionistica, continuando a riservare al tasso di cambio un ruolo importante.

La Banca di Grecia ha fissato un obiettivo intermedio di espansione di M3 coerente con un tasso di inflazione decrescente. Inoltre, ha seguito una politica del cambio non accomodante, consentendo a deprezzamenti effettivi di compensare solo in parte la maggiore inflazione rispetto ai concorrenti esteri. A seguito della graduale liberalizzazione dei movimenti di capitali, completata nel maggio 1994, è stato assegnato un peso maggiore all'obiettivo di tasso di cambio, diminuendo nel contempo l'importanza dell'obiettivo monetario.

Tra i nuovi Stati membri, l'Austria ha tradizionalmente mantenuto uno stretto legame con il marco tedesco, utilizzato come ancora nominale; la Svezia e la Finlandia hanno annunciato obiettivi espliciti di inflazione dopo la decisione di lasciare fluttuare le proprie valute.

L'adeguatezza delle politiche monetarie nella UE

La congruità degli orientamenti di politica monetaria non può essere valutata adeguatamente sulla base di un esame condotto soltanto con riferimento alla Unione nel suo complesso, ma richiede specifiche analisi per i diversi paesi. Le ragioni sono evidenti: anzitutto, le Banche centrali nazionali rimangono responsabili della loro politica monetaria nella seconda fase; in secondo luogo, continuano a esistere, oltre a diversità cicliche, difformità strutturali tra gli Stati membri della UE (che potranno ridursi solo gradualmente) le quali, a esempio, influiscono sui meccanismi di trasmissione monetaria (cfr. riquadro 2). Per il momento, le Banche centrali dovranno pertanto confrontarsi con differenti ambienti operativi.

In Germania le condizioni economiche nel 1993 - 1994 sono state tali che la Bundesbank ha potuto condurre la propria politica di cauta riduzione dei tassi di interesse ufficiali e guida, iniziata nel settembre 1992. Ciò è stato reso possibile soprattutto dal miglioramento delle prospettive inflazionistiche, al quale hanno contribuito significativamente la forza del marco, le attese di consolidamento finanziario, nonché la moderazione salariale prodotta dagli accordi sindacali. Inoltre, la costante discesa dei tassi di interesse tedeschi a lungo termine, verificatasi nel 1993 e nella prima parte del 1994, sembrava confermare che i mercati finanziari si attendessero, nel più lungo andare, un rallentamento dell'inflazione. Benché il tasso di crescita di M3 eccedesse prolungatamente la fascia obiettivo, una parte rilevante di questo *overshooting* era considerata un fenomeno temporaneo, connesso a vari fattori eccezionali, e non un indicatore di maggiore inflazione futura. Nondimeno, data la difficoltà di valutare le condizioni monetarie sottostanti, veniva adottato un cauto approccio nei confronti della

politica dei tassi, così da non danneggiare la credibilità, aggiungendo incertezza nei mercati finanziari. In retrospettiva, la Bundesbank ha avuto successo, sia nel ridurre l'espansione monetaria entro i livelli obiettivi, sia nel ridimensionare l'inflazione, mantenendo al contempo la credibilità dei propri orientamenti di politica monetaria, e non ponendo a repentaglio la ripresa economica.

Vi sono segni che mostrano guadagni di credibilità nei mercati finanziari, nei due anni passati, da parte di altre Banche centrali della UE, in termini di determinazione nel mantenimento di un orientamento antinflazionistico. Nell'ultima parte del 1993 e nella prima del 1994 le Banche centrali dei paesi aderenti agli AEC hanno ridotto con cautela i tassi di interesse ufficiali e guida e sono riuscite a ridurre i differenziali di interesse a breve termine nei confronti della Germania, evitando significative tensioni sui cambi per gran parte del periodo. Oltre ai progressi fatti nella convergenza dei tassi di inflazione, la sincronia della ripresa economica sembra aver pure esercitato un ruolo favorevole a questo proposito. Peraltro, si sono verificati alcuni brevi periodi di instabilità dei cambi collegati tipicamente a incertezze politiche nazionali, che hanno temporaneamente spinto al rialzo i differenziali dei tassi di interesse. Inoltre, i differenziali a lunga nei confronti della Germania hanno teso ad accrescersi, nel corso del 1994, indicando tra l'altro la persistenza di problemi economici sottostanti (cfr. par. 2.2).

Al di fuori degli AEC, le autorità monetarie del Regno Unito hanno accresciuto la propria credibilità grazie alla risolutezza con la quale hanno elevato due volte, nel 1994, i tassi di interesse allo scopo di evitare pericoli inflazionistici. Come già osservato, nel pesare i rischi di inflazione le autorità monetarie del Regno Unito fanno uso di un ampio spettro di indicatori, combinandoli in una previsione di inflazione per i due anni successivi basata sull'assunto di politiche invariate. Quando tale previsione di inflazione ha messo in luce la crescente probabilità di un *overshooting* rispetto alla fascia obiettivo stabilito per la fine della corrente legislatura (1-2,5 per cento), si sono ritenuti necessari tempestivi rialzi dei tassi di interesse ufficiali a breve termine, nonostante che il tasso di inflazione corrente fosse al suo livello minimo da 27 anni. Anche in Italia la politica monetaria è stata resa più stringente, a seguito di indicazioni di rialzo dell'inflazione. Così come in Grecia, le autorità monetarie erano gravate dal condizionamento degli sbilanci di finanza pubblica, che intaccavano seriamente l'adeguatezza del *mix* delle politiche economiche.

Per riassumere, l'incertezza creata dalle turbolenze del 1992 e 1993 negli AEC, aveva reso essenziale per la politica monetaria continuare a fornire un'ancora credibile per la stabilità nominale. La politica dei tassi di interesse, pertanto, doveva essere condotta in maniera cauta, senza correre rischi non necessari, soprattutto perché non era sufficientemente chiaro in molti paesi se la politica di bilancio e i salari avrebbero seguito il medesimo orientamento verso la stabilità. Il ripristino della stabilità negli AEC, assieme al consistente rallentamento dell'inflazione in tutta la Unione, possono essere considerati come una prima conferma che la condotta delle politiche monetarie nei singoli paesi, e nella Unione nel suo complesso, è stata sostanzialmente adeguata. Il paragrafo 4.1 di questo capitolo riesamina il concetto di adeguatezza della politica monetaria in chiave prospettica.

3.3 Il *mix* delle politiche macroeconomiche

Il mantenimento della stabilità dei prezzi richiede la cooperazione e il sostegno della politica di bilancio, così da creare un *mix* equilibrato. Sotto questo profilo, il compito delle autorità monetarie negli anni recenti non è stato semplice, ed è stato ulteriormente complicato dai crescenti disavanzi e debiti pubblici formati in molti Stati membri.

Riquadro 3 La situazione economica dei nuovi Stati membri della Unione

Il 1° gennaio 1995 l'Austria, la Finlandia e la Svezia sono divenute membri della UE, dopo il risultato favorevole dei referendum tenutisi rispettivamente il 12 giugno, il 16 ottobre e il 13 novembre 1994.

Come nella maggior parte dei paesi della UE, nel 1994 l'economia austriaca è sensibilmente cresciuta, dopo la stagnazione del 1993, mentre diminuiva l'inflazione al consumo. In confronto a quelle degli altri nuovi Stati membri, la finanza pubblica austriaca appare meno squilibrata, anche se è necessario un ulteriore miglioramento per rispettare i valori di riferimento fissati in materia dal Trattato di Maastricht.

Le economie finlandese e svedese sono in fase di ripresa dopo una grave recessione, e hanno mostrato, nel 1994, tassi di crescita positivi dopo la caduta della produzione degli anni precedenti. Alla severità della recessione finlandese ha contribuito in misura significativa la perdita di mercati d'esportazione derivante dal collasso dell'Unione Sovietica. In entrambi i paesi la crescita delle esportazioni ha aiutato l'economia ad uscire dalla recessione, dopo forti deprezzamenti del cambio. A causa delle indennità di disoccupazione, che agiscono come stabilizzatori automatici, entrambi i paesi hanno visto emergere elevati disavanzi pubblici. In Svezia, all'aumento del *deficit* ha contribuito il piano di riforma fiscale approvato dal Parlamento nel 1989-90, divenuto pienamente operativo dal 1991. I disavanzi degli anni recenti hanno portato a significativi aumenti del debito pubblico sia in Finlandia che in Svezia. Su tale aumento hanno inoltre inciso, nei primi anni novanta, una crisi bancaria e i conseguenti interventi di sostegno finanziario attuati dai Governi. Inoltre, i tassi di interesse a lungo termine di Finlandia e Svezia sono stati, nel 1994, al di sopra della media della UE, nonostante i bassi tassi di crescita dei prezzi. In Svezia, l'inflazione ha raggiunto il suo livello minimo nella primavera del 1994. Per controbilanciare le crescenti pressioni inflazionistiche, la Sveriges Riksbank ha aumentato, nell'autunno 1994, i tassi di interesse ufficiali. In Finlandia, la Suomen Pankki ha innalzato il tasso pronti contro termine di 50 punti base nel dicembre 1994.

Principali indicatori economici dei nuovi Stati membri della UE

| | | PIL reale ^(a) | Inflazione ^(b) | Tasso di cambio effettivo nominale (1991=100) | Tasso di interesse a lungo termine ^(c) | Accreditamento(+)/Indebitamento(-) netto delle Amministrazioni Pubbliche ^(d) | Debito Pubblico (Amministrazioni Pubbliche) ^(e) |
|-----------|------|--------------------------|---------------------------|---|---|---|--|
| Austria | 1993 | -0,3 | 3,6 | 103,2 | 6,8 | -4,1 | 63,5 |
| | 1994 | 2,8 | 3,0 | 103,8 | 7,0 | -4,4 | 65,0 |
| | 1995 | 3,1 | 2,5 | 105,0 | ... | -4,9 | ... |
| Finlandia | 1993 | -2,6 | 2,2 | 75,0 | 8,8 | -7,2 | 61,8 |
| | 1994 | 3,7 | 1,1 | 81,2 | 9,1 | -4,7 | 70,0 |
| | 1995 | 5,0 | 2,0 | 85,8 | ... | -5,0 | 76,0 |
| Svezia | 1993 | -2,1 | 4,7 | 81,1 | 8,6 | -13,3 | 74,4 |
| | 1994 | 2,2 | 2,4 | 80,2 | 9,5 | -11,7 | 81,0 |
| | 1995 | 2,7 | 3,2 | 80,5 | ... | -9,6 | ... |

Fonti: Commissione europea (PIL reale, accreditamento o indebitamento netto delle Amministrazioni Pubbliche, debito pubblico), Statistiche nazionali (inflazione (indice dei prezzi al consumo), tassi di interesse a lungo termine), OCSE (tassi di cambio effettivi). I dati relativi al 1995 sono tratti dalle previsioni (autunno 1994) della Commissione europea. (a) Variazioni percentuali annue. (b) Tassi annui. (c) Media annua, valori percentuali. (d) In percentuale del PIL. (e) Dati non perfettamente conformi con la definizione di Maastricht.

Tutti i nuovi Stati della UE sono divenuti membri del Sistema monetario europeo, ma solo l'Austria ha deciso di aderire agli AEC a decorrere dal gennaio 1995. Lo scellino austriaco ha dimostrato un alto grado di stabilità del tasso di cambio, mantenuto a lungo costante nei confronti del marco tedesco. La Finlandia e la Svezia hanno abbandonato la politica di ancoraggio delle rispettive valute all'ECU nell'autunno del 1992, dopo un periodo di forte pressione subita dal marco finlandese e dalla corona svedese. Dopo la decisione di lasciar fluttuare le proprie valute, le autorità di entrambi i paesi hanno adottato un nuovo approccio di politica monetaria, basato su obiettivi di inflazione, senza utilizzare il tasso di cambio come obiettivo intermedio. Dati gli attuali disequilibri macroeconomici delle economie finlandese e svedese, le autorità dei rispettivi paesi hanno deciso di posporre la partecipazione agli AEC. L'ampliamento dello SME e l'adesione agli AEC dell'Austria non hanno prodotto alcun cambiamento nell'attuale griglia di parità o nella composizione del paniere di valute che compongono l'ECU (fissato nel Trattato).

In primo luogo, il persistere di elevate esigenze di finanziamento del settore pubblico potrebbe far sorgere dubbi sulla sostenibilità di un orientamento di politica monetaria non accomodante, generando aspettative di aumento dell'inflazione e di deprezzamento del cambio. E' possibile che gli agenti economici siano indotti a incorporare tali aspettative nei prezzi e nelle negoziazioni salariali. Inoltre, l'aumento del debito pubblico in conseguenza di tali disavanzi induce tensione nei mercati dei capitali e rende i conti pubblici sempre più sensibili alle fluttuazioni dei tassi di interesse, facendo divenire più arduo il compito delle Banche centrali.

Le politiche di bilancio nella Unione non hanno generato, nei primi anni novanta, condizioni favorevoli per la stabilità dei prezzi. Data la mancanza di progressi nel consolidamento finanziario, la politica monetaria è stata sovraccaricata di compiti. Le Banche centrali non avevano altra scelta oltre quella di mantenere un orientamento non accomodante, fissando i tassi di interesse a breve termine a livelli più elevati e molto più a lungo di quanto sarebbe stato necessario qualora la politica di bilancio fosse stata maggiormente rigorosa. In retrospettiva, lo squilibrio del *mix* delle politiche economiche ha mantenuto l'inflazione a livelli troppo elevati, e per un periodo troppo lungo, e non è stato certamente ottimale per la crescita economica. Se la fiducia nell'impostazione della politica monetaria si fosse combinata con un maggior apporto della politica di bilancio, si sarebbero ottenuti migliori risultati sia per l'inflazione che per l'attività economica.

4. Le prospettive e le sfide future

Nel valutare i fattori che, verosimilmente, influenzeranno le politiche monetarie nel 1995, è importante prendere in considerazione il quadro macroeconomico generale e, alla luce di questo, la politica monetaria appropriata per l'insieme della UE, per poi passare in rassegna le principali sfide da affrontare - segnatamente, le incertezze che circondano le previsioni, il mantenimento della stabilità dei tassi di cambio, gli sviluppi del mercato obbligazionario e i problemi di politica di bilancio. E' opportuno ricordare che, anche in questa parte della Relazione, quando si parla della UE si fa riferimento principalmente alla Comunità dei dodici. Il quadro economico dei nuovi Stati membri è delineato nel riquadro 3.

4.1 Le prospettive

Le prospettive economiche a breve termine

Secondo le più recenti previsioni economiche formulate dalla Commissione europea, dall'OCSE e dal FMI, gli sviluppi economici reali al di fuori della Unione continueranno a fornire un contributo favorevole alla ripresa economica europea. Per il 1995, la crescita attesa della produzione statunitense è di circa il 3 per cento; contemporaneamente, l'economia giapponese sta gradualmente entrando in un periodo di ripresa, con previsioni di crescita per il 1995 del 2,5 per cento. Non è ancora chiaro se, e in quale misura, i danni economici causati dal terremoto di Kobe freneranno la ripresa. Anche in altre regioni, in particolare nel Sud-est asiatico, ci si attende una prosecuzione della crescita. Si prevede altresì un aumento del commercio mondiale del 6 per cento. Per quanto riguarda l'incidenza di fattori esterni sull'inflazione, ci si attendono ulteriori aumenti di prezzo per tutte le categorie di beni commerciabili. L'impatto di tali sviluppi sui prezzi nella UE dipenderà anche dall'andamento dei tassi di cambio nel 1995.

Tavola 7 Previsioni relative alle principali variabili economiche nella UE

(variazioni percentuali annue)

| | 1995 | | | 1996 | |
|---|------|------|------|------|------|
| | CE | OCSE | FMI | CE | OCSE |
| PIL reale | 2,9 | 3,0 | 2,9 | 3,2 | 3,2 |
| Investimenti ^(a) | 5,7 | 5,3 | 4,9 | 6,3 | 5,9 |
| Occupazione | 0,8 | 0,9 | 0,7 | 1,1 | 1,1 |
| Deflatore del PIL | 2,8 | 2,5 | 2,7 | 3,0 | 2,6 |
| Indebitamento netto del settore pubblico ^(b) | -4,7 | -5,1 | -5,1 | -3,9 | -4,2 |
| Saldo delle partite correnti ^(b) | 0,5 | 0,5 | ... | 0,6 | 0,6 |

Fonti: Commissione europea, OCSE, FMI.

(a) Formazione lorda di capitale fisso, tassi di variazione in termini reali.

(b) In percentuale del PIL; dati del sistema di Contabilità Nazionale della Commissione europea (CNCE).

Le prospettive economiche della UE per il 1995 vanno anche esaminate alla luce degli andamenti sempre più positivi manifestatisi nel 1994, che ha visto un'accelerazione dell'attività economica e l'arresto della crescita dei tassi di disoccupazione.

Secondo le previsioni della Commissione europea, del FMI e dell'OCSE (cfr. tav. 7), nel 1995 l'espansione dell'attività economica dovrebbe accelerare in tutta l'Europa dei dodici, con una crescita media del PIL reale di quasi il 3 per cento. Si attende anche una marcata sincronizzazione della crescita; solo in Irlanda e Danimarca (come pure in Finlandia) è prevista una crescita più veloce di quella media, mentre in Grecia la ripresa continuerà probabilmente a essere relativamente lenta. Per quanto riguarda le componenti di tale crescita, il maggior impulso dovrebbe essere dato ancora dalla bilancia commerciale - essenzialmente dall'aumento delle esportazioni. Gli operatori mostrano crescente ottimismo; ciò fa prevedere una forte espansione degli investimenti nel 1995. I consumi privati, deboli nel 1994, saranno probabilmente più vivaci, dato il miglioramento registrato nei mesi recenti dalla fiducia dei consumatori e l'arresto della crescita dei tassi di disoccupazione. Peraltro, i consumi potranno essere influenzati negativamente dagli inasprimenti fiscali già annunciati o che entreranno in vigore in molti paesi.

Per effetto della preponderanza della domanda esterna, vi sono attese, per il 1995, di un ulteriore miglioramento delle bilance commerciali e correnti nell'insieme della UE. Fra i singoli paesi, il miglioramento più marcato della bilancia corrente è previsto, nel 1995, in Italia; in Danimarca dovrebbe invece verificarsi un certo deterioramento, in conseguenza di previsioni di una crescita particolarmente forte della domanda interna.

Nell'insieme della UE, l'inflazione dovrebbe ridursi lievemente, tra il 1994 e il 1995, attestandosi poco al di sotto del 3 per cento; quanto alla crescita reale, si prevede un'ulteriore convergenza dei singoli tassi di inflazione, che dovrebbero variare fra il 2 e il 3 per cento nella maggior parte degli Stati membri; la Grecia, e in minor misura la Spagna, l'Italia e il Portogallo, rappresenteranno le principali eccezioni.

Un fattore chiave per la formulazione delle proiezioni centrali sull'inflazione sarà costituito dall'andamento dei salari. Nonostante si prevedano, per il 1995, rialzi della crescita salariale e dei costi unitari del lavoro, gli aumenti rimarranno verosimilmente molto al di sotto di quelli registrati nelle precedenti riprese. Per la maggior parte dei paesi vi sono, sempre per il 1995, previsioni di riduzione dei tassi di disoccupazione e di crescita del numero di occupati. Tuttavia, i livelli di disoccupazione rimarranno più alti di quelli verificatisi, a questo stesso stadio, in riprese precedenti, il che segnala la crescita subìta dal livello di disoccupazione strutturale. Inoltre, esistono rischi significativi di inflazione, come esaminato più avanti.

I paragrafi che seguono esaminano le politiche monetarie nel contesto delle proiezioni sopra riportate.

Gli obiettivi monetari nei singoli paesi

Diversi paesi hanno reso pubblici gli obiettivi intermedi e finali delle autorità monetarie per il 1995. Nel contesto dei rispettivi quadri di politica monetaria nazionale, tutti gli annunci mirano ad avvalorare l'obiettivo della stabilità dei prezzi, in presenza di una ripresa della crescita e in un'ottica di medio termine.

Fra i paesi aderenti agli AEC, la Bundesbank ha annunciato per M3 un obiettivo del 4-6 per cento, uguale a quello del 1994, considerato compatibile con la crescita potenziale e la stabilità dei prezzi. L'obiettivo presuppone un tasso di inflazione del 2 per cento, nonché una crescita del potenziale produttivo del 2,75 per cento e una caduta dell'uno per cento della velocità di circolazione. L'obiettivo ha anche lo scopo di compensare gran parte dell'eccesso di espansione monetaria verificatosi nella media del 1994. Oltre agli impegni derivanti dalla partecipazione agli AEC, la Banque de France ha fissato un obiettivo di crescita a medio termine di M3 pari al 5 per cento e un tetto di inflazione del 2 per cento, sia per il 1995 che per il medio periodo. Il Banco de España, oltre a riaffermare l'impegno per la stabilità del tasso di cambio, ha fissato un obiettivo inflazionistico inferiore al 3 per cento, da raggiungersi entro il 1997. Altri paesi degli AEC si affidano unicamente al tasso di cambio per assicurare la stabilità dei prezzi.

Fra i paesi non vincolati dagli AEC, le autorità del Regno Unito hanno riaffermato l'obiettivo dell'1-4 per cento per l'inflazione, con l'intendimento di portarla all'interno della metà inferiore di questa fascia entro l'aprile del 1997 al più tardi, mentre la politica monetaria attuata dalla Banca d'Italia sarà tesa al raggiungimento dell'obiettivo, fissato a fine settembre 1994 dal Governo, di un'inflazione del 2,5 per cento nel 1995.

Se emergeranno negli Stati membri segnali di pressioni inflazionistiche, concomitanti con l'accelerazione della crescita, sarà importante, considerata la lentezza con cui l'economia reagisce alla politica monetaria, che questa si faccia più restrittiva con sufficiente tempestività. Ciò vale per tutti gli Stati membri; particolare vigilanza è necessaria in quei paesi ove l'inflazione è relativamente alta e dove, di conseguenza, la convergenza è incompleta.

La compatibilità fra le politiche monetarie nazionali e le condizioni della Unione

Per quei paesi che annettono priorità alla stabilità dei tassi di cambio, le politiche monetarie nazionali possono essere considerate compatibili se contribuiscono alla convergenza verso la stabilità dei prezzi senza che si generino rilevanti pressioni sui tassi di cambio. Per gli altri paesi, risulta più pertinente definire compatibili le politiche monetarie nazionali qualora esse siano funzionali alla promozione della convergenza verso la stabilità dei prezzi.

In base a questi criteri, gli obiettivi di politica monetaria per il 1995 si possono considerare sostanzialmente compatibili. Ciò nonostante, al momento della stesura di questa Relazione, permangono alcune differenze cicliche: alcuni paesi si trovano infatti in una fase più avanzata del ciclo rispetto ad altri. Ma, soprattutto, alcune economie hanno iniziato la fase di ripresa muovendo da un maggior grado di capacità utilizzata e da tassi di interesse di mercato più elevati.

Allo stato attuale, sono probabilmente le differenze strutturali a porre le maggiori minacce alla compatibilità, piuttosto che le differenze cicliche. In effetti, le differenze strutturali fra Stati membri (nel livello e nella composizione del debito pubblico e privato, nei tassi di disoccupazione e di inflazione, ecc.) implicano differenze di contesto operativo per le Banche centrali nazionali (cfr. riquadro 2). In questo quadro, evoluzioni

negative, come il mancato risanamento finanziario nei paesi in cui i conti pubblici versino in condizioni critiche, potrebbero influire sulla stabilità del cambio di quegli stessi paesi. Nel più lungo andare, con il procedere della convergenza strutturale, la reciproca compatibilità potrà essere raggiunta più facilmente.

Per quanto riguarda le implicazioni dell'aumento dei rendimenti a lungo termine per la reciproca compatibilità, l'impatto di una data variazione dei tassi è diverso nei vari Stati, dipendendo, anche in questo caso, dalla struttura finanziaria delle economie. In alcuni paesi, nei quali l'aumento dei rendimenti obbligazionari è stato particolarmente forte, l'indebitamento a lungo termine e a tasso fisso del settore privato è abbastanza limitato, ridimensionando così l'importanza di rendimenti più alti. E' questo il caso di Spagna e Italia. Ciò nonostante, una differenziazione più pronunciata dei tassi di interesse a lungo termine fra i vari Stati potrebbe divenire fonte di problemi di compatibilità, influenzando negativamente, nel medio periodo, investimenti e produzione potenziale; ne risulterebbe più arduo anche il consolidamento finanziario, in particolar modo nei paesi con elevato debito pubblico.

4.2 Le sfide per il futuro

I rischi di inflazione nel quadro economico

La previsione centrale di inflazione appare favorevole, data l'intensità della ripresa, ed è in parte conseguenza della precedente recessione, che aveva generato in molti Stati rilevanti margini di capacità inutilizzata. In alcuni paesi si prevede, per il 1995, una crescita del PIL effettivo inferiore o di poco superiore alla crescita potenziale, segno di una riduzione molto lenta dei margini di capacità inutilizzata. Altrove, il divario sembra già abbastanza limitato. Tuttavia, è difficile valutarne esattamente la misura. Il prodotto potenziale può essere stato influenzato sfavorevolmente dall'aumento della disoccupazione strutturale e dagli scarsi investimenti; inoltre, aumenti dei prezzi potrebbero derivare dal verificarsi di strozzature in singoli settori dell'economia. La maggiore flessibilità, rispetto al passato, nell'uso della dotazione di capitale potrebbe controbilanciare le preoccupazioni sui margini di capacità inutilizzata.

L'andamento dei salari è un importante elemento di incertezza nelle previsioni inflazionistiche. Dopo due anni di incrementi moderati, esiste ora il rischio, sulla scia della ripresa economica, di maggiori pressioni salariali. Peraltro, la disoccupazione rimane elevata e, in alcuni paesi, una maggiore flessibilità salariale potrebbe derivare dai recenti accordi fra le parti sociali e/o dalle riforme del mercato del lavoro.

L'efficacia di politiche orientate alla stabilità può anche essere messa a repentaglio, sotto altri profili, dal funzionamento del mercato del lavoro. Esistono numerose conferme del fatto che il livello della disoccupazione strutturale ha continuato ad aumentare negli anni recenti, con la conseguenza che la crescita ciclica sarà in grado di risolvere solo in parte il problema occupazionale. Pertanto, nonostante gli alti tassi di disoccupazione, non si può considerare certa la prosecuzione della moderazione salariale, poiché le economie potrebbero incorrere rapidamente in strozzature o registrare carenze di risorse umane qualificate. Inoltre, se la disoccupazione dovesse rimanere elevata anche in una fase di espansione, ciò potrebbe provocare una perdita del consenso pubblico verso politiche volte al raggiungimento e al mantenimento della stabilità dei prezzi. La soluzione del problema della disoccupazione strutturale richiede misure dal lato dell'offerta che affrontino principalmente le rigidità del mercato del lavoro. Sviluppi positivi in questo campo sono indispensabili, volendo assicurare la stabilità dei prezzi.

Esistono ulteriori rischi per le prospettive inflazionistiche dei paesi che hanno svalutato la propria divisa negli scorsi anni. Fino a ora, l'effetto sui prezzi interni al consumo delle recenti variazioni dei tassi di cambio è stato minore di quanto ci si potesse

attendere basandosi sull'esperienza passata. Tuttavia, poiché il deprezzamento dei cambi ha generato una riduzione dei redditi reali, esiste il rischio che coloro che ne sono stati colpiti tenteranno di sfruttare il miglioramento del clima economico per ripristinare la propria posizione reddituale.

Pressioni inflazionistiche potrebbero anche derivare da avvenimenti esterni alla Unione. Ad esempio, l'aumento dei prezzi dei beni primari potrebbe essere fonte di grave preoccupazione.

Il mantenimento della stabilità dei tassi di cambio nell'ambito degli AEC

L'allargamento delle fasce di oscillazione dei cambi, nell'agosto 1993, ha consentito di raggiungere l'obiettivo di una riduzione dell'incidenza delle speculazioni "a senso unico" sui tassi di cambio, introducendo un elemento di rischio simmetrico per gli speculatori. Ulteriori progressi nella convergenza dell'inflazione verso livelli ridotti, assicurando che le posizioni competitive non divergano sensibilmente, rappresenteranno la miglior garanzia contro l'insorgere di tensioni sui cambi. Inoltre, la stretta convergenza dei tassi di crescita attesa per il 1995 ridurrà le tensioni fra le economie a crescita più lenta e quelle che si sviluppano più rapidamente - tensioni che, nel 1992, avevano creato conflitti fra obiettivi esterni e interni in alcuni paesi del primo gruppo. Più in generale, il progredire della convergenza e l'ottimismo sulle prospettive economiche accrescono la percezione di coerenza della politica economica.

Nonostante questo, non si deve dimenticare che vi sono stati periodi caratterizzati da tensioni sui tassi di cambio, specialmente alla fine del 1994. Tali tensioni hanno dimostrato che i mercati sono attenti a ogni segnale di conflitto tra le diverse politiche, soprattutto nei paesi con un forte debito pubblico e/o una situazione politica incerta.

Gli sviluppi del mercato obbligazionario: implicazioni per la politica monetaria

Traendo spunto dall'esame condotto nel par. 2.2, può ritenersi che le implicazioni per la politica monetaria, per il 1995, dei recenti andamenti dei mercati obbligazionari, dipendono dalla misura in cui gli aumenti dei rendimenti nominali a lungo termine sono stati determinati da accresciute aspettative inflazionistiche, da tassi di interesse reali più alti o dalla maggiore incertezza.

Nella maggior parte dei paesi della UE, sembra che l'aumento generalizzato dei rendimenti obbligazionari non prelude a un immediato aumento dell'inflazione, per cui eventuali reazioni di politica monetaria sarebbero inappropriate. Tuttavia, nei paesi in cui i rischi di inflazione sono più immediati, è necessario un orientamento monetario maggiormente restrittivo.

L'aumento dei tassi di interesse a lungo termine è probabilmente, in parte, un riflesso dell'aumento dei tassi di interesse reali a livello mondiale, causato da migliori prospettive di crescita a livello globale, e non sembra quindi richiedere interventi di politica economica. Tuttavia, nella misura in cui l'aumento dei tassi di interesse reali a livello nazionale riflette anche un effetto di spiazzamento riveniente dai disavanzi pubblici correnti e previsti, esiste un rischio evidente di gravare sulla ripresa economica in atto e di soffocare le prospettive future di crescita.

Le differenze internazionali fra le variazioni dei rendimenti obbligazionari sono considerate indicative delle gravi preoccupazioni dei mercati, soprattutto per quanto riguarda la situazione finanziaria, nonché dell'accresciuta attenzione per i rispettivi risultati di lungo periodo conseguiti sui fronti dei tassi di cambio e della stabilità dei prezzi. Oltre che l'effetto di spiazzamento di cui sopra, la principale preoccupazione in tema di politica di bilancio sembra essere stata l'aumentata incertezza circa la sostenibilità delle posizioni finanziarie e i connessi timori di allentamento dell'approccio antinflazionistico

delle autorità. Ne discende che la risposta appropriata all'aumento dei rendimenti è una maggiore severità della politica di bilancio. Per ridurre l'incertezza, d'altro canto, la politica monetaria deve essere orientata ad assicurare la credibilità di lungo periodo dell'impostazione antinflazionistica.

Le prospettive di politica di bilancio

Secondo stime della Commissione, il disavanzo di bilancio medio nella UE è diminuito nel 1994 di 0,4 punti percentuali, fissandosi al 5,6 per cento. Per il 1995 sono previste riduzioni dei disavanzi effettivi in tutti gli Stati della Unione, portando così la media della UE al 4,7 per cento, sebbene solamente pochi paesi scenderanno entro il valore di riferimento del 3 per cento (cfr. tav. 8). Il miglioramento del 1995 deriverà largamente da fattori ciclici, ma si prevedono anche miglioramenti strutturali. Nonostante questo, i disavanzi strutturali resteranno probabilmente elevati in molti paesi, e le previsioni a più lungo termine suggeriscono che i disavanzi pubblici effettivi rimarranno, in numerosi paesi, molto elevati nonostante il maturare della ripresa. In media, l'incidenza del debito sarà probabilmente in peggioramento, raggiungendo nel 1995 il 73 per cento del PIL, contro il 69 per cento del 1994. Allo stesso tempo, se l'attuale andamento dei tassi di interesse reali e dei tassi di crescita viene confermato, potrebbe essere più arduo raggiungere l'obiettivo di stabilizzare o ridurre l'incidenza del debito, particolarmente nei paesi con livelli di indebitamento eccezionalmente alti.

La politica di bilancio avrà un ruolo determinante nell'assicurare il perdurare di una ripresa non inflazionistica. E' evidente la necessità, per i Governi della UE, di intraprendere serie misure di aggiustamento strutturale dei bilanci, ma esiste il rischio che gli interventi di consolidamento non vengano attuati, in un periodo in cui l'espansione ciclica tende a ridurre i disavanzi effettivi. L'esperienza degli ultimi anni ottanta, quando molte amministrazioni allentarono significativamente la politica di bilancio a fronte di una

Tavola 8 Conti pubblici negli Stati membri della UE
(previsioni per il 1995-96; in percentuale del PIL)

| | Accreditamento (+)/ Indebitamento(-) netto delle Amministrazioni Pubbliche | | Debito pubblico (Amministrazioni Pubbliche) | |
|----------------------|--|-------|--|---------------------|
| | 1995 | 1996 | 1995 | 1996 |
| Belgio | -4,7 | -4,0 | 138,7 | 136,0 |
| Danimarca | -3,0 | -2,2 | 78,0 ^(a) | 78,2 ^(a) |
| Germania | -2,4 | -2,0 | 59,4 | 58,9 |
| Grecia | -13,3 | -12,9 | 125,4 | 128,1 |
| Spagna | -6,0 | -4,7 | 65,8 | 66,1 |
| Francia | -4,9 | -3,9 | 53,4 | 55,6 |
| Irlanda | -2,0 | -1,5 | 83,7 | 79,1 |
| Italia | -8,6 | -7,9 | 126,8 | 128,6 |
| Lussemburgo | 1,6 | 2,0 | 9,8 | 9,9 |
| Paesi Bassi | -3,5 | -2,7 | 78,8 | 78,0 |
| Portogallo | -5,8 | -4,8 | 71,7 | 72,3 |
| Regno Unito | -4,6 | -3,4 | 52,4 | 53,1 |
| UE-12 ^(b) | -4,7 | -3,9 | 72,9 | 73,4 |

Fonte: Commissione europea, previsioni (autunno 1994) basate su dati forniti dagli Stati membri.

(a) Cfr. nota (e) tav. 9. Dopo la correzione, l'incidenza del debito sul PIL prevista per la fine del 1995 e la fine del 1996 è, rispettivamente, del 54,6 per cento e del 55,2 per cento.

(b) Cfr. nota alla fig. 2.

forte crescita economica, può fungere da insegnamento in proposito. Il progredire del consolidamento finanziario è necessario non solo per restituire sostenibilità ai bilanci pubblici e riportare su livelli accettabili il debito, ma anche per concorrere a una riduzione dei rendimenti obbligazionari. Tale miglioramento è necessario anche per il controllo delle pressioni inflazionistiche, in una fase ciclica in cui l'attività si avvicina al suo livello potenziale. Senza sforzi continui per ridurre la componente strutturale degli squilibri finanziari, non vi potranno essere progressi duraturi verso un assetto sostenibile dei conti pubblici e un *mix* più bilanciato, nell'insieme della UE, delle politiche economiche. Il consolidamento finanziario è ancora più importante in quei paesi in cui alla politica monetaria si affidano già compiti eccessivi. A tale riguardo, è di primaria importanza che gli impegni presi nei programmi di convergenza siano rispettati, e che si rivolga maggiore attenzione agli effetti distorsivi dell'attuale normativa in materia tributaria e di assistenza sociale. Le riforme strutturali del settore pubblico e i programmi di consolidamento dovrebbero porre un'enfasi molto maggiore sul contenimento della spesa piuttosto che sull'aumento della pressione fiscale; ciò avrebbe effetti positivi sull'efficienza dell'economia, contribuendo così a ridurre le pressioni inflazionistiche potenziali e ad alimentare una crescita sostenibile delle economie europee.

B. PROGRESSI VERSO LA CONVERGENZA

1. Il ruolo dell'IME nella valutazione della convergenza

Il Trattato che istituisce la Comunità europea impone ai Paesi che vogliono partecipare all'Unione economica e monetaria di avere già soddisfatto le condizioni necessarie per l'adozione di una moneta unica. Il Trattato assegna all'IME un ruolo fondamentale nella valutazione della convergenza. L'articolo 109j, paragrafo 1 dispone che sia l'IME, sia la Commissione redigano ciascuno una propria relazione da sottoporre al Consiglio della UE, in cui si approfondiscano in particolare i progressi compiuti verso la realizzazione di un elevato e sostenibile livello di convergenza, facendo riferimento ai seguenti criteri:

- "il raggiungimento di un alto grado di stabilità dei prezzi; questo risulterà da un tasso d'inflazione prossimo a quello dei tre Stati membri, al massimo, che hanno conseguito i migliori risultati in termini di stabilità dei prezzi;
- la sostenibilità della situazione di finanza pubblica; questa risulterà dal conseguimento di una situazione di bilancio pubblico non caratterizzata da un disavanzo eccessivo, secondo la definizione prevista dal Trattato;
- il rispetto dei margini normali di fluttuazione previsti dagli Accordi europei di cambio del Sistema monetario europeo per almeno due anni, senza svalutazioni nei confronti della moneta di qualsiasi altro Stato membro;
- i livelli dei tassi d'interesse a lungo termine che riflettano la stabilità della convergenza raggiunta dallo Stato membro e della sua partecipazione agli Accordi europei di cambio del Sistema monetario europeo dovrà riflettersi sul livello dei tassi d'interesse a lungo termine".

Le relazioni della Commissione e dell'IME dovranno anche tener conto dello sviluppo dell'ECU, dei risultati raggiunti nell'integrazione dei mercati, della situazione e delle prospettive delle partite correnti della bilancia dei pagamenti ed esaminare lo sviluppo dei costi unitari del lavoro e di altri indicatori di prezzo.

La relazione dell'IME in cui si valuterà il grado di convergenza dei singoli Paesi sarà resa disponibile nel corso del 1996.

Inoltre, conformemente all'articolo 7 del proprio Statuto, l'IME dovrà, con cadenza annuale, sottoporre una relazione al Consiglio della UE che dovrà comprendere, fra l'altro, una valutazione dei progressi verso la convergenza registrati nell'ambito della Comunità. Il presente Rapporto Annuale dell'IME risponde non soltanto agli obblighi previsti dall'articolo 11 dello Statuto, ma anche a quelli inerenti l'articolo 7; in esso, pertanto, si analizza la questione della convergenza. Il Rapporto rappresenta dunque un primo passo verso la preparazione, da parte dell'IME, di una ben articolata relazione sull'articolo 7, che verrà pubblicata nel corso del corrente anno.

Il testo di questa parte si basa sull'analisi dei prezzi, degli sviluppi fiscali, dei tassi di cambio e dei tassi d'interesse a lungo termine forniti nelle sezioni precedenti e valuta l'evoluzione futura di queste grandezze con riguardo al problema della convergenza (cfr. tav. 9). Altri fattori rilevanti al fine della valutazione del grado di convergenza sostenibile saranno presi in considerazione successivamente, nell'ambito delle relazioni previste dall'articolo 7. Poiché i nuovi Stati membri sono entrati formalmente nella Unione solo il 1° gennaio 1995, la presente sezione sulla convergenza nel biennio 1993-1994 si concentra unicamente sulle 12 nazioni partecipanti alla UE in tale periodo. Mentre i dati statistici necessari per la valutazione finale complessiva della convergenza nell'ambito della relazione, prevista dall'articolo 109j, paragrafo 1, saranno forniti dalla Commissione,

Tavola 9 Indicatori economici e criteri di convergenza del Trattato di Maastricht

| | | Inflazione ^(a) | Tasso d'interesse a lungo termine ^(b) | Accreditamento (+)/ Indebitamento (-) netto delle Amministrazioni Pubbliche ^{(c)(d)} | Debito pubblico (Amministrazioni Pubbliche) ^{(c)(d)} |
|-------------|------|---------------------------|--|---|---|
| Belgio | 1993 | 2,8 | 7,2 | -6,6 | 138,9 |
| | 1994 | 2,4 | 7,7 | -5,5 | 140,1 |
| Danimarca | 1993 | * 1,3 | * 7,3 | -4,4 | 79,5 ^(e) |
| | 1994 | ** 2,0 | ** 7,8 | -4,3 | 78,0 ^(e) |
| Germania | 1993 | 4,1 ^(f) | 6,5 | -3,3 | # 48,1 |
| | 1994 | 3,0 ^(f) | 7,0 | # -2,9 | # 51,0 |
| Grecia | 1993 | 14,5 | 23,4 | -13,3 | 115,2 |
| | 1994 | 10,8 | 20,8 | -14,1 | 121,3 |
| Spagna | 1993 | 4,6 | 10,2 | -7,5 | # 59,8 |
| | 1994 | 4,7 | 10,0 | -7,0 | 63,5 |
| Francia | 1993 | 2,1 | 6,8 | -5,8 | # 45,8 |
| | 1994 | * 1,6 | * 7,2 | -5,6 | # 50,4 |
| Irlanda | 1993 | ** 1,4 | ** 7,7 | # -2,5 | 96,1 |
| | 1994 | 2,3 | 7,9 | # -2,4 | 89,0 |
| Italia | 1993 | 4,3 | 11,3 | -9,5 | 118,6 |
| | 1994 | 3,9 | 10,6 | -9,6 | 123,7 |
| Lussemburgo | 1993 | 3,6 | 6,9 | # +1,1 | # 7,8 |
| | 1994 | *** 2,1 | *** 6,4 | # +1,3 | # 9,2 |
| Paesi Bassi | 1993 | 2,6 | 6,4 | -3,3 | 81,4 |
| | 1994 | 2,7 | 6,9 | -3,8 | 78,8 |
| Portogallo | 1993 | 6,5 | 10,0 | -7,2 | 66,9 |
| | 1994 | 5,2 | 10,4 | -6,2 | 70,4 |
| Regno Unito | 1993 | *** 1,6 ^(g) | *** 7,5 | -7,8 | # 48,3 |
| | 1994 | 2,4 ^(g) | 8,1 | -6,3 | # 50,4 |

Fonti: Statistiche nazionali (inflazione (Indice dei prezzi al consumo), tassi d'interesse a lungo termine), Commissione europea (accreditamento/indebitamento netto delle Amministrazioni Pubbliche, debito pubblico; cfr. anche successiva nota (e)). I dati statistici da utilizzare al fine di verificare se gli Stati membri soddisfino i criteri di convergenza sono forniti dalla Commissione europea.

*,**,*** = primo, secondo e terzo miglior risultato in termini di stabilità dei prezzi.

= disavanzo pubblico non superiore al 3 per cento del PIL; debito pubblico non superiore al 60 per cento del PIL.

(a) Tassi annuali.

(b) Media annua, valori percentuali

(c) In rapporto percentuale sul PIL.

(d) Per il 1994, valori stimati.

(e) Le cifre relative al debito pubblico non sono corrette onde tener conto: a) delle attività detenute dal Fondo di Previdenza Sociale danese nei confronti di settori diversi dalle Amministrazioni Pubbliche; b) dei depositi governativi presso la Banca centrale per la gestione delle riserve in valuta estera; c) della quota di debito pubblico derivante dal finanziamento di iniziative pubbliche. Conformemente a quanto disposto dal Consiglio e dalla Commissione riguardo all'Articolo 1 paragrafo 4 del Regolamento del Consiglio n. 3605/93 del 22.11.93, tali voci per la Danimarca devono essere riportate separatamente. Al netto di tali importi, il rapporto debito/PIL, a fine anno, risulta del 52,1 per cento nel 1993 e del 53,5 per cento nel 1994.

(f) Inflazione dei prezzi al consumo nelle regioni occidentali.

(g) L'obiettivo d'inflazione per il Regno Unito è stabilito in termini di indice dei prezzi al consumo escludendo il pagamento degli interessi (RPIX). Tale indicatore, più prossimo alla definizione comune dei prezzi al consumo attualmente in esame, è cresciuto a un tasso annuo rispettivamente del 3,0 per cento nel 1993 e del 2,4 per cento nel 1994.

il presente Rapporto si avvale di dati provenienti da fonti diverse che, sebbene di natura provvisoria, sono considerati sufficientemente attendibili ai fini dell'analisi. Inoltre, al fine di far luce più approfonditamente su questo ed altri punti, sono stati predisposti dei riquadri che evidenziano il contesto legale, gli argomenti e le problematiche di carattere statistico al fine di effettuare un esame degli stessi alla luce delle disposizioni del Trattato in materia di convergenza.

Per quanto i criteri di convergenza indicati dal Trattato e dal Protocollo vengano analizzati individualmente nell'ambito di questo Rapporto, va tuttavia sottolineato che essi costituiscono un corpo unico e ben integrato. Entro la data prevista per la loro applicazione formale, tali criteri dovranno essere stati soddisfatti nella loro interezza senza alcuna forma di compensazione fra singole disposizioni. I criteri individuali devono quindi essere interpretati ed applicati in modo rigoroso. Così facendo, essi concorreranno al rafforzamento della cooperazione monetaria ed economica nella seconda fase, e a porre le basi per una politica monetaria unica orientata alla stabilità nella terza fase.

2. Stabilità dei prezzi

2.1 Tassi d'inflazione nel 1993 e nel 1994

Come si evince dalla tavola 9, i tre migliori tassi medi annui d'inflazione rilevati nell'ambito delle nazioni partecipanti alla Unione, si sono mantenuti, sia nel 1993 sia nel 1994, sul 2 per cento o anche meno, un livello indicante sostanziale stabilità dei prezzi. Le nazioni che hanno ottenuto tale risultato erano nel 1993, la Danimarca, l'Irlanda e il Regno Unito¹, che registravano tassi d'inflazione fra il 1,3 e l'1,6 per cento. Nel 1994, le prime tre migliori posizioni erano di Francia, Danimarca e Lussemburgo, con un tasso compreso fra l'1,6 e il 2,1 per cento.

Diversi altri Stati membri si sono approssimati a questi livelli d'inflazione: nel 1993, Francia, Paesi Bassi e Belgio con tassi compresi fra il 2,1 e il 2,8 per cento; nel 1994, Belgio, Irlanda, Paesi Bassi e Regno Unito, con tassi d'inflazione tutti prossimi al 2,5 per cento, e la Germania (3 per cento).

Nelle quattro nazioni ancora lontane dalla stabilità dei prezzi, i tassi d'inflazione si sono ridotti notevolmente negli ultimi anni. In Italia, il tasso d'inflazione ha continuato a diminuire a partire dal 1990, raggiungendo il 4,3 per cento nel 1993 e il 3,9 per cento nel 1994; in Spagna per contro, il tasso medio d'inflazione è rimasto leggermente al di sopra del 4,5 per cento in entrambi gli anni. Il Portogallo ha più che dimezzato il proprio tasso d'inflazione nel corso degli ultimi 4 anni, fino a raggiungere il 6,5 per cento nel 1993 e il 5,2 per cento nel 1994. Progressi sotto questo profilo sono stati compiuti anche in Grecia, dove peraltro il tasso d'inflazione rimane ancora a due cifre (14,5 per cento nel 1993 e 10,8 per cento nel 1994).

¹ Basato sull'indice dei prezzi al consumo. L'indice che esclude gli interessi pagati sui mutui ipotecari (RPIX), che si avvicina maggiormente alla definizione comune dei prezzi al consumo attualmente in esame, è cresciuto del 3 per cento nel 1993 e del 2,4 per cento nel 1994.

Riquadro 4

Stabilità dei prezzi

1. Contesto normativo

L'articolo 109j, paragrafo 1 del Trattato che istituisce la Comunità europea prevede che:

Il criterio riguardante la stabilità dei prezzi sia valutato sulla base del relativo andamento dell'inflazione cioè che il livello della stessa sia "il più prossimo a quello dei tre Stati membri, al massimo, che hanno conseguito i migliori risultati in termini di stabilità dei prezzi":

Il Protocollo (n.6) sui criteri di convergenza di cui all'articolo 109j, paragrafo 1 del Trattato che istituisce la Comunità europea, articolo 1, stabilisce:

"Il criterio della stabilità dei prezzi cui si riferisce il primo capoverso dell'articolo 109j, paragrafo 1 di questo Trattato dovrà indicare che uno Stato membro registra un andamento dei prezzi sostenibile ed un tasso medio d'inflazione, osservato nel corso dell'anno precedente a quello in esame, non superiore di 1,5 punti percentuali, rispetto a quello dei tre migliori tassi d'inflazione registrati dagli Stati membri in termini di stabilità dei prezzi. L'inflazione dovrà essere rilevata attraverso l'indice dei prezzi al consumo su base comparabile, tenendo in considerazione le differenze nelle definizioni nazionali".

2. Problemi statistici

Per quanto le metodologie adottate per calcolare gli indicatori dei prezzi al consumo nelle nazioni della UE siano tendenzialmente uniformi, permangono tuttavia rilevanti differenze. Prima di procedere alla valutazione formale delle nazioni che rispondono a questo criterio è necessario continuare sulla linea tracciata dalla Commissione europea (EUROSTAT) al fine di raggiungere definizioni comuni di indici di prezzo al consumo, comparabili a livello di Unione, con l'assistenza del Gruppo di lavoro sull'armonizzazione dei prezzi al consumo. Tale compito viene svolto in stretta collaborazione con l'IME. A tale scopo, la Commissione ha avanzato al Consiglio una proposta di regolamentazione. Qualora la proposta avesse seguito, gli Stati membri sarebbero in grado indicativamente di stilare, entro il gennaio 1997, i primi dati sugli indici dei prezzi al consumo su 12 mesi secondo definizioni comuni. Per i rapporti della Commissione e dell'IME nel corso del 1996, si prevede una soluzione temporanea, che permetterà di utilizzare cifre il più possibile armonizzate avvalendosi dei dati disponibili. Per il momento, i raffronti di questa sezione si basano sugli indici dei prezzi al consumo nazionali.

3. Questioni ancora aperte

Il testo dell'articolo 1, Protocollo n. 6, resta poco chiaro in merito alla definizione del valore di riferimento per l'applicazione del criterio dell'inflazione; infatti esso fa riferimento ai "tre migliori Stati membri in termini di risultato". Inoltre, non è ben chiaro in che modo debba essere valutata la "sostenibilità" della dinamica dei prezzi.

2.2 Valutazione della stabilità dei prezzi

Nel complesso, il processo di convergenza verso la stabilità dei prezzi ha fatto grandi passi avanti negli ultimi due anni. Come già evidenziato nella parte A, tale andamento favorevole è certamente attribuibile in notevole misura alla recessione. La spinta della domanda è stata fiacca, e si è accompagnata ad una moderata crescita dei salari; inoltre, si è registrata, in particolare nel 1994, una notevole crescita della produttività. Tali sviluppi sono stati sufficienti a contrastare le tendenze inflazionistiche derivanti dal notevole deprezzamento delle valute nazionali in diversi paesi. Altro fattore, di non minore importanza, è comunque il significativo cambiamento di mentalità riguardo alla gestione della politica economica. La stabilità dei prezzi è ora reputata uno dei principali obiettivi della politica economica in generale e l'obiettivo primario della politica monetaria in particolare. Pur tuttavia, varrebbe la pena di sottolineare che il tasso d'inflazione medio nella Unione europea, dell'ordine del 3 per cento, è rimasto al di sopra di quello considerato compatibile con la stabilità dei prezzi.

Al fine di rafforzare la credibilità delle politiche intraprese per raggiungere questo obiettivo, è necessario mantenere le posizioni raggiunte nel passato e conseguire ulteriori progressi. Poiché le economie dei paesi della UE sono in ripresa, è possibile che le

pressioni inflazionistiche si accentuino, così da rendere più arduo il cammino verso l'ulteriore riduzione dell'inflazione. Risulta pertanto essenziale che le parti sociali si accordino su aumenti salariali che non mettano a repentaglio la stabilità dei prezzi, che le imprese continuino a perseguire miglioramenti di produttività, e che le politiche di bilancio sfruttino appieno l'opportunità fornita dalla ripresa economica per intraprendere misure strutturali volte ad una riduzione del disavanzo, piuttosto che far conto su di una crescita ciclica delle entrate o sull'incremento della tassazione indiretta, incidendo in tal modo sulle aspettative d'inflazione.

Nel prossimo futuro, pertanto, gli Stati membri dovranno dimostrare la propria capacità di mantenere e rafforzare il proprio impegno alla stabilità dei prezzi. E' essenziale un alto grado di disciplina nella politica monetaria. Tutte le Banche centrali della UE sono tenute a vigilare affinché non vengano assecondati eventuali comportamenti inflazionistici e vengano approntate, nel caso si osservi un aumento dell'inflazione o un deterioramento delle aspettative, soluzioni tempestive. Ciò concorrerà a garantire una crescita sostenuta senza inflazione. La politica monetaria da sola, comunque sarà insufficiente se non sarà sostenuta da un coerente comportamento negli altri settori.

3. Sostenibilità della finanza pubblica

3.1 Finanza pubblica nel 1993 e nel 1994

I dati di bilancio evidenziati nella tavola 9 furono presentati dalla Commissione europea nell'autunno del 1994 e sono passibili di revisione. Essi evidenziano come, nel 1994, il rapporto disavanzo/PIL, pur essendo leggermente migliorato in molte nazioni della UE, resti tuttavia a livelli preoccupanti. In molti paesi, gli indici di indebitamento sono lievitati fra il 1993 e il 1994.

Rispetto al valore di riferimento del 3 per cento per il rapporto disavanzo/PIL, alle due nazioni (Irlanda e Lussemburgo) che nel 1993 rimanevano al di sotto di tale valore si è aggiunta l'anno scorso la Germania. Notevoli differenze permangono invece fra gli altri Stati membri. Nel 1994, nei Paesi Bassi e in Danimarca il rapporto è stato rispettivamente del 3,8 e del 4,3 per cento. Altri Stati membri (Belgio, Spagna, Francia, Portogallo e Regno Unito) hanno registrato ancora disavanzi fra il 5,5 e il 7 per cento in rapporto al PIL. Infine, livelli particolarmente elevati del rapporto deficit/PIL sono stati registrati in Italia (9,6 per cento) e in Grecia (14,1 per cento).

Riguardo al rapporto debito pubblico/PIL, solo Germania, Francia, Lussemburgo e Regno Unito si sono attestate al di sotto del valore di riferimento del 60 per cento nel 1993 e nel 1994. La Spagna ha superato tale livello nel 1994. In Irlanda, Paesi Bassi e Portogallo, nel 1994 il rapporto si è collocato fra il 70 e il 90 per cento. In due di questi paesi esso si è ridotto rispetto al 1993. In Grecia e in Italia il rapporto debito pubblico/PIL è cresciuto ulteriormente, rispettivamente al 115 per cento e 124 per cento, mentre in Belgio esso è rimasto intorno al 140 per cento, come nel 1993.

Riquadro 5

Finanza pubblica

1. Contesto normativo

L'articolo 109j, paragrafo 1 del Trattato che istituisce la Comunità europea prevede:

"la sostenibilità della situazione di finanza pubblica; questa risulterà dal conseguimento di una situazione di bilancio pubblico non caratterizzata da un disavanzo eccessivo, secondo la definizione prevista dall'articolo 104c (6)". Il Protocollo (n.6) sui criteri di convergenza (articolo 2) stabilisce che tale criterio "indica che al momento dell'esame lo Stato membro non è oggetto di una decisione del Consiglio della UE di cui all'articolo 104c, paragrafo 6 del Trattato circa l'esistenza di un disavanzo eccessivo".

L'articolo 104c definisce la procedura da adottare in caso di eccessivo disavanzo. Conformemente all'articolo 104c, paragrafi 2 e 3 la Commissione dovrà redigere una relazione qualora in uno Stato membro:

a) "il rapporto tra il disavanzo pubblico, previsto o effettivo e il prodotto interno lordo superi un valore di riferimento (definito dal Protocollo al 3 per cento del PIL), a meno che;

il rapporto non sia diminuito in modo sostanziale e continuo e abbia raggiunto un livello che si avvicina al valore di riferimento;

oppure, in alternativa, il superamento del valore di riferimento sia solo eccezionale e temporaneo e il rapporto resti vicino al valore di riferimento;

b) il rapporto tra debito pubblico e prodotto interno lordo superi un valore di riferimento (definito dal Protocollo al 60 per cento del PIL), a meno che detto rapporto non si stia riducendo in misura sufficiente e non si avvicini al valore di riferimento con ritmo adeguato".

Inoltre, la relazione preparata dalla Commissione dovrà tener conto di "tutti gli altri fattori significativi". La Commissione potrà redigere una relazione anche nel caso in cui essa ritenga che uno Stato membro, pur avendo soddisfatto le condizioni previste dai criteri, possa correre il rischio di un eccessivo disavanzo. Il Comitato monetario (rispettivamente il Comitato economico e quello finanziario) dovrà esprimere un parere sulla relazione della Commissione. Da ultimo, conformemente all'articolo 104c, paragrafo 6, il Consiglio della UE, sulla base delle raccomandazioni della Commissione, dovrà stabilire, a maggioranza qualificata, e dopo una valutazione complessiva, se esista effettivamente uno stato di disavanzo eccessivo in uno Stato membro.

2. Problemi statistici

La base statistica sulla quale effettuare la disamina delle evoluzioni fiscali è quella di dati comparabili aggregati su Conti economici nazionali, conformi al Sistema di Contabilità europea (2a edizione). Tali dati sono forniti dalla Commissione, la quale a sua volta ricava le cifre dai dati che le vengono forniti dagli Stati membri. Le cifre evidenziate nel presente Rapporto sono state pubblicate dalla Commissione nel novembre 1994.

3. Questioni ancora aperte

Necessiteranno di ulteriori approfondimenti le seguenti previsioni del Trattato:

- "il rapporto tra il disavanzo pubblico, previsto o effettivo e il prodotto interno lordo non sia diminuito in modo sostanziale e continuo e abbia raggiunto un livello che si avvicina al valore di riferimento, oppure, in alternativa, il superamento del valore di riferimento sia solo eccezionale e temporaneo e il rapporto resti vicino al valore di riferimento";

- "se il rapporto tra debito pubblico e prodotto interno non si stia riducendo in misura sufficiente e non si avvicini al valore di riferimento con ritmo adeguato";

- "altri fattori significativi".

3.2 Valutazione della sostenibilità della finanza pubblica

Il Trattato di Maastricht pone in luce i seri rischi connessi ad una situazione di finanza pubblica non equilibrata. A tal fine, lo stesso Trattato prevede una regolare disamina della situazione di bilancio dei singoli Stati membri da parte del Consiglio della UE a partire dalla seconda fase dell'UEM e, nella seconda fase, sanzioni per quegli Stati membri che registrino un disavanzo eccessivo. Sulla base dei dati disponibili circa il

primo semestre del 1994 e delle opinioni della Commissione e del Comitato Monetario, il Consiglio della UE, nel settembre 1994, ha stabilito che il disavanzo di dieci Stati membri (tutti, eccetto l'Irlanda e il Lussemburgo) risultava eccessivo. Per l'Irlanda, che mostrava un disavanzo e un debito in rapporto al PIL rispettivamente del 2,4 e del 90 per cento (contro 2,5 e 96 per cento nel 1993), si è preso atto dei progressi compiuti nella riduzione del rapporto tra debito e prodotto. Come previsto dall'articolo 104c, paragrafo 7 del Trattato, il Consiglio della UE ha emanato raccomandazioni per gli Stati membri sui piani di rientro da adottare per assicurare la sostenibilità della finanza pubblica.

L'IME è particolarmente preoccupato per gli sviluppi fiscali degli Stati membri. La tendenza al deterioramento dei bilanci pubblici, iniziata nel 1990 e evidente fino a tutto il 1993, si è ridotta solo limitatamente nel 1994. Nella maggior parte dei casi il netto deterioramento registrato a partire dal 1990 è attribuibile solo in parte alla recessione, essendo per lo più imputabile a tendenze strutturali di lungo periodo. Inoltre, il miglioramento del rapporto disavanzo/PIL nel 1994 è stato in gran parte determinato dalla ripresa dell'economia e, tranne alcune eccezioni, non vi è evidenza alcuna di progressi verso una riduzione strutturale dei disavanzi. E' inoltre preoccupante che la crescita dei disavanzi si sia accompagnata ad un notevole incremento sia della spesa pubblica sia delle entrate fiscali. Ciò ha effetti negativi sul settore produttivo così come sulle prospettive di sviluppo economico di lungo periodo.

In presenza di perduranti squilibri strutturali, neppure una duratura ripresa dell'economia comporterà miglioramenti radicali dei conti pubblici. In caso di deterioramento delle condizioni cicliche, e conseguente riduzione delle entrate e aumento delle spese, gli squilibri strutturali esistenti si tradurrebbero subito in forti disavanzi. Anche nel caso in cui una prolungata crescita dell'economia contribuisse ad una riduzione sostanziale del disavanzo, fino a raggiungere ad esempio il 3 per cento del PIL, ciò non implicherebbe necessariamente un giudizio di sostenibilità. Un livello del 3 per cento del rapporto disavanzo/PIL, in tali circostanze, sarebbe insufficiente per garantire progressi duraturi nel processo di riequilibrio dei conti pubblici.

Pertanto, la politica di bilancio dovrebbe sfruttare la ripresa dell'economia per raggiungere un adeguato risanamento della finanza pubblica. La ripresa in atto in tutti gli Stati membri offre l'opportunità di invertire le tendenze della politica di bilancio negli ultimi anni. Una situazione di crescita sostenuta dovrebbe favorire il controllo della spesa e l'introduzione di riforme strutturali nel settore pubblico. Ciò restituirebbe flessibilità alla politica fiscale, consentendo agli stabilizzatori automatici di agire, nel corso delle recessioni future, senza determinare disavanzi superiori al limite previsto del 3 per cento del PIL. Ma, soprattutto, una tempestiva correzione di tendenze di bilancio indesiderabili è condizione essenziale per garantire una crescita sostenibile nel medio-lungo periodo nonché per migliorare l'efficacia della politica monetaria volta alla stabilità dei prezzi.

Nel valutare la convergenza delle politiche di bilancio, va inoltre adeguatamente considerato lo *stock* di debito in rapporto al PIL e il suo andamento nel tempo. Nelle nazioni in cui tale rapporto è elevato vi devono essere indicazioni chiare di una sua riduzione e dell'adozione di politiche che garantiscano un rientro sufficientemente rapido entro i limiti di riferimento previsti dal Trattato. Per quei paesi nei quali il rapporto debito pubblico/PIL è attualmente superiore al 60 per cento, tanto maggiore è tale rapporto, tanto minore sarà il disavanzo consentito. In taluni casi ciò implicherà ampi avanzi primari, se non addirittura una protratta posizione di avanzo complessivo. Tale relazione implicita tra disavanzo e debito pubblico avvalorata la tesi secondo cui il raggiungimento di un disavanzo del 3 per cento del PIL non può essere considerato adeguato in tutte le circostanze.

4. La stabilità dei tassi di cambio

4.1 L'evoluzione dei tassi di cambio nel 1993 e nel 1994

L'evoluzione dei tassi di cambio è stata illustrata con maggiore dettaglio nel par. 2 della parte A. Questo paragrafo ne offre un breve riepilogo. Nel riquadro vengono forniti i riferimenti legali e un parere del Consiglio dell'IME.

Nel 1993, come nell'anno precedente, i tassi di cambio nello SME hanno subito tensioni considerevoli. Nella prima metà dell'anno hanno avuto luogo due riallineamenti (la sterlina irlandese, la peseta spagnola e l'escudo portoghese sono stati svalutati); il 2 agosto 1993 pressioni senza precedenti sui mercati dei cambi hanno indotto i Ministri delle finanze e i Governatori delle Banche centrali a concordare l'ampliamento a ± 15 per cento dei margini di fluttuazione previsti dagli AEC per gli interventi obbligatori, lasciando invariate le parità centrali. A seguito di un accordo bilaterale, sono stati confermati i precedenti margini di fluttuazione del $\pm 2,25$ per cento tra il marco tedesco e il fiorino olandese.

Subito dopo l'allargamento delle fasce di oscillazione, tutte le valute in precedenza aderenti alla fascia stretta, ad eccezione del fiorino olandese, sono state negoziate al di sotto dei loro limiti inferiori precedenti nei confronti del marco tedesco. Tra agosto e metà ottobre 1993, questi scostamenti erano compresi tra il 4 e l'8,5 per cento per la sterlina irlandese, il franco francese, il franco belga e la corona danese. La peseta spagnola e l'escudo portoghese hanno oscillato entro i loro più ampi limiti precedenti rispetto al marco tedesco.

Durante la maggior parte del 1994, l'utilizzo effettivo delle fasce larghe di oscillazione è rimasto prossimo al 6 per cento, eccetto che in tre episodi di breve durata, durante i quali ha raggiunto l'8 per cento. Nei mesi di gennaio e dicembre 1994, la peseta si è indebolita, come l'escudo portoghese a giugno. Il franco belga, il fiorino olandese e, temporaneamente, la sterlina irlandese sono state le valute più forti durante questi periodi.

Nel 1993-94 sono rimasti fuori degli AEC tre paesi: Grecia, Italia e Regno Unito.

Come notato altrove, l'impressione generale di un allentamento delle pressioni sui cambi dopo l'allargamento delle fasce di fluttuazione è stata ampiamente confermata dalla tendenza alla diminuzione della volatilità dei tassi di cambio e dei differenziali dei tassi d'interesse a breve termine, nonché da una ridotta attività di intervento a sostegno delle valute sottoposte a pressioni al ribasso.

4.2 Valutazione della stabilità dei tassi di cambio

È possibile trarre numerosi insegnamenti dall'esperienza degli ultimi anni. I fondamentali economici, e in particolare tutti i fattori che determinano l'evoluzione dei tassi di inflazione, esercitano un influsso importante sugli andamenti dei tassi di cambio. Nel reagire a nuove informazioni o nel rivedere le aspettative i mercati non prenderanno soltanto in considerazione lo stato attuale della convergenza, bensì terranno anche conto dell'esperienza passata. Essi devono essere convinti del fatto che il complesso delle politiche macroeconomiche è effettivamente orientato alla stabilità dei prezzi. La credibilità si rafforza più efficacemente con una conduzione ferma delle politiche e un opportuno adeguamento del quadro istituzionale, compresa l'indipendenza delle Banche centrali. Tuttavia, non è possibile escludere il sopraggiungere di fattori politici o eventi inattesi di notevole importanza e, dunque, possono verificarsi reazioni dei mercati dei cambi nella misura in cui tali fenomeni comportano incertezza.

Riquadro 6

La stabilità dei tassi di cambio

1. Fonti giuridiche

Il Trattato che istituisce la Comunità europea, all'articolo 109j, paragrafo 1, richiede:

"il rispetto dei margini normali di fluttuazione previsti dal Meccanismo di cambio del Sistema monetario europeo per almeno due anni, senza svalutazioni nei confronti della moneta di qualsiasi altro Stato membro;"

Il Protocollo (n. 6) sui criteri di convergenza di cui all'articolo 109j, paragrafo 1, del Trattato che istituisce la Comunità europea prevede, all'articolo 3, che:

"Il criterio relativo alla partecipazione al Meccanismo di cambio del Sistema monetario europeo di cui all'articolo 109j, paragrafo 1, terzo trattino del trattato significa che lo Stato membro ha rispettato i normali margini di fluttuazione stabiliti dal Meccanismo di cambio del Sistema monetario europeo senza gravi tensioni per almeno due anni prima dell'esame. In particolare, e per lo stesso periodo, non deve aver svalutato di propria iniziativa il tasso di cambio centrale bilaterale della sua moneta nei confronti della moneta di nessun altro Stato membro."

2. Valutazione

Il 7 ottobre 1994 il Consiglio dell'IME ha formulato il seguente parere sulle fasce di fluttuazione degli AEC, parere successivamente approvato dal Consiglio della UE:

"1. Il 2 agosto 1993 i Ministri delle finanze e i Governatori delle Banche centrali hanno deciso concordemente di ampliare al 15 per cento le bande di fluttuazione previste dagli AEC per gli interventi obbligatori lasciando invariate le parità centrali. L'esperienza successiva indica che la fascia allargata ha contribuito a conseguire un grado sostenibile di stabilità dei tassi di cambio negli AEC, scoraggiando gli attacchi speculativi sulle valute partecipanti agli AEC, ed impedendo forti deprezzamenti dei tassi di cambio o eccessivi interventi sui mercati valutari, nonché i loro potenziali effetti inflazionistici. Alla luce di quest'esperienza e nelle presenti circostanze, il Consiglio dell'IME considera opportuno mantenere la configurazione attuale degli Accordi.

2. Il Consiglio dell'IME raccomanda al tempo stesso che gli Stati membri continuino a porsi come obiettivo di evitare oscillazioni significative dei tassi di cambio, improntando le loro politiche al conseguimento della stabilità dei prezzi e alla riduzione dei disavanzi fiscali, contribuendo in tal modo al soddisfacimento dei requisiti fissati nell'articolo 109j, paragrafo 1, del Trattato e nel relativo Protocollo".

Proprio sulla base di queste considerazioni il Consiglio dell'IME ha formulato un parere diretto al Consiglio della UE sulle fasce di fluttuazione degli AEC (cfr. riquadro 6). Il Consiglio dell'IME ha ritenuto opportuno, nelle attuali circostanze, mantenere il presente assetto e continuare a porsi l'obiettivo di evitare fluttuazioni significative dei tassi di cambio, improntando le politiche degli Stati membri al conseguimento della stabilità dei prezzi e alla riduzione dei disavanzi di bilancio. Questo parere è stato approvato dal Consiglio della UE.

5. Convergenza dei tassi d'interesse a lungo termine

5.1 Tassi d'interesse a lungo termine nel 1993 e nel 1995

Questo paragrafo si riferisce ai dati riportati nella tavola 9. Per quanto non totalmente comparabili, i tassi d'interesse a lungo termine sono considerati quelli rilevanti ai fini del confronto. Ulteriori sforzi sono in atto per giungere ad ottenere una serie di tassi d'interesse a lungo termine più rappresentativi e confrontabili.

La convergenza dei tassi d'interesse a lungo termine è stata non dissimile nei due anni in esame. Nel 1993 e nel 1994, un gruppo di otto Stati membri (tutti ad esclusione di Grecia, Spagna, Italia e Portogallo) hanno registrato livelli medi annui fluttuanti entro i

marginari del 6,4-7,7 per cento nel 1993 e del 6,4-8,1 per cento nel 1994. In Spagna, Italia e Portogallo, i tassi d'interesse a lungo termine permanevano intorno a livelli pari o leggermente superiori al 10 per cento, mentre in Grecia superavano il 20 per cento.

5.2 Valutazione della convergenza dei tassi di interesse a lungo termine

Conformemente a quanto previsto dal Trattato, il carattere duraturo della convergenza raggiunta da uno Stato membro e della partecipazione dello stesso agli AEC dovrebbero riflettersi nella convergenza dei tassi d'interesse a lungo termine. Al riguardo, il Trattato stabilisce che si adottino, come valore di riferimento, i tassi di interesse a lungo termine delle nazioni che hanno registrato il più basso tasso d'inflazione. Tale previsione implica che non sia necessariamente il tasso o i tassi d'interesse più bassi ad essere presi come metro di riferimento per valutare la stabilità della convergenza. Nel 1994, ad esempio, la nazione che registrava il tasso d'inflazione più basso era la Francia, sebbene il suo tasso d'interesse a lungo termine, pari al 7,2 per cento, eccedesse i livelli del Lussemburgo (6,4 per cento), dei Paesi Bassi (6,9 per cento) e della Germania (7,0 per cento). A seconda dell'andamento dell'inflazione e dei tassi d'interesse a lungo termine nei singoli paesi, si possono determinare posizioni diverse degli Stati membri se si confrontano i risultati effettivi in termini di inflazione e di tassi d'interesse a lungo termine.

Prendendo in considerazione i risultati ottenuti nel 1993 e nel 1994, i cambiamenti complessivi in termini di convergenza appaiono piuttosto limitati. Poiché la maggior parte delle nazioni, in media, ha registrato nel 1994 una crescita nei tassi medi d'interesse a lungo termine di circa 50 punti base, i differenziali sono solo limitatamente cambiati. Alcuni Stati membri con livelli di tassi d'interesse a lungo termine relativamente più alti (Grecia, Italia, Spagna e Portogallo), nel 1994 hanno evidenziato addirittura una riduzione nei differenziali rispetto ai paesi dai risultati più soddisfacenti. I valori annuali medi, tuttavia, nascondono un notevole ampliamento dei differenziali di tasso d'interesse nel corso del 1994, specificamente fra le nazioni che hanno ottenuto i migliori risultati, da un lato, e Spagna, Italia e Portogallo, dall'altro. Qualora le tendenze di fine 1994 relative ai tassi d'interesse a lungo termine dovessero perdurare, ne deriverebbe un impatto negativo sul quadro complessivo della convergenza. Come analizzato in dettaglio nel paragrafo 2.2, tale tendenza denuncia la preoccupazione dei mercati, specificamente per quanto concerne la situazione fiscale, nonché una crescente attenzione degli stessi ai risultati di lungo periodo in materia di tasso di cambio e stabilità dei prezzi. Le differenze internazionali a tal riguardo, che hanno comportato un ampliamento dei differenziali di rendimento dei titoli nel corso del 1994, indicano che i progressi verso una convergenza complessiva dei paesi devono ancora essere rafforzati con un'azione coerente da parte delle autorità di politica economica di tutti gli Stati membri.

Riquadro 7

Tassi d'interesse a lungo termine

1. Contesto normativo

L'articolo 109j, paragrafo 1 del Trattato che istituisce la Comunità europea prevede:

"la stabilità della convergenza raggiunta dai singoli Stati membri e della partecipazione degli stessi agli Accordi europei di cambio del Sistema monetario europeo deve tradursi nei livelli di tasso d'interesse a lungo termine".

Il Protocollo (n.6) sui criteri di convergenza di cui all'articolo 109j, paragrafo 1 del Trattato che istituisce la Comunità europea, articolo 4, prevede che:

"Il criterio relativo alla convergenza dei tassi d'interesse di cui all'articolo 109j, paragrafo 1 del presente Trattato significa che il tasso d'interesse nominale a lungo termine di uno Stato membro osservato in media nell'arco di un anno prima dell'esame non ha ecceduto di oltre 2 punti percentuali quello dei tre Stati membri, al massimo, che hanno conseguito i migliori risultati in termini di stabilità dei prezzi. I tassi d'interesse si misurano sulla base delle obbligazioni a lungo termine emesse dallo Stato o sulla base di titoli analoghi, tenendo conto delle differenze nelle definizioni nazionali".

2. Problemi statistici

Le disposizioni del Trattato implicano, in termini statistici, che l'indicatore rappresentativo del tasso d'interesse a lungo termine dovrebbe riflettere, il più accuratamente possibile, ogni variazione nelle percezioni dei mercati riguardo alla stabilità del processo di convergenza e alla partecipazione agli Accordi europei di cambio da parte dei singoli Stati membri. I probabili effetti distorsivi degli altri fattori dovrebbero essere limitati al minimo. Per quanto concerne poi le altre statistiche di cui avvalersi nell'applicazione del Protocollo o dei criteri di convergenza, è compito della Commissione fornire i dati richiesti. Considerata la sua esperienza professionale in questo settore, l'IME sta attualmente dando il proprio contributo ad una definizione comune delle statistiche relative ai tassi d'interesse che risponda ai summenzionati prerequisiti. Le cifre riportate nella tavola 9, considerate allo stato delle conoscenze le più rilevanti, riflettono gli approfondimenti tuttora in corso.

3. Questioni ancora aperte

Si presentano anche con riferimento a questo indicatore le problematiche già incontrate nella valutazione del criterio di stabilità dei prezzi, segnatamente nella scelta delle nazioni rispetto alle quali calcolare il valore di riferimento per l'applicazione del predetto criterio.

6. Convergenza complessiva e sostenibilità

Notevoli progressi sono stati realizzati in materia di stabilità dei prezzi e di convergenza in alcune altre aree. Se ne ha riscontro nel ritorno, nel 1994, ad un maggior grado di stabilità dei tassi di cambio. Permangono, tuttavia, ritardi e lacune. Diversi Paesi continuano a registrare un livello d'inflazione non soddisfacente, mentre il livello di convergenza finora raggiunto non è tale da impedire che gli sviluppi sui mercati dei cambi e obbligazionari possano ostacolare seriamente l'azione di politica economica. La maggiore preoccupazione resta, allo stato attuale, il preoccupante stato della finanza pubblica nella maggior parte dei paesi della UE. Per quanto i governi siano pienamente consapevoli della posta in gioco e abbiano predisposto e intrapreso misure correttive, è essenziale che le stesse vengano intensificate e perseguite in via permanente. I disavanzi pubblici complessivi, così come quelli strutturali, devono ridursi drasticamente. Inoltre, la sostenibilità della convergenza risulterà accresciuta se si riuscirà a migliorare ulteriormente il funzionamento dei mercati del lavoro e dei beni. Sulla base degli sviluppi summenzionati è possibile sostenere che il grado di convergenza complessiva raggiunto è tutt'oggi ancora insufficiente.

CAPITOLO II

LE ATTIVITA' DEL COMITATO DEI GOVERNATORI E DELL'IME

INTRODUZIONE: DAL COMITATO DEI GOVERNATORI ALL'IME

Con la costituzione dell'IME, il 1° gennaio 1994, il Comitato dei Governatori delle Banche centrali della CEE è stato disciolto. Il Comitato era stato costituito nel 1964, in attuazione dei principi del Trattato di Roma, come istanza principale per la cooperazione tra le Banche centrali degli Stati membri. Da allora, numerosi sono stati i progressi compiuti. Nel 1971, a seguito delle raccomandazioni del Rapporto Werner, il Consiglio adottava una decisione sul rafforzamento della cooperazione tra le Banche centrali. Il 10 aprile 1972, veniva firmato un accordo tra le Banche centrali della CEE sul restringimento dei margini di fluttuazione dei tassi di cambio (l'accordo del "serpente"), e nel 1973 si costituiva il Fondo Europeo di Cooperazione Monetaria (FECOM). Dopo le difficoltà incontrate dal processo di integrazione monetaria europea all'indomani del primo *shock* petrolifero, il Comitato dei Governatori assumeva nuove responsabilità con la costituzione del Sistema monetario europeo (SME) nel 1979, in particolare nella gestione degli Accordi europei di cambio (AEC) dello SME. Il Comitato contribuiva al processo di unificazione monetaria, rilanciato nella seconda metà degli anni ottanta con l'Atto Unico Europeo nel 1985, al Rapporto Delors, con uno schema di realizzazione per fasi dell'Unione economica e monetaria, e al Trattato di Maastricht che emendava il Trattato di Roma in vista dell'attuazione dell'Unione economica e monetaria (UEM).

Nella prima fase dell'UEM, avviata il 1° luglio 1990, i compiti del Comitato dei Governatori venivano ulteriormente rafforzati per favorire, in particolare, il coordinamento delle politiche monetarie negli Stati membri, allo scopo di promuovere la stabilità dei prezzi. Il Comitato dei Governatori iniziava anche i lavori preparatori volti a consentire all'IME l'espletamento delle sue funzioni nella seconda fase, avviata il 1° gennaio 1994.

Data la relativa brevità del tempo a disposizione e la complessità dei compiti, anche il lavoro preparatorio per la terza fase dell'UEM veniva iniziato dal Comitato dei Governatori. Come indicato nel Rapporto Annuale del Comitato dei Governatori del 1992, il primo passo fu quello di identificare tutti i problemi da esaminare in una fase preliminare, di fissare un programma di lavoro sino alla fine del 1993 e di definire conformemente i mandati dei tre Sottocomitati esistenti e dei cinque Gruppi di lavoro costituiti *ad hoc*.

Il 29 ottobre 1993, i Governi degli Stati membri al livello di Capi di Stato o di Governo raggiungevano un'intesa sulla sede dell'IME - Francoforte - e ne nominavano il Presidente. Il 1° novembre, il Trattato entrava in vigore, insieme all'allegato Protocollo sullo Statuto dell'IME. Il 1° gennaio 1994, l'IME veniva costituito e assumeva le funzioni ad esso attribuite nel Trattato. Dati i ritardi collegati alla ratifica del Trattato e al rinvio della decisione sulla sede dell'IME e sul suo Presidente, è stato necessario giungere ad accordi provvisori per consentire all'IME l'adempimento dei suoi compiti nelle prime fasi della sua esistenza. Fino al novembre del 1994, le funzioni principali sono state svolte a Basilea, con la cooperazione e nei locali della BRI, che avevano già ospitato il Segretariato dell'ex Comitato dei Governatori. A seguito della decisione di marzo 1994 sulla scelta della "Eurotower" di Francoforte come sede degli uffici dell'IME, i preparativi per il trasferimento a Francoforte e l'assunzione di personale sono continuati nei mesi successivi. Il Consiglio dell'IME ha tenuto la sua prima riunione nella sede dell'IME a Francoforte il 15 novembre 1994.

Le seguenti parti riassumono i compiti e le funzioni principali dell'IME, nonché la sua struttura organizzativa.

A. IL RUOLO E LA STRUTTURA DELL'IME

1. Obiettivi, compiti e funzioni dell'IME

Il Trattato (articolo 109f) e lo Statuto dell'IME contenuto nel protocollo ad esso allegato, stabiliscono gli obiettivi, i compiti e le funzioni dell'IME.

L'obiettivo generale dell'IME è di contribuire alla realizzazione dell'Unione economica e monetaria, in particolare attraverso la preparazione delle condizioni necessarie per il passaggio alla terza fase. In tale contesto generale, l'IME dovrà:

- rafforzare la cooperazione tra le Banche centrali e il coordinamento delle politiche monetarie nazionali, allo scopo di migliorare la convergenza e garantire la stabilità dei prezzi;
- attuare i preparativi necessari per l'istituzione del Sistema Europeo di Banche Centrali (SEBC), per la conduzione di una politica monetaria unica e per la creazione di una moneta unica nella terza fase.

Diverse funzioni operative e di consulenza derivano direttamente o indirettamente da tali obiettivi. In particolare, l'IME dovrà:

- agevolare l'impiego dell'ECU ed esercitare la supervisione sul suo sviluppo, compreso il regolare funzionamento del Sistema di Compensazione dell'ECU;
- controllare il funzionamento dello SME e assumere le funzioni precedentemente svolte dal FECOM;
- procedere a consultazioni su questioni che rientrano nelle competenze delle Banche centrali nazionali e riguardano la stabilità degli istituti e dei mercati finanziari;
- essere consultato dal Consiglio su ciascuna proposta di atto comunitario, e dalle autorità nazionali su ogni proposta di provvedimento legislativo interno, che rientrino nelle sue competenze;
- inviare una relazione annuale al Consiglio sui progressi compiuti dagli Stati membri nell'adempimento dei rispettivi obblighi nell'ambito della realizzazione dell'UEM;
- avere il diritto di detenere e gestire riserve in valuta come agente per le Banche centrali nazionali e a richiesta delle medesime.

1.1. Rafforzamento della cooperazione tra le Banche centrali e del coordinamento delle politiche monetarie

Nella seconda fase, l'IME dovrebbe rafforzare il coordinamento delle politiche, allo scopo di promuovere un elevato livello di convergenza macroeconomica. Nell'adempimento di tale compito, l'IME agisce conformemente agli stessi obiettivi e principi fissati per il SEBC, in particolare al principio secondo cui l'obiettivo primario della politica monetaria è quello della stabilità dei prezzi.

Nell'adempimento dei suoi doveri, l'IME fornisce un'istanza per consultazioni e scambi di opinioni e di informazioni su problemi di politica monetaria, mentre la conduzione della politica monetaria rimane responsabilità ultima delle autorità nazionali. L'IME può formulare pareri o raccomandazioni sull'orientamento complessivo della politica monetaria e della politica del cambio, nonché sulle relative misure introdotte in ciascuno Stato membro. L'IME può formulare pareri o raccomandazioni ai governi e al Consiglio su politiche che possono avere ripercussioni sulla situazione monetaria interna

o esterna nella Comunità e, in particolare, sul funzionamento dello SME. Esso procede a consultazioni su questioni che rientrano nelle competenze delle Banche centrali nazionali e che riguardano la stabilità degli istituti e dei mercati finanziari.

1.2 Preparativi per l'istituzione del SEBC

Secondo l'articolo 109f(3) del Trattato, all'IME è stata conferita una responsabilità precisa: "Al più tardi il 31 dicembre 1996, l'IME specifica il quadro regolamentare, organizzativo e logistico necessario perché il SEBC assolva i suoi compiti nella terza fase".

Il quadro regolamentare, organizzativo e logistico necessario al SEBC per assolvere i suoi compiti copre, tra l'altro, le seguenti aree:

- la definizione dei concetti e della struttura di riferimento per la conduzione della politica monetaria unica e la preparazione delle norme e delle procedure operative del SEBC;
- l'attuazione di una politica dei cambi unica;
- la promozione dell'efficienza dei pagamenti transfrontalieri;
- la raccolta e l'armonizzazione, ove necessario, di statistiche affidabili e tempestive, come base della politica monetaria unica;
- la supervisione sulla preparazione tecnica della stampa e dell'emissione della Banconota Europea;
- l'armonizzazione delle norme e degli *standard* contabili delle Banche centrali nazionali e l'attuazione di uno schema adeguato di sistemi informativi per il SEBC.

Tenuto conto della complessità del compito, dell'interazione tra le aree di attività e tra gli istituti coinvolti, e dell'esiguo tempo a disposizione per il lavoro preparatorio, il Consiglio dell'IME ha organizzato questo lavoro sulla base di un programma generale che definisce le principali linee d'azione. Tale programma, che funge da strumento-guida per l'organizzazione, la supervisione e la definizione delle attività condotte dal personale dell'IME, dai Sottocomitati e dai Gruppi di lavoro, racchiude i temi principali che dovranno essere affrontati in sede di lavoro preparatorio; esso definisce le scadenze per i vari Sottocomitati e Gruppi di lavoro e fissa l'ordine cronologico delle decisioni da prendere in seno al Consiglio dell'IME.

L'IME deve assicurare che la preparazione alla terza fase, avviata in varie aree, dia luogo a un progetto che sia internamente coerente e venga razionalmente attuato. La sua realizzazione è prevista dal Trattato per la fine del 1996. Ciò richiede l'individuazione di soluzioni praticabili: soluzioni di riserva potrebbero rendersi necessarie, soprattutto se si considera la lunghezza dei tempi di attuazione in alcuni casi. Al fine di assicurare che le attività preparatorie procedano secondo programma, in termini sia di contenuto sia di scadenze, sarà necessario esercitare continuamente forme di controllo sul loro stato di avanzamento.

Le relazioni sui progressi nel lavoro preparatorio saranno trasmesse a terzi, in particolare alla Commissione europea, al Comitato Monetario e, annualmente, al Consiglio dei Ministri, conformemente all'articolo 7.1 dello Statuto dell'IME.

1.3 Supervisione sullo sviluppo dell'ECU

Conformemente all'articolo 4.1 del suo Statuto, l'IME "agevola l'impiego dell'ECU ed esercita la supervisione sul suo sviluppo". Tale compito comporta principalmente la valutazione dell'assetto giuridico nei paesi della Unione, per poter accertare che non vi siano ostacoli regolamentari all'impiego dell'ECU. In tale contesto, l'IME coopera con la Commissione europea. Eventuali ostacoli regolamentari all'impiego dell'ECU dovrebbero essere rimossi. Tuttavia, si è convenuto di non attribuire all'ECU le qualità di una moneta nazionale durante la seconda fase, in modo da non incidere sulla sovranità degli Stati membri sulla politica monetaria.

L'IME conduce anche un esame annuale degli sviluppi nell'impiego finanziario e non finanziario dell'ECU. Inoltre, svolge un ruolo di consulenza, sia su iniziativa propria sia su richiesta di altre istituzioni comunitarie e degli Stati membri, su temi quali la transizione alla moneta unica nella terza fase e la continuità dei contratti e degli strumenti finanziari denominati in ECU.

1.4 Altri compiti

All'IME sono stati demandati altri compiti operativi e di consulenza, di seguito descritti (cfr. Capitolo II.B). Conformemente all'articolo 6.4 del suo Statuto, l'IME ha il diritto di detenere e gestire riserve in valuta come agente per le Banche centrali nazionali e a richiesta delle medesime. Finora, tuttavia, non è stata formulata alcuna richiesta in tal senso.

Va inoltre notato che, conformemente all'articolo 109f(7) del Trattato, il Consiglio dei Ministri può conferire all'IME compiti aggiuntivi per la preparazione della terza fase.

2. La struttura organizzativa dell'IME

L'Istituto monetario europeo è un'organizzazione della Unione europea, con personalità giuridica e istituito conformemente alle disposizioni del Trattato. I suoi membri sono le Banche centrali degli Stati membri.

Nell'espletamento delle sue funzioni, il personale dell'IME lavora in stretta collaborazione con tre Sottocomitati e cinque Gruppi di lavoro su problemi specifici. La struttura dell'IME viene qui di seguito descritta.

2.1 Il Consiglio dell'IME

L'organismo decisionale dell'IME è il Consiglio. Conformemente all'articolo 109f(1) del Trattato e all'articolo 9 dello Statuto dell'IME, il Consiglio dirige e gestisce l'IME. Il Consiglio è composto dal Presidente dell'IME e dai Governatori delle Banche centrali degli Stati membri. Possono partecipare alle riunioni del Consiglio dell'IME anche il Presidente del Consiglio dell'Unione europea e un membro della Commissione europea, ma senza diritto di voto. Le riunioni del Consiglio dell'IME, i cui atti sono riservati, avvengono almeno dieci volte l'anno.

I membri che partecipano al Consiglio dell'IME in rappresentanza delle loro istituzioni, nell'esercizio dei poteri e nell'adempimento dei compiti e delle funzioni loro affidati dal Trattato e dallo Statuto, agiscono conformemente alle proprie responsabilità. Il

Consiglio dell'IME non può chiedere né ricevere istruzioni da altre istituzioni o organismi comunitari o governi degli Stati membri. Le istituzioni e gli organismi comunitari, così come i governi degli Stati membri, si impegnano a rispettare questo principio di indipendenza. Ciascun membro del Consiglio dispone di un voto e il Consiglio normalmente decide a maggioranza semplice dei suoi membri. Una maggioranza qualificata di due terzi è richiesta, *inter alia*, nel caso dell'adozione di pareri e raccomandazioni sull'orientamento complessivo della politica monetaria e della politica del cambio, nel caso dell'adozione di decisioni sulle risorse finanziarie o dell'adozione di indirizzi sui metodi per la realizzazione delle condizioni necessarie al SEBC per esercitare le sue funzioni. L'unanimità è richiesta, in particolare, per le decisioni da prendere nel contesto del quadro regolamentare, organizzativo e logistico del SEBC, per la pubblicazione dei propri pareri e delle proprie raccomandazioni o per la concessione dello status di "Altro Detentore" di ECU ufficiali alle autorità monetarie di paesi terzi.

Seguendo una ormai consolidata tradizione della Comunità europea, in seguito alla firma dell'Atto di Adesione dei Capi di Stato o di Governo a Corfù nel giugno 1994, le Banche centrali di Austria, Finlandia, Norvegia e Svezia sono state invitate dall'IME a partecipare come osservatori alle riunioni del Consiglio, del Comitato dei Sostituti e dei Sottocomitati e Gruppi di lavoro. Dopo i risultati del referendum in Norvegia, nel novembre 1994, sull'adesione alla Unione europea, con una maggioranza di voti contrari, i rappresentanti della Banca centrale norvegese si sono astenuti dal partecipare a qualunque riunione dell'IME. Quando l'Atto di Adesione è entrato in vigore il 1° gennaio 1995, Austria, Finlandia e Svezia hanno avuto formalmente accesso alla Unione europea e i Governatori delle rispettive Banche centrali sono divenuti membri effettivi del Consiglio dell'IME.

2.2 Il Presidente dell'IME

Conformemente alle disposizioni del Trattato e dello Statuto dell'IME, il Presidente dell'IME è nominato per un periodo di tre anni, di comune accordo dai Governi degli Stati membri, a livello di Capi di Stato o di Governo, su raccomandazione, secondo i casi, del Comitato dei Governatori o del Consiglio dell'IME e previa consultazione del Parlamento europeo e del Consiglio della UE. Il Presidente, tra l'altro, prepara e presiede le riunioni del Consiglio dell'IME, è responsabile della gestione quotidiana dell'IME e, fatto salvo l'articolo 22 dello Statuto, ha la rappresentanza esterna dell'IME. In assenza del Presidente, i suoi compiti sono esercitati dal Vicepresidente, anch'egli eletto tra i Governatori membri del Consiglio dell'IME per un periodo di tre anni.

2.3 L'organizzazione interna dell'IME

All'atto della sua costituzione, il 1° gennaio 1994, l'IME contava su di una compagine di 28 elementi provenienti dal Segretariato del Comitato dei Governatori. In aprile, una volta scelti i locali, si insediava a Francoforte il Dipartimento Amministrativo per impiantare l'infrastruttura dei nuovi uffici dell'IME, per procedere all'assunzione di personale e per preparare il trasferimento da Basilea. Al 31 dicembre 1994, il numero di elementi in forza all'IME saliva a 126, tutti nominati, in linea di massima, con contratti triennali a tempo determinato. Attualmente si conta di portare il personale a 199 unità per la fine del 1995.

La direzione comprende, al momento, il Direttore Generale e quattro Capi Dipartimento. Le responsabilità principali del Direttore Generale prevedono l'assistenza al Presidente nell'espletamento delle sue funzioni, in particolare nella gestione quotidiana

dell'IME. I quattro dipartimenti sono: il Segretariato Generale, il Dipartimento Monetario, Economico e Statistico, il Dipartimento Amministrativo e il Dipartimento Sistemi Informativi e Telecomunicazioni.

Il Segretariato Generale comprende due divisioni. La Divisione Operativa è responsabile: (a) della preparazione delle riunioni del Consiglio, del mantenimento dei rapporti inter-istituzionali, del sostegno alla produzione e alla distribuzione dei rapporti dell'IME e della conservazione degli archivi dell'IME; (b) della sorveglianza del Sistema di Regolamento e Compensazione dell'ECU, della supervisione dei sistemi di pagamento degli Stati membri e della preparazione di un sistema di pagamento integrato nella UE nella terza fase; (c) del sostegno alle attività dei Gruppi di Concertazione, della supervisione del funzionamento dello SME, dell'agevolazione nell'uso dell'ECU e della supervisione sul suo sviluppo, dello svolgimento di operazioni collegate allo SME e della preparazione delle operazioni di mercato dei cambi che saranno svolte dal SEBC nella terza fase; (d) della conduzione di analisi di fondo per le consultazioni su problemi che riguardano la stabilità degli istituti e dei mercati finanziari; e (e) del coordinamento del lavoro preparatorio per la terza fase, controllando, valutando e predisponendo rapporti riguardo ai progressi compiuti rispetto alle scadenze poste dal Trattato. La divisione lavora a stretto contatto con i Sottocomitati per la Politica del Cambio e per la Vigilanza Bancaria e con i Gruppi di lavoro sui Sistemi di Pagamento nella UE, sulle Questioni Contabili e per la Stampa e l'Emissione di una Banconota Europea, offrendo loro il suo sostegno.

Alla Divisione Giuridica incombe la responsabilità di tutte le questioni giuridiche dell'IME, tra cui rientrano quelle relative al compimento del mandato dell'IME, in particolare per quanto riguarda gli aspetti legali della preparazione del quadro regolamentare e istituzionale del SEBC e le questioni collegate all'interpretazione del Trattato. Inoltre, la Divisione Giuridica collabora alla preparazione dei pareri dell'IME, quando questi viene consultato dal Consiglio della UE o dalle autorità nazionali, relativamente a proposte di provvedimenti legislativi comunitari o nazionali che rientrano nelle sue competenze. Il personale di questa divisione offre la sua consulenza legale alla direzione dell'IME su questioni amministrative. Il Segretariato Generale è anche responsabile del Servizio Stampa e del Servizio Traduzioni dell'IME.

Il Dipartimento Monetario, Economico e Statistico comprende tre divisioni, fornisce assistenza segretariale al Sottocomitato per la Politica Monetaria ed è responsabile della biblioteca dell'IME. La Divisione Fase II fornisce analisi economiche su problemi connessi con il rafforzamento della cooperazione tra le Banche centrali e il coordinamento delle politiche monetarie nazionali orientate alla stabilità dei prezzi durante la seconda fase. Essa può anche assistere il Consiglio nella formulazione di pareri e raccomandazioni sulle politiche macroeconomiche, compresi quelli relativi ai criteri di convergenza, e condurre analisi su problemi riguardanti i mercati finanziari. A sostegno di tali funzioni, la ricerca economica nella divisione è principalmente incentrata sugli aspetti, sia di breve sia di lungo termine, degli sviluppi economici e finanziari nei paesi della UE e sugli studi comparativi. La Divisione Fase III è responsabile della predisposizione di analisi sui concetti, sulla struttura e sulle regole per la politica monetaria unica nella terza fase dell'UEM, in particolare per quanto riguarda la definizione degli strumenti, delle procedure e degli obiettivi intermedi di politica monetaria. Essa contribuisce all'analisi dell'attuazione pratica della politica dei cambi nella terza fase. Inoltre, si occupa della ricerca economica finalizzata all'analisi delle tendenze e degli sviluppi di lungo termine e fornisce la propria consulenza per quanto concerne problemi operativi relativi alla preparazione e all'avvio della terza fase a livello di Unione europea. Entrambe le divisioni lavorano a stretto contatto con i Sottocomitati per la Politica Monetaria e per la Politica del Cambio.

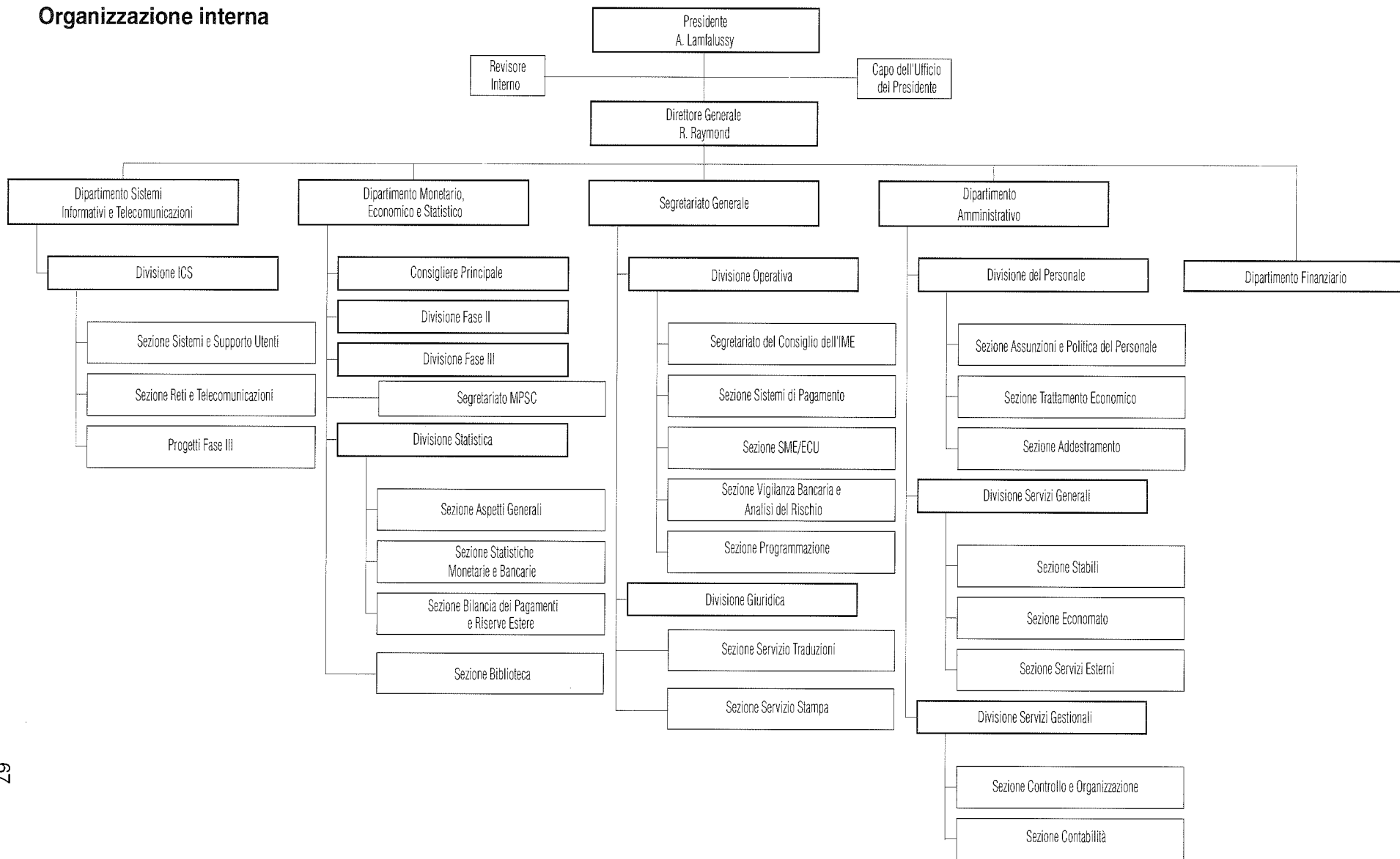
La Divisione Statistica ha il compito principale di contribuire al miglioramento delle informazioni statistiche, necessario per un miglior coordinamento delle politiche monetarie nella seconda fase, di elaborare i concetti e le metodologie statistiche omogenei e di specificare il quadro regolamentare, organizzativo e logistico per le statistiche necessario al SEBC per esercitare le sue funzioni. Essa lavora a stretto contatto con il Gruppo di lavoro sulle Statistiche nell'espletamento di tali funzioni. La Divisione ha anche il compito di assicurare la disponibilità dei dati e delle strutture di supporto statistici in tutti i settori dell'IME.

Il Dipartimento Sistemi Informativi e Telecomunicazioni (ICS), che comprende attualmente una divisione suddivisa in tre aree funzionali, è responsabile dell'individuazione e dell'attuazione della strategia tecnica nei settori dell'informatica e delle telecomunicazioni sia per l'IME sia per il futuro SEBC. Tale attività viene svolta a stretto contatto con il Gruppo di lavoro sui Sistemi Informativi, al quale il Dipartimento ICS fornisce supporto segretariale. Inoltre, il Dipartimento ICS fornisce il supporto tecnico in materia informatica e di telecomunicazioni all'interno dell'IME stesso e, sotto la supervisione del Gruppo di lavoro sui Sistemi Informativi, è responsabile del controllo, del coordinamento e degli ulteriori sviluppi dei sistemi di telecomunicazione già in essere tra l'IME e le Banche centrali.

Il Dipartimento Amministrativo comprende tre divisioni. La Divisione del Personale è responsabile: (a) dell'assunzione e della politica del personale; (b) dei problemi connessi con le retribuzioni e (c) dell'addestramento. La Divisione Servizi Generali è responsabile: (a) dell'amministrazione degli stabili; (b) dei servizi acquisti e dotazioni; e (c) dell'organizzazione di conferenze, riunioni e viaggi. La Divisione Servizi Gestionali si occupa: (a) della contabilità interna dell'IME e (b) della gestione di questioni contabili e di problemi organizzativi generali.

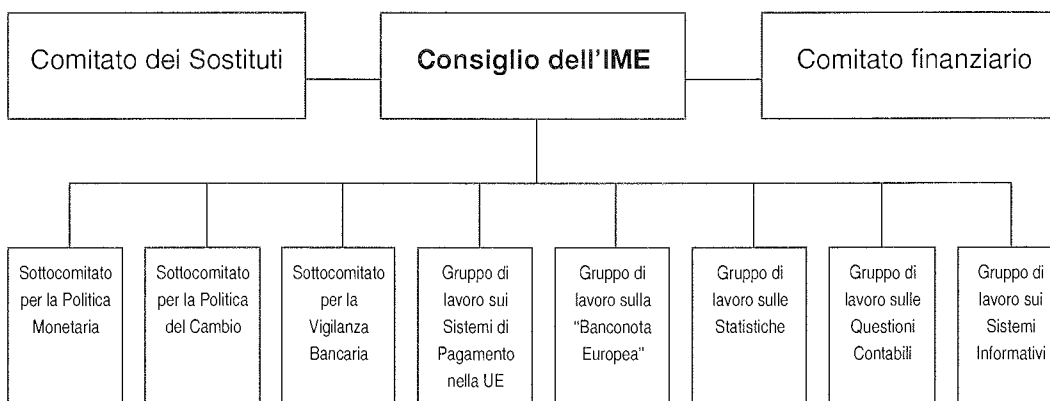
Poiché l'articolo 6.4 dello Statuto dà diritto all'IME di detenere e gestire riserve in valuta come agente per le Banche centrali nazionali e a richiesta delle medesime, l'IME costituirà, se necessario, un Dipartimento Finanziario.

Organizzazione interna



2.4 Comitati, Sottocomitati e Gruppi di lavoro

Nell'espletamento delle sue funzioni, il Consiglio dell'IME è coadiuvato da diversi comitati e Gruppi di lavoro, conformemente allo schema seguente:



Il Comitato dei Sostituti, presieduto dal Direttore Generale dell'IME, è composto da rappresentanti di grado superiore delle Banche centrali della UE, nominati dai rispettivi Governatori come loro sostituti nel Consiglio dell'IME. Il compito principale di questo Comitato è contribuire alla preparazione degli incontri del Consiglio dell'IME.

Il Comitato Finanziario è presieduto dal Vicepresidente e comprende - con incarico di durata annuale, a rotazione - anche i due membri più anziani del Consiglio dell'IME. La responsabilità principale del Comitato è di esaminare, per conto del Consiglio, le proposte del Presidente sul bilancio annuale e sui conti annuali nonché sui rendiconti periodici delle spese sostenute dall'IME nell'anno finanziario e di trasmettere il suo parere al riguardo al Consiglio dell'IME.

I Sottocomitati e i Gruppi di lavoro, composti da esperti delle Banche centrali nazionali, sono stati costituiti nell'ambito del Comitato dei Governatori e il Consiglio dell'IME ha deciso di mantenere le loro attività. I presidenti dei Sottocomitati e dei Gruppi di lavoro sono stati nominati ciascuno per un periodo di tre anni, a partire dal 1° gennaio 1994.

Il Sottocomitato per la Politica Monetaria coadiuva il Consiglio nell'opera di rafforzamento del coordinamento delle politiche monetarie nazionali nella Unione europea. A tal fine, nel quadro degli esercizi *ex ante* e *ex post*, esso contribuisce alle consultazioni periodiche sulla supervisione delle politiche monetarie, in particolare attraverso l'esame degli obiettivi e delle strategie di politica monetaria prospettati dagli Stati membri, e della loro compatibilità, allo scopo di raggiungere la stabilità dei prezzi in tutta la Unione. Inoltre, il Sottocomitato esamina annualmente gli sviluppi registrati in materia di bilanci pubblici. Esso conduce anche gli studi necessari per facilitare il compito dell'IME di preparazione della politica monetaria unica. In particolare, studia gli aspetti di metodo e organizzativi della realizzazione di una politica monetaria unica, nell'ottica della preparazione degli strumenti e delle procedure necessarie al SEBC per esercitare le sue funzioni di politica monetaria nella terza fase.

Il Sottocomitato per la Politica del Cambio coadiuva il Consiglio nella preparazione delle discussioni sullo sviluppo dei tassi di cambio, sul funzionamento dello SME e sugli sviluppi nell'impiego dell'ECU privato. Esso, inoltre, intrattiene rapporti di cooperazione con le Banche centrali dei paesi non appartenenti alla UE nel quadro della "procedura di

concertazione" che interessa rappresentanti di Banche centrali di diciannove paesi industrializzati e prevede lo scambio di dati sugli sviluppi dei mercati, sugli interventi e su altre operazioni ufficiali in cambi. Inoltre, il Sottocomitato coadiuva l'IME nella preparazione del lavoro di base per le funzioni del SEBC nel settore dei cambi.

Il Sottocomitato per la Vigilanza Bancaria procede a regolari consultazioni su problemi riguardanti la stabilità degli istituti e dei mercati finanziari. Nei casi in cui le Banche centrali nazionali non abbiano la responsabilità giuridica della vigilanza bancaria, un rappresentante della rispettiva autorità di vigilanza nazionale partecipa al Sottocomitato.

Il Gruppo di lavoro sui Sistemi di Pagamento nella UE è responsabile, sotto l'egida del Consiglio dell'IME, del coordinamento delle attività delle Banche centrali in materia di sistemi di pagamento, dell'analisi delle modalità per facilitare i pagamenti transfrontalieri nell'ambito del Mercato Unico in preparazione della terza fase, nonché della preparazione delle decisioni del Consiglio dell'IME sulla sorveglianza del Sistema di Regolamento e Compensazione dell'ECU.

Il Gruppo di lavoro per la Stampa e l'Emissione di una Banconota Europea coadiuva l'IME nell'adempimento del suo compito di vigilare sui preparativi tecnici per l'introduzione di banconote in ECU. Quest'area di lavoro comporta lo studio di tutte le eventuali opzioni per la progettazione grafica e la produzione di banconote europee, nonché l'emissione, la distribuzione, la selezione e il trattamento delle banconote prodotte.

Il Gruppo di lavoro sulle Statistiche contribuisce al miglioramento delle informazioni statistiche, utile sia per promuovere il coordinamento delle politiche monetarie nella seconda fase sia per sviluppare la base statistica necessaria per la conduzione della politica monetaria unica nella terza fase.

Il Gruppo di lavoro sulle Questioni Contabili ha sviluppato la metodologia contabile applicata dall'IME (cfr. bilancio allegato). Esso è responsabile della preparazione della base necessaria a formulare le raccomandazioni in tema di armonizzazione delle norme e degli *standard* contabili nel SEBC, con particolare riferimento alle disposizioni statutarie sul reddito monetario, sul versamento del capitale e sul trasferimento delle attività in valuta.

Il Gruppo di lavoro sui Sistemi Informativi è responsabile dell'assistenza all'IME nell'individuazione e nell'applicazione di una strategia tecnica per i sistemi informativi e di telecomunicazione per l'IME e per il SEBC.

3. Le risorse finanziarie dell'IME

Conformemente all'articolo 16 del suo Statuto, l'IME è dotato di risorse finanziarie che ammontano a 615,6 milioni di ECU (cfr. nota al bilancio allegato). Il livello delle risorse richiesto è stato determinato dal Consiglio dell'IME sulla base dei flussi degli interessi annui che dovrebbero essere generati allo scopo di coprire la spesa corrente prevista per un normale anno di attività (circa 44 milioni di ECU), la spesa per investimenti iniziali in attrezzature e le esigenze di liquidità gestionale. Gli avanzi di gestione derivanti a fine anno o saranno rimborsati immediatamente alle Banche centrali conformemente allo schema di contribuzione, o trattenuti dal Consiglio come riserva e rimborsati alle Banche centrali, insieme ai contributi iniziali, al momento della liquidazione dell'IME.

Le risorse finanziarie dell'IME sono state fornite dalle Banche centrali nazionali secondo uno schema di ripartizione su quote espresse in termini di popolazione e di PIL, conformemente allo stesso metodo che sarà utilizzato nella terza fase per la BCE.

Tavola 10 Quote di partecipazione delle Banche centrali alle risorse finanziarie dell'IME

(in percentuale)

| | 1994 | dal 1995 |
|-----------------------------------|-------|----------|
| Deutsche Bundesbank | 24,20 | 22,55 |
| Banque de France | 18,30 | 17,00 |
| Banca d'Italia | 17,05 | 15,85 |
| Bank of England | 16,45 | 15,35 |
| Banco de España | 9,50 | 8,85 |
| De Nederlandsche Bank | 4,55 | 4,25 |
| National Bank of Belgium | 3,00 | 2,80 |
| Bank of Greece | 2,15 | 2,00 |
| Banco de Portugal | 1,95 | 1,85 |
| Danmarks Nationalbank | 1,80 | 1,70 |
| Central Bank of Ireland | 0,90 | 0,80 |
| Institut Monétaire Luxembourgeois | 0,15 | 0,15 |
| Sveriges Riksbank | - | 2,90 |
| Oesterreichische Nationalbank | - | 2,30 |
| Suomen Pankki | - | 1,65 |

Fonte: Decisioni del Consiglio dell'IME nn. 2/94 e 3/95.

Del bilancio annuale previsto, circa il 40 per cento è assegnato a spese per il personale e il 25 per cento a spese per affitto e manutenzione dei locali. Il restante 35 per cento copre le spese per acquisti di beni, servizi e forniture, di cui un terzo relativo alle strutture logistiche necessarie allo svolgimento delle attività e delle riunioni dei gruppi altrove descritti e al collegamento con le istituzioni nazionali e internazionali coinvolte nel lavoro dell'IME.

B. L'ATTIVITÀ DELL'IME

1. Il coordinamento delle politiche monetarie e del cambio

All'IME è affidato il compito di rafforzare il coordinamento delle politiche monetarie dei paesi membri allo scopo di garantire la stabilità dei prezzi. In quest'ambito, l'IME deve procedere a regolari consultazioni sull'andamento delle politiche monetarie, le quali, nella seconda fase, restano di competenza delle autorità nazionali. Di norma, le autorità monetarie nazionali consultano l'IME prima di prendere decisioni riguardanti il corso della politica monetaria, nel contesto del quadro comune per il coordinamento *ex ante*. L'IME segue anche l'evoluzione dello SME.

Per adempiere questi compiti, l'IME ha continuato e intensificato il lavoro che era stato avviato e sviluppato dal Comitato dei Governatori nel corso della prima fase dell'UEM. In questo contesto, viene seguita regolarmente l'evoluzione della congiuntura, nonché degli indirizzi di politica economica e monetaria, allo scopo di approfondire la valutazione comune delle condizioni economiche e monetarie e dell'adeguatezza dell'azione di politica economica. La procedura comporta l'esame settimanale, da parte degli esperti, dell'evoluzione del mercato dei cambi e dei tassi d'interesse. Vengono vagliati i principali fattori che possono influenzare l'evoluzione dei tassi di cambio nei singoli paesi membri e nello SME nel suo insieme, e vengono esaminate l'evoluzione o le prospettive dell'attività economica, le misure di politica economica adottate in campo monetario e fiscale e le aspettative dei mercati finanziari sul futuro andamento dei tassi di cambio e di interesse. Nel corso dei suoi consueti incontri mensili, il Consiglio dell'IME esamina la situazione economica e monetaria dei singoli paesi membri e l'evoluzione dei mercati finanziari internazionali.

Inoltre, un'analisi previsionale (l'esercizio *ex ante*) viene effettuata ogni autunno, prima che le autorità nazionali prendano decisioni riguardanti il futuro indirizzo della politica monetaria. In quest'occasione, l'IME analizza l'evoluzione del quadro economico, monetario e finanziario e l'adeguatezza delle politiche monetarie dei singoli paesi membri. Viene anche esaminato l'orientamento generale della politica monetaria della Unione e la reciproca compatibilità delle politiche monetarie e del cambio adottate a livello nazionale. L'analisi *ex ante* è seguita da un esercizio di sorveglianza *ex post*, di solito effettuato alla fine della primavera; esso consiste nell'analisi delle politiche monetarie e nel confronto dei più recenti sviluppi con le previsioni precedentemente formulate; si esaminano inoltre le prospettive economiche e monetarie per il resto dell'anno.

Il fondamento analitico delle procedure di sorveglianza viene costantemente rivisto e aggiornato. Nel 1994, si sono in particolare studiati i meccanismi di trasmissione della politica monetaria e le implicazioni, per il coordinamento delle politiche monetarie della Unione, delle differenze tra questi meccanismi nei diversi paesi.

L'IME può anche formulare pareri e raccomandazioni riguardo all'orientamento generale della politica monetaria e presentare raccomandazioni alle autorità monetarie degli Stati membri in merito alla condotta delle politiche monetaria e del cambio. Finora l'IME non ha ritenuto necessario esercitare questo potere. Nel 1994, l'IME ha continuato la prassi del Comitato dei Governatori di esaminare dettagliatamente, una volta all'anno, gli sviluppi delle pubbliche finanze e le loro implicazioni per il coordinamento delle politiche monetarie. L'IME, riconoscendo il ruolo essenziale svolto da solide politiche di bilancio nel perseguimento di una politica monetaria orientata alla stabilità, nella primavera del 1994, ha comunicato due volte al Consiglio la propria preoccupazione circa lo stato delle finanze pubbliche nella Unione.

2. La preparazione della terza fase

Uno dei compiti principali dell'IME è quello di predisporre le condizioni affinché il SEBC possa svolgere le proprie funzioni sin dall'avvio della terza fase. Ciò comporta lo svolgimento di lavoro preparatorio in molte aree dell'attività della Banca centrale e, in particolare, nei campi della politica monetaria, della politica del cambio, delle statistiche, dei sistemi di pagamento e dell'emissione delle banconote.

2.1 La politica monetaria

Il Trattato contiene lo Statuto del futuro SEBC e pone come suo obiettivo primario il mantenimento della stabilità dei prezzi. Ma, per quanto riguarda il *modus operandi* della politica monetaria unica, lo Statuto enuncia solo principi generali, quali, ad esempio, il principio di un'economia di mercato aperta e di libera concorrenza, il divieto di finanziamento monetario dei disavanzi pubblici e la possibilità di eseguire in modo decentrato le operazioni del SEBC avvalendosi, "per quanto ritenuto possibile e opportuno", delle Banche centrali nazionali.

Il lavoro preparatorio comporta l'effettuazione di una dettagliata analisi tecnica dei vari strumenti potenzialmente utilizzabili o già utilizzati nei paesi membri al fine di identificare le differenze istituzionali tra i diversi paesi (si veda l'Allegato 1 per una descrizione delle strategie e degli strumenti di politica monetaria attualmente adottati negli Stati membri della UE). Esso comporta, inoltre, una disamina generale dei principali criteri da adottare per predisporre e attuare la politica monetaria nella Unione europea, criteri che guidano le decisioni in materie che comportano scelte strategiche. Non si potrà dare una risposta definitiva alla maggior parte di questi problemi se non in uno stadio più avanzato, in quanto essi dipendono in larga misura dalle condizioni economiche e finanziarie che si avranno al momento dell'ingresso nella terza fase. Tuttavia, i tempi tecnici per l'introduzione di un nuovo assetto operativo sono tali da rendere necessaria la prosecuzione dell'attività preparatoria. Il lavoro in questo vasto campo è in corso.

Questione essenziale per la conduzione della politica monetaria nella terza fase è se il SEBC debba fissare direttamente un obiettivo in termini di prezzi o debba adottare un obiettivo intermedio. Condizione affinché entrambe le soluzioni risultino efficaci sono un'elevata trasparenza e credibilità della politica monetaria, nonché l'esistenza di una relazione sufficientemente prevedibile tra le misure di politica monetaria e l'andamento dei prezzi. Questa scelta strategica richiede un'analisi empirica che potrà essere effettuata compiutamente solo in futuro, ma che deve tuttavia fondarsi in larga misura sull'esperienza passata e sulle informazioni disponibili. Occorre ribadire che, indipendentemente dalla scelta tra strategia diretta o indiretta e tra i vari obiettivi intermedi, il SEBC dovrà sorvegliare l'andamento di altre variabili informative che possono fornire indicazioni sulla situazione monetaria, economica e finanziaria presente e futura e sull'adeguatezza della politica monetaria. Ci si propone di ritornare su questi problemi nel 1996.

Per valutare l'impatto dell'orientamento della politica monetaria unica sui prezzi e sul reddito è utile analizzare le differenze esistenti tra i meccanismi di trasmissione nei vari paesi, i quali possono rendere più complessa la conduzione della politica monetaria unica. Uno studio preliminare (cfr. Cap. 1, riquadro 2) mostra che tali differenze sono strettamente connesse a fattori strutturali e istituzionali. Mentre la crescente integrazione dei mercati e il passaggio alla terza fase porteranno a una maggiore convergenza in campo finanziario, non è né auspicabile né possibile che vengano eliminate tutte le altre differenze strutturali tra i diversi paesi; differenze strutturali sono presenti anche all'interno dei singoli paesi.

Nell'attuazione giornaliera della politica monetaria il SEBC farà riferimento a uno o più tassi d'interesse a breve termine. Nell'influenzare questo tasso, o questi tassi, il SEBC fornirà indicazioni agli operatori del mercato; dovrà quindi essere in grado di lanciare segnali chiari e non ambigui, senza che questi vengano ostacolati da differenze nei tassi d'interesse nei diversi mercati nazionali.

Requisiti di una politica monetaria unica sono sia gli strumenti e le procedure sia l'integrazione dei mercati interbancari e dei sistemi di pagamento. Un elevato grado di armonizzazione degli strumenti e delle procedure è indispensabile per garantire l'uniformità dei segnali di politica monetaria in ogni paese. Un'altra condizione essenziale è la presenza di sufficienti opportunità di arbitraggio per le banche. Solo se le banche potranno trasferire le proprie riserve in base monetaria liberamente da un paese all'altro nel corso della stessa giornata, le variazioni dei tassi d'interesse si trasmetteranno rapidamente e uniformemente a tutti i paesi della Unione. Tutto ciò ha implicazioni di rilievo per il grado di integrazione richiesto nei sistemi di pagamento e regolamento (cfr. più oltre il par. 2.4).

La valutazione dei diversi strumenti di politica monetaria e delle diverse procedure operative deve fondarsi su alcuni principi basilari:

- efficienza: gli strumenti di politica monetaria devono far sì che il SEBC sia in grado di controllare efficacemente i propri obiettivi. Un elemento importante di un contesto operativo efficiente è che esso assicuri l'uniformità e la coerenza dei segnali di politica monetaria del SEBC;
- conformità ai principi di un'economia di mercato: l'attuazione della politica monetaria deve avvenire "in conformità del principio di un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza, favorendo un'efficace allocazione delle risorse" (Trattato di Maastricht, art. 105);
- parità di trattamento: il SEBC deve garantire uguaglianza di trattamento a tutte le categorie di istituzioni finanziarie che fruiscono di suoi servizi, indipendentemente dal paese di origine;
- semplicità e trasparenza: la politica monetaria e le procedure operative dovrebbero essere semplici e impiegate con chiarezza, per contribuire a soddisfare i principi di uguaglianza di trattamento e di conformità con i principi di un'economia di mercato in un sistema decentrato di Banche centrali;
- decentramento: il SEBC dovrà avvalersi, "per quanto possibile e opportuno", delle Banche centrali nazionali per eseguire le operazioni (Statuto del SEBC, art. 12). L'osservanza di questo principio può divenire di rilevanza pratica, in particolare, allorché la BCE può trarre vantaggio dall'esperienza delle Banche centrali nazionali e dalla loro conoscenza dei mercati locali;
- continuità: la transizione al nuovo assetto operativo all'inizio della terza fase può essere facilitata da una politica monetaria che si fonda, per quanto possibile, sulle infrastrutture esistenti e utilizza strumenti che possono essere adattati a una situazione in evoluzione.

È attualmente in corso un dibattito sul quadro operativo relativo all'attuazione della politica monetaria da parte del SEBC (la scelta degli strumenti da utilizzare, la definizione delle loro caratteristiche e le relative procedure operative). Sulla scorta di un approfondito esame di ogni strumento, effettuato in base all'esperienza del suo utilizzo in ambito nazionale, dovrà essere effettuato un confronto tra le alternative possibili riguardanti l'assetto operativo complessivo, date le future caratteristiche del quadro economico e finanziario nella terza fase.

Dovranno essere predisposti con congruo anticipo gli elementi di un eventuale sistema di riserva obbligatoria per permettere, ove del caso, l'adeguamento degli attuali sistemi e la tempestiva introduzione di nuovi sistemi laddove essi non sono attualmente operanti. Lo stesso dicasi per le caratteristiche generali degli strumenti di rifinanziamento e per le operazioni di mercato aperto. Sarà anche necessario definire le tipologie di titoli che potranno essere depositate a garanzia dei rifinanziamenti e utilizzate per le operazioni di mercato aperto. Inoltre, rispetto a queste ultime, sarà necessario effettuare un'analisi tecnica della fattibilità e delle caratteristiche di un sistema decentrato di esecuzione delle operazioni. Infine, i risultati dei singoli lavori di ricerca dovranno essere considerati complessivamente per rendere possibile una valutazione del quadro operativo complessivo del SEBC. Tuttavia, questi studi non vincoleranno in alcun modo il SEBC nella scelta degli strumenti e del loro eventuale utilizzo.

2.2 La politica del cambio

Dall'inizio della terza fase dell'UEM, il SEBC dovrà essere in grado di condurre una politica del cambio unica. Perché il SEBC possa assolvere questo compito, molte questioni dovranno essere risolte in anticipo. Tra queste, vi è in particolare il problema del trasferimento delle riserve in valuta dalle Banche centrali nazionali alla Banca Centrale Europea (BCE), la gestione delle riserve della BCE e delle Banche centrali nazionali, l'organizzazione degli interventi sul mercato dei cambi e i rapporti di cambio con le valute degli Stati membri che non partecipano alla terza fase.

L'IME ha già programmato di esaminare questi temi nel biennio 1995-96. Nel 1994 è stata avviata un'analisi preliminare sull'organizzazione degli interventi sul mercato dei cambi. Analogamente a quanto stabilito per la politica monetaria unica, e tenuto conto che le principali decisioni in materia spettano alla BCE, le modalità di esecuzione delle operazioni in cambi devono essere definite e predisposte prima dell'inizio della terza fase. In particolare, si dovrà determinare se, e in che misura, le operazioni in cambi dovranno essere effettuate in modo accentrato o decentrato. Prima che venga adottata una soluzione definitiva al riguardo saranno esaminate la fattibilità tecnica di assetti organizzativi alternativi e la loro rispettiva efficienza operativa. Un'altra questione da esaminare riguarda le implicazioni, per l'organizzazione della politica del cambio, delle relazioni tra la nuova moneta unica e le altre valute: in particolare, da un lato, quelle dei paesi non appartenenti alla Unione europea, e dall'altro, quelle dei paesi con deroga.

2.3 Le statistiche

Il Trattato stabilisce che l'IME "promuove l'armonizzazione, laddove necessario, delle norme che disciplinano la raccolta, la compilazione e la distribuzione delle statistiche nella sua sfera di competenza". Ciò significa assicurare la disponibilità, nella terza fase, di un insieme adeguatamente articolato di informazioni statistiche relative all'Unione economica e monetaria e sostenere gli sforzi dell'IME per "rafforza[re] il coordinamento delle politiche monetarie degli Stati membri allo scopo di garantire la stabilità dei prezzi".

Dati i lunghi tempi tecnici necessari alla predisposizione di un sistema di statistiche, il lavoro preparatorio per la terza fase è stato avviato nel 1992 dal Comitato dei Governatori. In seguito, un accordo provvisorio stipulato con la Commissione ha stabilito che il Comitato e l'istituto che lo avrebbe seguito, l'IME, sono i responsabili primi, a livello della Unione europea, dell'elaborazione concettuale del quadro di riferimento delle statistiche monetarie e bancarie in generale, e di quelle relative ai flussi finanziari di bilancia dei pagamenti e alle relative consistenze. Si sta al momento

esaminando l'assetto attuale, nonché gli accordi di cooperazione in campo statistico esistenti a livello di UE. Nel 1995, si definiranno le sfere di competenza e le rispettive responsabilità nei vari settori dell'informazione statistica del futuro SEBC e della Commissione europea (EUROSTAT).

Il primo compito svolto è stato quello di prevedere quali saranno, nella terza fase, le possibili esigenze in termini di informazioni statistiche. I risultati dell'indagine hanno mostrato che, per la conduzione della politica monetaria unica, sarà necessaria una vasta gamma di statistiche monetarie, finanziarie e di bilancia di pagamenti. Questo insieme comprende una serie articolata di statistiche disponibili tempestivamente, su base mensile, relative all'intera Unione economica e monetaria, sia in campo monetario sia nel campo della bilancia dei pagamenti della Unione, che dovrà includere almeno le principali voci delle transazioni con paesi terzi.

Come prima conseguenza, nel settembre del 1993, il Comitato dei Governatori ha concordato che tutte le Banche centrali avrebbero sfruttato gli spazi esistenti per migliorare la tempestività delle statistiche monetarie, bancarie e di bilancia dei pagamenti "essenziali". Il Comitato ha anche convenuto che, per consentire la compilazione di statistiche monetarie mensili opportunamente articolate riguardanti la Unione europea dall'avvio della terza fase, ogni Stato membro debba provvedere a introdurre una disaggregazione nella posizione sull'estero delle banche, distinguendo tra quella nei confronti dei paesi membri della Unione e quella nei confronti di paesi terzi.

Sono stati redatti elenchi delle informazioni statistiche già disponibili nei paesi membri e di quelle che, pur se non disponibili, sono già in fase di pianificazione o possono essere prodotte con relativa facilità. Il confronto dei risultati di questi esercizi è servito a rilevare le lacune e a indicare dov'è necessaria un'opera di armonizzazione. È emerso che esiste una larga base comune nelle statistiche dei paesi membri e che la rispondenza ai requisiti per l'Unione economica e monetaria è elevata. Tuttavia, sussistono numerose differenze nei dettagli e alcune differenze più sostanziali, che riflettono le diversità di orientamento della politica economica e le differenti strutture finanziarie e prassi operative.

Alla fine del 1994, il Consiglio dell'IME ha definito sia il concetto di "istituzione finanziaria a carattere monetario", il cui bilancio dovrebbe essere incorporato nel bilancio consolidato del sistema bancario dell'Unione economica e monetaria, sia i contenuti di questo bilancio consolidato. Il Consiglio ha anche convenuto sulla necessità di disporre di statistiche mensili di bilancia dei pagamenti relative all'Unione economica e monetaria e concordato la definizione dei termini "residenza" e "settore economico".

Appare necessario mantenere una posizione chiara ma flessibile circa la necessità di armonizzare le statistiche dei vari paesi, che non implica si debba adottare un'impostazione identica. Nella futura Unione economica e monetaria, in alcune materie di più diretto interesse per la BCE può essere sufficiente conseguire un ragionevole grado di comparabilità tra le statistiche dei vari paesi dato che la struttura e il funzionamento dei mercati finanziari nazionali possono (ancora) differire notevolmente. Tuttavia, laddove le statistiche devono essere aggregate, e specialmente dove è necessario il consolidamento tra paesi diversi, è richiesta una maggiore omogeneità. Queste considerazioni influenzeranno le priorità che verranno assegnate ai singoli compiti di armonizzazione.

Rispetto all'ulteriore lavoro da compiere, devono ancora essere esaminati alcuni aspetti delle necessità informative sopra ricordate quali, ad esempio, i bilanci delle Banche centrali, i tassi d'interesse, le statistiche relative ai mercati finanziari, i conti finanziari, i fondi comuni e gli investimenti all'estero. Questi argomenti, oltre a questioni più strettamente tecniche, quali i metodi di aggregazione dei dati, saranno esaminati

entro breve. Inoltre, mentre spetta alla Commissione europea fornire i dati da utilizzare per l'applicazione dei criteri di convergenza, sarà cura dell'IME studiarli attentamente al fine di riferire in merito, come richiesto dal Trattato: maggior impegno sarà quindi profuso nell'esame dei dati necessari alla valutazione del processo di convergenza.

Sebbene il lavoro statistico dell'IME debba concentrarsi sulle necessità operative di dati, che discendono dalla conduzione di una politica monetaria unica nella terza fase (e dal coordinamento delle politiche monetarie nella seconda fase), l'IME recepisce, pur impegnandosi a contribuire alla loro elaborazione, gli *standard* statistici internazionali e della Unione europea. Inoltre, l'IME è consapevole dei costi sostenuti dagli enti segnalanti per la produzione di dati e desidera non aggravare, per quanto possibile, questo onere. Pertanto, l'IME dà grande rilievo alla stretta collaborazione non solo con le autorità statistiche dei paesi membri, ma anche con la Commissione europea (EUROSTAT) e con gli organismi internazionali che si occupano di statistiche. La promozione di questa collaborazione si realizza nel Comitato per le Statistiche monetarie, finanziarie e di bilancia dei pagamenti cui partecipano rappresentanti delle Banche centrali e degli istituti di statistica dei paesi aderenti al SEE, la Commissione europea e l'IME e mediante la partecipazione ad altri comitati, Gruppi di lavoro e *task force* internazionali.

2.4 Il sistema dei pagamenti

Uno dei compiti principali dell'IME è la specificazione di un quadro generale che permetta al SEBC di promuovere l'efficienza e la sicurezza dei pagamenti internazionali sin dall'inizio della terza fase. A tale riguardo, il Trattato non distingue tra pagamenti di importo elevato e pagamenti al dettaglio. Tuttavia, il lavoro preparatorio ha finora riguardato principalmente i pagamenti di importo elevato, che costituiscono il nocciolo dei sistemi di pagamento delle economie moderne, mentre minore attenzione è stata prestata ai pagamenti al dettaglio (perché meno rischiosi) e, fino ad ora, ai sistemi di liquidazione titoli.

L'analisi delle implicazioni del passaggio alla terza fase nel campo dei sistemi di pagamento è stata avviata sotto l'egida del Comitato dei Governatori nel 1992 ed è stata proseguita dall'IME. Nel novembre del 1994 l'IME ha redatto il documento "Le finalità dell'IME riguardo ai pagamenti internazionali nella Fase III", che è stato distribuito alle comunità bancarie nazionali tramite le rispettive Banche centrali.

Attualmente, le relazioni di pagamento tra paesi della UE si basano essenzialmente sull'attività delle banche corrispondenti. Sebbene i tradizionali svantaggi in termini di rapidità e di rischi si siano ridotti (e potrebbero continuare a diminuire grazie al progresso tecnologico e l'attenta sorveglianza sui rischi), il sistema basato sulle banche corrispondenti da solo non potrà in futuro gestire gli ingenti flussi di pagamenti di importo elevato oppure quelli che saranno generati dalle operazioni di politica monetaria del SEBC.

Analogamente a quanto avviene attualmente nei sistemi nazionali, dovrà essere possibile nel territorio dell'UEM effettuare pagamenti di importo elevato in moneta della Banca centrale, mediante sistemi il cui grado di sicurezza, rapidità e efficienza sia molto alto. In conformità con i principi adottati a livello nazionale, gran parte dei pagamenti di elevato importo nella terza fase saranno regolati in base monetaria in sistemi di regolamento lordo in tempo reale per minimizzare i rischi individuali e sistemici. Dovrà essere realizzato un sistema per l'intera Unione economica e monetaria per consentire la trasmissione rapida ed efficiente degli impulsi derivanti dalle decisioni di politica monetaria a tutti gli operatori del mercato monetario unificato, che sarà operante in tutti gli Stati membri dell'UEM.

È evidente che il tempo e le risorse richieste per progettare e realizzare qualsiasi nuovo sistema sono tali da richiedere l'avvio del lavoro preparatorio con diversi anni di anticipo. L'IME e le Banche centrali della UE dovrebbero fornire direttive agli operatori privati per permettere loro di effettuare scelte strategiche e pianificare i propri investimenti in vista della terza fase.

Lo sviluppo di un sistema di regolamento lordo in tempo reale (*Real-Time Gross Settlement*, RTGS) per l'intera UEM dovrebbe seguire i tre principi fondamentali dettati dal Trattato sulla Unione europea: efficienza, orientamento al mercato e decentramento. I nuovi servizi di pagamento offerti dal SEBC dovrebbero, in particolare, stimolare l'efficienza tecnica, minimizzare i rischi sistemici e, per quanto possibile, essere redditizi. L'orientamento al mercato si concretizza nel fatto che le istituzioni creditizie non saranno obbligate a partecipare al sistema RTGS della Unione e solo le transazioni rivenienti da operazioni di politica monetaria dovranno essere immesse nel proposto sistema TARGET (*Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer*). Resteranno in vita gli altri sistemi per i pagamenti al dettaglio, e anche per i pagamenti di importo elevato, purché soddisfino adeguati requisiti di sicurezza, sostanzialmente non lontani da quelli del sistema RTGS della Unione. Infine, secondo il principio del decentramento, l'organizzazione del futuro sistema poggerà sulle infrastrutture e sui conti di regolamento esistenti a livello di Banche centrali nazionali.

Conformemente a questi principi, le Banche centrali della Unione europea e l'IME hanno adottato una strategia basata sull'armonizzazione minima dei sistemi nazionali e su un'infrastruttura comune, necessaria a realizzare il nuovo assetto nella terza fase: il sistema TARGET. Esso sarà composto da un sistema di regolamento lordo in ciascun paese e da un sistema di "interconnessione" (*interlinking*): una rete di infrastrutture e procedure che verranno utilizzate per collegare i sistemi RTGS per il trattamento dei pagamenti internazionali.

Le caratteristiche operative del sistema saranno definite nel corso del 1995 dall'IME in stretta collaborazione con le Banche centrali della Unione europea e con altri operatori (quali, ad esempio, le istituzioni creditizie) che sono interessati a questa materia.

2.5 La preparazione delle banconote europee

Nella terza fase dell'UEM il SEBC emetterà una sola moneta, in particolare sotto forma di banconote che sostituiranno le attuali banconote nazionali. All'IME spetta il compito precipuo di esercitare la supervisione sulla preparazione tecnica di queste banconote.

Il processo di produzione ed emissione delle banconote è un processo lungo: i tempi tecnici necessari perché una nuova serie di banconote possa essere pronta per la circolazione, in sostituzione di una serie in corso, sono considerevoli. La sostituzione di tutte le banconote denominate in moneta nazionale da parte di una serie di banconote in una sola divisa è molto più impegnativa, per quanto riguarda sia la scansione temporale sia i problemi da affrontare. A titolo indicativo, alla fine del 1994 i biglietti in circolazione nei quindici Stati membri erano 12 miliardi e altri 8 miliardi erano detenuti nelle scorte. Nel corso del 1994 6 miliardi e mezzo di nuove banconote sono state prodotte per le Banche centrali della Unione europea.

Alcune questioni riguardanti la preparazione delle banconote europee sono già state affrontate dall'IME, in particolare con riferimento al valore e al numero di tagli delle banconote e al limite di valore rispettivamente delle banconote e delle monete metalliche denominate nella divisa unica. Con riferimento a quest'ultimo tema, si è concordato che il

valore massimo di una moneta metallica sarà di 2 ECU e che il taglio inferiore delle banconote sarà di 5 ECU. Tale decisione è stata condivisa dal Gruppo di lavoro dei direttori delle Zecche nazionali, che ha lavorato in stretta collaborazione con l'IME. Per quanto riguarda invece la scala, il numero e il valore dei tagli delle banconote, l'ipotesi di lavoro sulla quale si è convenuto è la sequenza 1:2:5:, con sette tagli compresi tra i 5 e i 500 ECU. Infine, la gamma di opzioni riguardanti l'aspetto delle banconote europee è stata ridotta a due: una banconota perfettamente identica in tutti i paesi dell'area della moneta unica; e banconote uguali da un lato, ma con un limitato carattere nazionale sull'altro.

Il prosieguo dei lavori riguarderà gli aspetti legali, istituzionali e organizzativi dell'emissione e della gestione del circolante. È stato anche avviato il lavoro di esame dei soggetti che potranno essere selezionati per le immagini dei diversi tagli. Per effettuare questo studio, l'IME ha costituito un comitato consultivo composto di esperti di storia, psicologia e grafica.

Le specifiche tecniche delle banconote europee incorporeranno le caratteristiche di sicurezza più avanzate, al fine di prevenire le contraffazioni e facilitare una pronta individuazione dei falsi da parte dei diversi utenti. La specifica finalità di ciascuna di tali caratteristiche verrà attentamente esaminata in modo da integrare nel disegno della banconota denominata nella moneta unica quelle caratteristiche in grado di ottimizzarne il livello di sicurezza.

Il lavoro preparatorio prosegue anche sugli aspetti pratici della distribuzione delle nuove banconote europee. Sono all'esame diverse opzioni, per tener conto di fattori quali le modalità temporali di immissione in circolazione, la fattibilità tecnica, i costi, il gradimento da parte del pubblico e considerazioni di natura politica. Dato che questa è una materia di importanza cruciale per la credibilità e l'accettabilità della moneta unica, l'IME ricerca una stretta collaborazione con gli altri enti competenti in materia.

2.6 La creazione del SEBC

La creazione della BCE e del SEBC richiede un notevole lavoro preparatorio in molte aree tecniche e istituzionali. Una di esse, in cui il lavoro è stato già avviato, è quella relativa all'armonizzazione delle procedure contabili, al fine di rendere possibile la redazione di un bilancio consolidato del SEBC sin dall'inizio della terza fase. Infatti, l'armonizzazione delle norme e dei principi contabili è condizione indispensabile per condurre la politica monetaria unica e per applicare le norme dello Statuto del SEBC relative alla distribuzione del "reddito monetario" delle Banche centrali nazionali e ai trasferimenti di riserve in valuta estera.

Il primo passo in questo campo è stata la redazione di un elenco dei metodi contabili impiegati dalle Banche centrali della Unione europea. Questo studio ha posto le basi per lo sviluppo di un metodo contabile per l'IME; ciò ha comportato, tra l'altro, la definizione dei criteri per la valutazione delle attività e passività e per l'accertamento del reddito, il piano dei conti, le norme per la capitalizzazione e l'ammortamento, le tecniche contabili e le procedure di controllo.

Attualmente, il lavoro si concentra sulla preparazione del processo per l'armonizzazione delle norme e dei principi contabili del SEBC. Nell'elaborazione di un adeguato quadro di criteri contabili deve essere riservata particolare attenzione ai requisiti analitici e operativi necessari per il buon funzionamento della politica monetaria, tenendo inoltre presente che un quadro di riferimento flessibile e trasparente in materia è auspicabile anche per tutte le Banche centrali nazionali. Sono stati presi in considerazione anche gli aspetti legali relativi all'adozione in ogni Stato membro delle

norme e delle procedure contabili armonizzate; si sta anche lavorando sui metodi di calcolo del "reddito monetario" per assicurare un sistema trasparente, equo e verificabile.

Le scadenze del lavoro preparatorio lasciano sufficiente spazio alle Banche centrali nel recepimento delle raccomandazioni del Consiglio dell'IME comprese, ove necessarie, eventuali modifiche legislative.

Un altro campo nel quale è stato avviato il lavoro preparatorio per la creazione del SEBC è quello dei sistemi informativi e di telecomunicazione tra la BCE e le Banche centrali nazionali. Sono stati identificati alcuni compiti della BCE e del SEBC per i quali dovranno essere approntati sistemi informativi e di telecomunicazione.

In primo luogo, per tutte le attività del SEBC nella terza fase sarà necessario predisporre un nuovo servizio di teleconferenza che sia flessibile ed efficiente, posto che l'attuale servizio disponibile presso l'IME non può essere ampliato. In secondo luogo, i sistemi informativi dovranno consentire lo scambio di informazioni di carattere non statistico nell'ambito del SEBC: ad esempio, delle informazioni necessarie alla BCE per effettuare scelte di politica monetaria e di quelle necessarie alla loro efficiente esecuzione nella terza fase. Tali sistemi dovranno anche permettere lo scambio di informazioni statistiche: ad esempio, i dati relativi alle operazioni di politica monetaria e del cambio, i dati relativi alle funzioni contabile e di emissione di cartamoneta, nonché i dati economici e finanziari necessari per la conduzione della politica monetaria unica. In terzo luogo, deve essere effettuata un'analisi tecnica per valutare fino a che punto è possibile decentrare le operazioni di mercato aperto e gli interventi sul mercato dei cambi; i sistemi informativi per l'esecuzione di tali operazioni dovranno essere progettati in conformità ai risultati di tale analisi. In quarto luogo, l'esecuzione delle operazioni in cambi e la gestione delle riserve in valuta effettuate dalla BCE richiedono la creazione di un'adeguata infrastruttura di sistemi informativi. Infine, per poter trattare i pagamenti di importo elevato in modo sicuro ed efficiente nella terza fase - con particolare riguardo ai pagamenti che derivano dall'esecuzione delle operazioni della politica monetaria unica - dovranno essere introdotti sistemi informativi e di telecomunicazione adeguati alle esigenze del sistema TARGET, che verrà creato collegando i sistemi RTGS nazionali.

Eccettuato lo studio sulla sostituzione del servizio di teleconferenza, tutti gli specifici lavori di sviluppo relativi ai progetti sopra ricordati potranno essere avviati solamente quando saranno stati individuati i requisiti-utente; si intende finalizzare quanto prima la determinazione di questi requisiti funzionali da parte dei competenti Sottocomitati e Gruppi di lavoro dell'IME.

3. L'uso dell'ECU e la sorveglianza sul sistema di compensazione e regolamento dell'ECU

3.1 L'uso dell'ECU privato nel 1993 e nel 1994

L'utilizzo dell'ECU privato nel biennio trascorso è stato fortemente influenzato dall'evoluzione del quadro economico, giuridico e istituzionale. Le tensioni che hanno investito le valute aderenti agli Accordi europei di cambio nella prima metà del 1993 hanno generato incertezza sull'andamento dei tassi di cambio e di interesse delle valute componenti il paniere e di conseguenza sull'andamento di quelli dell'ECU, sia nel breve, sia nel lungo periodo. L'ampliamento della banda di oscillazione per le valute dei paesi aderenti agli AEC a ± 15 per cento il 2 agosto 1993 ha aumentato la consapevolezza di questi rischi da parte del mercato. Tuttavia, il successivo graduale ritorno a condizioni di

mercato più ordinate e il rientro della maggioranza delle valute all'interno della banda precedente, oppure su livelli molto prossimi a quelli che avevano in precedenza, ha contribuito al formarsi di aspettative di maggiore stabilità.

A livello istituzionale e legale, la fine delle incertezze che si addensavano sulla ratifica del Trattato sulla Unione europea, e la sua entrata in vigore il 1° novembre 1993, ha ravvivato le prospettive dell'UEM. In conformità con l'art. 109g del Trattato di Maastricht, è stata congelata la composizione del paniere dell'ECU con l'entrata in vigore del Trattato, e pertanto si è ridotta l'incertezza circa il valore futuro di tale valuta. Nell'aprile del 1994, la Commissione europea ha adottato tre documenti a carattere legale allo scopo di fornire rassicurazioni ai mercati riguardo lo stato giuridico attuale e futuro dell'ECU nei contratti finanziari e di altro tipo. Il pacchetto comprendeva: una proposta di regolamento del Consiglio, in seguito approvata, che unifica la legislazione esistente sulla composizione del paniere dell'ECU; una Raccomandazione della Commissione sul trattamento giuridico dell'ECU e dei contratti denominati in questa divisa; una nota esplicativa della Commissione sulle nuove clausole contenute nei prospetti relativi alle proprie emissioni obbligazionarie, che assicurano continuità legale tra l'ECU-paniere e la futura moneta unica.

Nonostante i progressi avvenuti nel quadro legale e istituzionale, le persistenti incertezze e l'evoluzione negativa sui mercati obbligazionari mondiali per la maggior parte del 1994 hanno ostacolato il ritorno alle condizioni più distese che prevalevano prima della tempesta valutaria che ha colpito le valute aderenti agli AEC. Tuttavia, nel complesso vi è stato qualche segno di ripresa sul mercato dell'ECU, tenendo conto del periodo di difficoltà e di tensioni nello SME, del mutare delle percezioni del mercato circa le tappe dell'UEM e, più di recente, della fase di depressione che ha interessato i mercati obbligazionari in tutto il mondo.

Dopo una riduzione del 2,8 per cento tra settembre 1992 e settembre 1993, si stima che il volume totale degli strumenti finanziari in ECU si sia ulteriormente contratto del 6,6 per cento nel corso dei dodici mesi terminanti nel settembre del 1994. Dopo aver raggiunto il suo apice nel settembre 1992, il mercato finanziario dell'ECU si è pertanto ridotto del 9,2 per cento, sebbene esso sia tuttora più ampio, del 3,5 per cento, di quanto non fosse nel settembre del 1991.

Nel settore bancario, l'attività di intermediazione non ha ancora recuperato il declino registrato nella seconda metà del 1992. Dopo un periodo di ristagno nei primi nove mesi del 1993, le consistenze totali delle attività e passività bancarie internazionali denominate in ECU si sono ridotte, nei dodici mesi terminanti alla fine di settembre 1994, rispettivamente del 9,9 e del 9,7 per cento. La quota delle transazioni interbancarie è rimasta predominante, ammontando a quasi il 70 per cento delle consistenze delle attività in ECU e a circa l'85 per cento delle passività bancarie. Data l'espansione degli impieghi e della raccolta del credito sui mercati internazionali, la quota di mercato dell'ECU, che era pari al 3,0 per cento alla fine di settembre 1992, si è ridotta al 2,7 per cento, nonostante il consistente accumulo di attività in ECU da parte delle Banche centrali.

Il mercato obbligazionario in ECU ha anch'esso sofferto delle difficoltà dello SME del biennio 1992-93. Tuttavia, l'attività di emissione, che si era quasi arrestata tra la fine del 1992 e l'inizio del 1993, è da allora ripresa. Effettuate inizialmente solo dagli Stati membri della Unione europea e dalle istituzioni impegnate a sviluppare il mercato dell'ECU e a mantenere condizioni di liquidità soddisfacenti, nuove emissioni sono state di recente lanciate anche da operatori privati. Pur tuttavia, l'attività è rimasta più contenuta di quella precedente la crisi valutaria. Nel corso del 1993 le emissioni lorde sono state di poco inferiori ai rimborsi, cosicché le consistenze totali sono rimaste leggermente al di sotto del livello raggiunto alla fine di settembre 1992. Il mercato

secondario delle obbligazioni, la cui liquidità si era ridotta nella seconda metà di quell'anno, si è in seguito parzialmente ripreso. Il numero degli operatori principali (*market makers*) per le obbligazioni in ECU è diminuito in conseguenza delle condizioni stagnanti del mercato. Solo poche emissioni di notevole importo possono essere considerate veramente liquide alla fine del 1994. Gli investitori si sono spostati verso obbligazioni in ECU a più breve scadenza oppure hanno smobilizzato le proprie attività in ECU per rivolgersi a comparti obbligazionari più liquidi, in particolare quelli in marchi tedeschi, franchi francesi e dollari statunitensi.

Tavola 11 **I mercati finanziari dell'ECU**
(consistenze di fine periodo; in miliardi di ECU)

| | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | | | |
|--|-----------|-----------|-----------|---------|----------|-----------|----------|
| | III trim. | III trim. | III trim. | I trim. | II trim. | III trim. | IV trim. |
| Emissioni obbligazionarie, | 111,4 | 130,3 | 126,5 | 125,1 | 125,4 | 124,4 | 124,6 |
| di cui: | | | | | | | |
| - internazionali | 72,3 | 86,3 | 80,2 | 75,6 | 73,5 | 71,6 | 70,6 |
| - nazionali | 39,1 | 44,0 | 46,3 | 49,5 | 51,9 | 52,8 | 54,0 |
| Buoni del Tesoro (nazionali) | 7,9 | 6,9 | 8,3 | 6,2 | 5,4 | 4,7 | 3,5 |
| Carta commerciale e <i>euronotes</i> | 9,5 | 8,6 | 6,5 | 6,1 | 6,1 | 6,4 | 6,7 |
| Finanziamenti bancari ^(a) | 60,7 | 66,5 | 66,6 | 65,4 | 61,9 | 59,9 | ... |
| Totale: | 189,5 | 213,3 | 207,9 | 202,8 | 198,8 | 195,4 | ... |
| Stima delle duplicazioni ^(b) | -20,0 | -20,0 | -20,0 | -20,0 | -20,0 | -20,0 | ... |
| Totale stimato | 169,5 | 193,3 | 187,9 | 182,8 | 178,8 | 175,4 | ... |
| Attività bancarie, di cui: | 175,7 | 198,0 | 196,0 | 188,2 | 182,4 | 176,4 | ... |
| - nei confronti di entità non bancarie ^(c) | 46,1 | 61,6 | 61,0 | 59,0 | 55,4 | 54,6 | ... |
| Passività bancarie, di cui: | 180,9 | 200,7 | 191,9 | 186,3 | 180,3 | 173,1 | ... |
| - nei confronti di entità non bancarie ^(c) | 28,7 | 34,9 | 30,9 | 28,4 | 27,5 | 26,9 | ... |
| Per memoria: | | | | | | | |
| ECU privati detenuti dalle Banche centrali | 28,8 | 18,9 | 19,1 | 24,1 | 24,8 | 24,0 | 23,7 |
| Volume degli scambi di titoli in ECU ^(d) | 1143,7 | 1473,6 | 333,6 | 370,3 | 395,0 | 402,0 | ... |
| <i>in percentuale del totale degli scambi in tutte le valute</i> | 16,0 | 13,3 | 6,1 | 5,5 | 6,6 | 6,9 | ... |

Fonti: BRI, Euroclear e Cedel.

(a) Finanziamenti al beneficiario finale e a banche residenti al di fuori dell'area di rilevazione. Dati stimati.

(b) La duplicazione tra il settore bancario e quello dei titoli è dovuta alla sovrapposizione tra l'attività tradizionale di deposito e di prestito delle banche e quella che svolgono sul mercato finanziario in quanto emittenti e investitori in titoli in ECU. In mancanza di dati precisi, l'entità della duplicazione può solo essere stimata.

(c) Comprende solo le entità non bancarie.

(d) Mercato primario e secondario. Obbligazioni nazionali e euroobbligazioni a tasso fisso, obbligazioni convertibili, *notes* a tasso variabile, certificati di deposito, *notes* a breve e a medio termine.

Il mercato, già relativamente contenuto, degli euro-titoli a breve e a medio termine denominati in ECU è stato praticamente stagnante in termini assoluti per tutto il periodo di riferimento e, confrontato con la sostenuta attività in altri segmenti di mercato, ha perso quote di mercato. Le consistenze di Buoni del Tesoro denominati in ECU emessi sui mercati nazionali sono rimaste costanti nel Regno Unito e sono diminuite in Italia.

L'evoluzione del mercato dei prodotti derivati in ECU ha rispecchiato gli sviluppi dei mercati sottostanti. Il volume degli scambi sul MATIF di contratti *futures* di tasso d'interesse sulle obbligazioni in ECU a lungo termine, che era già diminuito all'inizio del 1993 rispetto all'apice raggiunto nell'anno precedente, nel secondo trimestre del 1994 si è attestato nuovamente sui livelli registrati prima della crisi in seno agli AEC e si è stabilizzato nel prosieguo. Sul LIFFE, il volume degli scambi di contratti *futures* di tasso d'interesse a tre mesi ha registrato livelli senza precedenti nei mesi antecedenti e successivi all'ampliamento della banda di oscillazione delle valute AEC. In seguito, esso è calato di nuovo, ma si è stabilizzato nella seconda metà del 1994 su livelli molto superiori a quelli registrati prima della crisi valutaria.

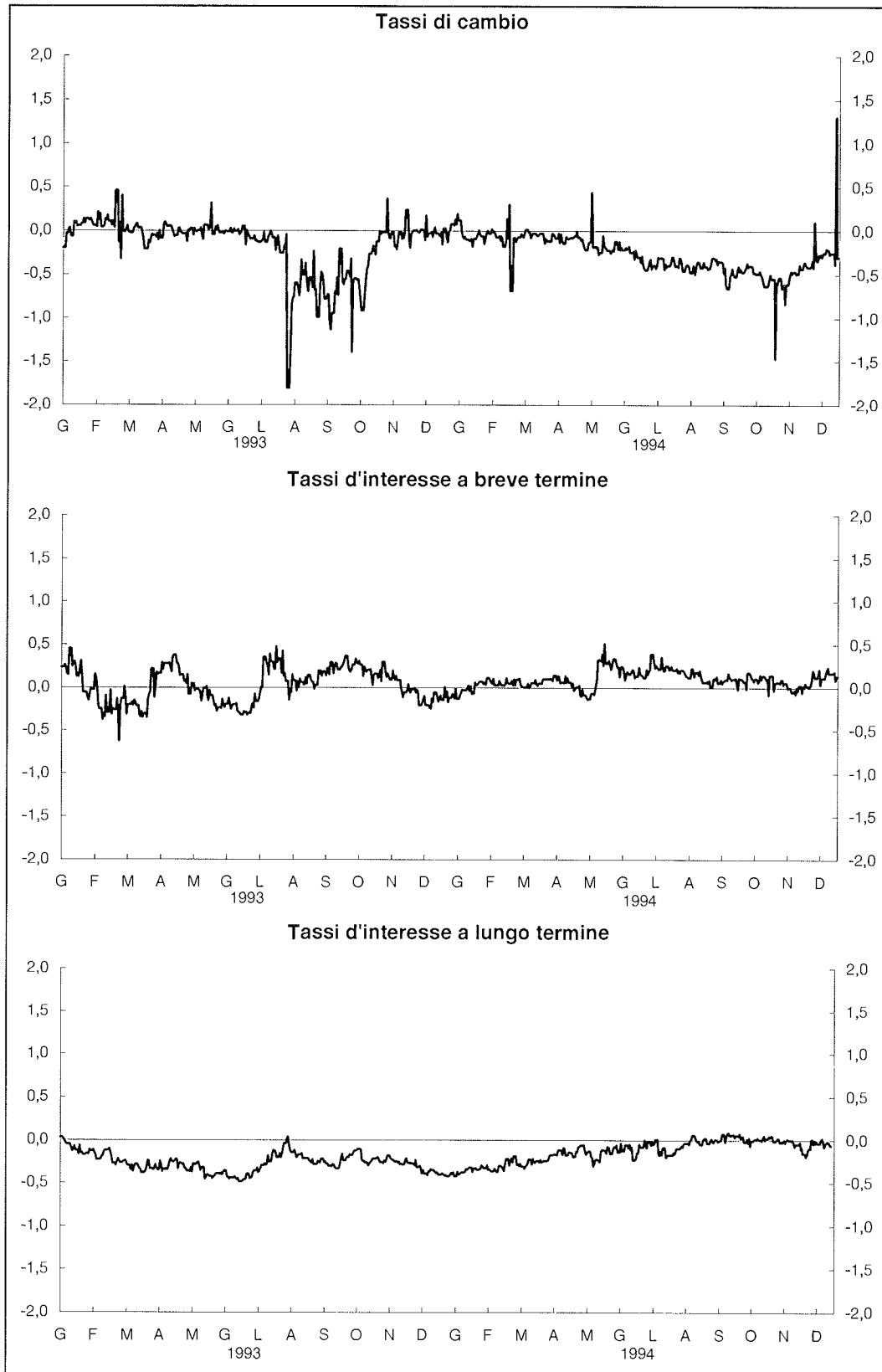
Diversamente dalla seconda metà del 1992, le pressioni cui sono state sottoposte le valute aderenti agli AEC nella prima metà del 1993 non hanno generato rilevanti differenziali tra il tasso di cambio teorico del paniere di valute e quello dell'ECU di mercato, eccettuato nel periodo in cui è stato deciso l'ampliamento della banda di oscillazione delle valute AEC, quando il differenziale raggiunse i 150 punti base. Il ritorno graduale a condizioni più calme sul mercato dei cambi ha contribuito a ridurre notevolmente i differenziali verso la fine del 1993. Dal secondo trimestre del 1994 in poi però, essi si sono ampliati nuovamente, raggiungendo i 50 punti base e sono rimasti su questo livello fino alla fine di settembre 1994; nell'ultimo trimestre dell'anno la forbice si è in parte richiusa. Gli ampi smobilizzi di obbligazioni in ECU ricordati in precedenza, in condizioni di relativa illiquidità del mercato, possono in parte spiegare quest'evoluzione.

I differenziali tra il tasso d'interesse dell'ECU teorico e quello di mercato sono rimasti in una fascia piuttosto contenuta per tutto il biennio scorso. Nel segmento a breve termine (eurodepositi a tre mesi), il differenziale è oscillato tra valori positivi e negativi non superando mai i 50 punti base. Per le scadenze più lunghe, l'evoluzione dei differenziali tra i rendimenti dell'ECU teorico e di mercato ha seguito più da vicino, e comunque più che in passato, quella dei tassi d'interesse a breve termine. Nella prima metà del 1994, i tassi di mercato sono stati leggermente inferiori a quelli teorici (di 10-50 punti base); il differenziale si è pressoché annullato nella seconda metà del 1994.

Per quel che riguarda lo stato giuridico dell'ECU, un'indagine condotta dal Comitato dei Governatori nel novembre del 1993, che seguiva un'ampia rassegna effettuata dalla Commissione della UE sugli ostacoli normativi che si frappongono all'uso dell'ECU, ha confermato che in tutti gli Stati della Unione, tranne due, l'ECU è formalmente considerato una valuta estera. Tuttavia, l'eliminazione dei residui vincoli valutari ai movimenti di capitali ha ridotto le diversità di trattamento delle divise estere, ivi compreso l'ECU, rispetto alle valute nazionali.

Di recente, sono state avviate molte iniziative per migliorare le rilevazioni statistiche sull'utilizzo dell'ECU nelle transazioni commerciali, sulla denominazione dei flussi finanziari nel bilancio della Unione europea e sulle transazioni denominate in ECU nelle statistiche di bilancia dei pagamenti. Nel quadro di queste iniziative, alla fine del 1994, la Commissione europea ha effettuato uno studio delle transazioni regolate nel sistema di compensazione dell'ECU per individuarne l'origine. Dal campione analizzato emerge che il volume annuo totale di transazioni in ECU di origine non finanziaria ammonta a circa 88 miliardi di ECU, pari a quasi l'1 per cento di tutte le transazioni regolate nel sistema di compensazione dell'ECU.

Figura 9 Differenziali tra i tassi dell'ECU di mercato e dell'ECU teorico
(valori percentuali)



Fonte: Statistiche nazionali.

3.2 La sorveglianza sul sistema di compensazione dell'ECU

Il sistema di compensazione dell'ECU fu creato nel febbraio del 1986 e divenne pienamente operante dall'aprile dell'anno successivo. Si tratta di un sistema privato, ideato e sviluppato per sostituire il vecchio schema di regolamento delle operazioni in ECU, basato su conti reciproci di regolamento nelle valute componenti, che era stato istituito nel 1982 da un ristretto gruppo di banche commerciali attive sul mercato dell'ECU. Esso è l'unico sistema che tratta e regola le transazioni in ECU. Le banche di compensazione partecipanti trattano gli ordini di pagamento propri e quelli per conto delle banche corrispondenti che detengono conti in ECU presso di esse; i loro saldi netti multilaterali sono regolati sui conti aperti presso la Banca dei Regolamenti Internazionali.

Nel 1994 le Banche di compensazione sono diventate 45; il volume degli scambi è stato pari a circa 6.000 transazioni al giorno, per un valore medio di 50 miliardi di ECU. In termini di dimensioni, il sistema di compensazione dell'ECU è il terzo sistema automatizzato di regolamento netto della Unione europea, dopo l'EAF in Germania e il CHAPS nel Regno Unito.

La sorveglianza sul sistema è stata esercitata dal 1992 nell'ambito del Comitato dei Governatori. Dal gennaio del 1994, in forza dei compiti assegnatigli dal Trattato, questa competenza è passata all'IME. La sorveglianza ha come obiettivo fondamentale quello di assicurare alle Banche centrali della Unione europea che: a) l'operatività del sistema non ponga rischi sistemici insostenibili per il mercato dell'ECU e per i mercati nazionali della UE; b) i rischi corsi dalle banche aderenti siano sotto controllo.

In questo contesto, l'IME cerca di assicurare che l'Associazione bancaria per l'ECU (*Ecu Banking Association*, ABE), che gestisce il sistema, prenda misure atte a ridurre sostanzialmente i rischi sistemici. Quest'azione è in linea con le politiche di riduzione dei rischi perseguite dalle Banche centrali della Unione europea nei rispettivi paesi. Attraverso contatti regolari con il Segretariato dell'ABE, l'IME raccoglie informazioni sul funzionamento della compensazione e tiene al corrente le Banche centrali della Unione di ogni sviluppo in materia. Incontri diretti tra le banche di compensazione e le rispettive Banche centrali completano l'azione dell'IME.

Nel corso degli anni, si è avuto un intenso dialogo con l'ABE e sono state adottate alcune misure per adeguare il sistema di compensazione dell'ECU ai principi stabiliti nel 1990 dal *Rapporto sugli schemi di compensazione interbancari*. La prima di esse, introdotta nel 1993, consiste in un sistema di limiti sui saldi multilaterali netti di fine giornata di ogni partecipante. Lo scopo di questa misura è quello di sollecitare le banche a una migliore gestione dei propri flussi di pagamento al fine di ridurre i rischi nei quali esse stesse incorrono e quelli che possono produrre a carico di altri partecipanti. Questi limiti costituiscono la base per gli accordi di liquidità e di ripartizione delle perdite, predisposti per assicurare la regolare chiusura giornaliera della compensazione, anche nell'eventualità che il partecipante con la posizione debitoria più elevata non sia in grado di far fronte alle proprie obbligazioni alla fine della giornata.

Attualmente sono previste sanzioni pecuniarie se i limiti vengono superati, ma non è previsto che il sistema rigetti un pagamento allorché esso produce il superamento del limite da parte di una banca. L'ABE ha pertanto riconosciuto la necessità di introdurre limiti infragiornalieri vincolanti, attivi continuamente nel corso della giornata operativa. Questi limiti verranno applicati entro giugno 1996. Inoltre, sebbene dal punto di vista tecnico, il sistema di limiti infragiornalieri non sarà pienamente funzionante prima di allora, già prima di detta data sarà possibile effettuare il controllo delle esposizioni infragiornaliere e le banche di compensazione potranno impegnarsi, su base volontaria, a rispettare i limiti. Oltre alle misure ricordate, il Consiglio dell'IME ha anche richiamato

l'ABE sulla necessità di introdurre un sistema di deposito di garanzie in titoli e su quella di rafforzare il fondamento giuridico del sistema mediante accordi contrattuali.

Per quanto concerne il futuro del sistema nella terza fase dell'UEM, esso potrà continuare a operare come sistema di compensazione privato, accanto e in concorrenza con altri sistemi, purché esso soddisfi adeguati criteri di sicurezza.

4. La cooperazione tra le Banche centrali

4.1 Il sistema dei pagamenti

La cooperazione tra Banche centrali nazionali nel campo dei sistemi di pagamento si è incentrata su tre temi principali: a) la sorveglianza cooperativa dei sistemi di pagamento; b) il conseguimento di caratteristiche minime comuni nei sistemi di pagamento nazionali; c) le carte prepagate.

La cooperazione nell'attività di sorveglianza sui sistemi di pagamento

Le Banche centrali degli Stati membri sorvegliano l'evoluzione dei mercati interbancari nazionali e dei sistemi di pagamento e regolamento ad essi associati. Questo compito discende direttamente dalla funzione primaria della Banca centrale come produttore di base monetaria, il mezzo di pagamento finale dell'economia. L'obiettivo principale della sorveglianza è cercare di assicurare il buon funzionamento dei sistemi di pagamento e proteggere il sistema finanziario da possibili "contagi" che possono aversi quando uno o più partecipanti a un sistema di pagamento hanno problemi di credito o di liquidità. Diversamente dalla vigilanza bancaria, la sorveglianza sui sistemi di pagamento ha come oggetto il sistema nel suo complesso (cioè il sistema di trasferimento dei fondi) e non i singoli aderenti.

In risposta alle sollecitazioni rivenienti dall'applicazione della Seconda Direttiva di Coordinamento Bancario (2BCD), adottata dal Consiglio delle Comunità europee nel 1988, le Banche centrali della UE hanno fissato i principi che regolano la cooperazione nell'attività di sorveglianza sull'accesso ai sistemi di pagamento nazionali da parte di non residenti. La Direttiva infatti sancisce il principio secondo cui la responsabilità primaria della vigilanza sulle succursali di enti creditizi autorizzati in un altro paese della UE spetta alle autorità del paese d'origine (ossia alle autorità del paese membro della UE dove è stata autorizzata l'istituzione), mentre limitata è la competenza delle autorità del paese ospitante (ossia il paese membro dove è situato il sistema dei pagamenti). Alla fine di novembre 1994, 162 filiali di istituzioni creditizie straniere partecipavano direttamente in sistemi interbancari di trasferimento di fondi per pagamenti di importo elevato di altri paesi della UE, tra cui 107 succursali di banche comunitarie e 55 di banche di paesi non appartenenti alla UE. Senza lo strumento della cooperazione nella sorveglianza, la Banca centrale del paese ospitante non potrebbe disporre delle informazioni necessarie all'esercizio della funzione di controllo sul proprio sistema dei pagamenti nazionale, che in precedenza veniva assicurato dalla vigilanza diretta sulle filiali di banche estere.

Nel 1993, nell'ambito del Comitato dei Governatori, le autorità dei diversi paesi hanno stretto accordi di cooperazione in questo campo. Si tratta di accordi generali che regolano lo scambio di informazioni tra le Banche centrali e le altre autorità di vigilanza, nel rispetto degli obblighi di riservatezza di queste ultime. Si è concordato che, in circostanze normali, lo scambio di informazioni tra paesi deve avvenire esclusivamente

tra Banche centrali oppure tra autorità di vigilanza. Si è inoltre decisa la creazione di un "Osservatorio" sui sistemi di pagamento della UE presso l'IME.

L'Osservatorio, istituito nel settembre del 1994, raccoglie e diffonde le informazioni non riservate e gestisce un elenco aggiornato delle norme operative dei sistemi interbancari di trasferimento di fondi nei paesi membri della UE; dei responsabili in ciascuna Banca centrale che possono essere contattati qualora insorgano problemi nel campo dei sistemi di pagamento, al fine di facilitare lo scambio di informazioni tra le Banche centrali e in particolare in caso di crisi e, infine, un elenco dei partecipanti stranieri (e, se del caso, dei partecipanti mediante accesso remoto) nei sistemi interbancari di trasferimento di fondi nei paesi membri della UE.

Definizione delle caratteristiche minime comuni dei sistemi di pagamento della UE

Nel 1992 il Comitato dei Governatori effettuò un'analisi comparata dei sistemi di pagamento nella UE; tale analisi fu pubblicata nel settembre di quell'anno con il titolo *Payment Systems in EC Member States*, conosciuto anche come *Blue Book* (ne verrà pubblicata una nuova versione nel 1996). Questo rapporto ha rivelato differenze notevoli tra i sistemi di trasferimento di fondi all'ingrosso dei paesi della UE, in particolare per quanto riguarda le norme di accesso, le misure di controllo dei rischi, gli aspetti giuridici e tecnici, le politiche tariffarie e gli orari operativi. Le differenze tra i sistemi interbancari di pagamento possono influire sull'ordinata effettuazione dei pagamenti internazionali e distorcere la concorrenza. Esse possono, inoltre, mettere a repentaglio l'integrità e la stabilità dei sistemi di pagamento nazionali e internazionali, dato che l'integrità di un intero sistema dipende dalla sua componente più debole. Infine, le differenze possono far nascere opportunità di arbitraggio "normativo" spingendo i partecipanti a eseguire i propri pagamenti nei sistemi meno costosi ma, forse per questo, non sufficientemente protetti. Gli effetti di queste distorsioni possono aumentare in un'area monetaria unificata. Per scongiurare questi rischi è necessario che alcune caratteristiche minime, da cui dipendono l'integrità e la sicurezza dell'intero sistema, siano comuni a tutti i sistemi interbancari di trasferimento di fondi dei paesi membri della UE. Gli obiettivi delle Banche centrali della UE in questa materia sono illustrati nel rapporto *Caratteristiche minime comuni dei sistemi di pagamento nazionali*, pubblicato dal Comitato dei Governatori nel novembre del 1993. In esso vengono formulati dieci principi per l'armonizzazione dei sistemi nazionali in aree critiche quali le norme di accesso, le misure per il controllo dei rischi, gli aspetti giuridici, tecnici e operativi.

La principale linea di azione delle Banche centrali della UE, il cui obiettivo è la minimizzazione del rischio sistemico connesso coi circuiti interbancari di pagamento, concerne la realizzazione, in tutti i paesi membri, di un sistema di regolamento lordo in tempo reale per i pagamenti di importo elevato (RTGS). Un sistema di questo tipo consente l'eliminazione dei rischi che derivano dalla non coincidenza tra l'invio dell'istruzione di pagamento e il regolamento della stessa che è connaturata a un sistema di regolamento su base netta. Inoltre, un sistema di regolamento lordo fornisce un importante servizio non solo perché esso assicura il regolamento finale delle obbligazioni rivenienti da transazioni immesse tramite altri sistemi di compensazione ma anche perché consente la realizzazione di varie forme di regolamento con "consegna contro pagamento" per le transazioni in titoli e in cambi. Inoltre, i sistemi di regolamento lordo in tempo reale verranno collegati per formare, nella terza fase, un RTGS per l'intera UEM.

Una seconda direttrice è quella di consentire che i sistemi di compensazione per i pagamenti di importo elevato che effettuano il regolamento presso la Banca centrale possano continuare a operare parallelamente ai sistemi RTGS, purché essi effettuino il regolamento su base giornaliera e soddisfino i requisiti di sicurezza stabiliti nel *Rapporto*

sugli schemi di compensazione interbancari pubblicato nel 1990 dalla Banca dei Regolamenti Internazionali.

Una terza linea di azione ribadisce la necessità di fissare criteri per il controllo dell'accesso ai sistemi di pagamento. L'accesso diretto ai sistemi interbancari di trasferimento di fondi dovrebbe essere riservato esclusivamente agli enti creditizi assoggettati a vigilanza, come definiti nella Seconda Direttiva di Coordinamento Bancario, ad alcuni enti pubblici e ad alcune istituzioni finanziarie, anch'esse soggette a vigilanza, poiché solo queste istituzioni possiedono livelli adeguati di solidità finanziaria e capacità gestionali e possono disporre della necessaria liquidità in brevissimo tempo. In questo campo è vietata qualsiasi discriminazione tra istituzioni creditizie nazionali e quelle autorizzate in un altro paese della UE. Inoltre, dovranno essere stabilite e rese note a tutti gli operatori regole trasparenti di accesso, di esclusione e di sospensione temporanea di un partecipante al sistema. Infine, il citato rapporto esamina altri principi che riguardano il fondamento giuridico dei sistemi di pagamento nazionali, la necessità di introdurre *standard* bancari compatibili ed efficienti canali di comunicazione tra i sistemi dei pagamenti nazionali; le politiche tariffarie adottate dalle Banche centrali e gli orari operativi dei principali sistemi dei pagamenti della UE.

Con l'aiuto delle Banche centrali, l'IME ha effettuato una valutazione generale di conformità delle caratteristiche principali dei sistemi interbancari di trasferimento fondi dei paesi della UE ai principi enunciati nel rapporto del novembre del 1993. I risultati più rilevanti sono riassunti in una relazione sugli sviluppi di questi sistemi nel 1994 ("Sviluppi nei sistemi di pagamento della UE nel 1994") che costituisce il seguito del rapporto del 1993 e che è stata resa nota alle comunità bancarie nazionali nel febbraio di quest'anno.

Quest'analisi conferma che lo sforzo principale attualmente dispiegato in materia di sistemi di pagamento si concentra sulla progettazione e sulla realizzazione di sistemi RTGS in tutti i paesi della UE. Sebbene sistemi di questo tipo siano già operanti solo in sei paesi e la maggioranza dei pagamenti di importo elevato siano regolati tramite sistemi di compensazione, è ora previsto che in tutti i paesi della UE, tranne in due, opereranno sistemi RTGS entro la fine del 1996. Si prevede che per quella data tutti i pagamenti all'ingrosso in nove paesi verranno trattati nei sistemi RTGS. Pertanto, la cooperazione tra istituzioni creditizie e Banche centrali dovrà continuare per evitare che vi siano ritardi nell'avvio di questi sistemi, in particolare in vista della realizzazione del sistema TARGET all'inizio della terza fase.

In alcuni sistemi di compensazione sono state adottate misure per il controllo dei rischi. In alcuni paesi questi sistemi verranno probabilmente abbandonati, almeno per quanto riguarda i pagamenti di elevato ammontare, quando i sistemi RTGS entreranno pienamente in funzione. Inoltre, la collaborazione tra IME e Banche centrali della UE dovrà estendersi anche a nuove materie. In primo luogo, occorrerà studiare più approfonditamente le condizioni di partecipazione diretta al sistema dei pagamenti di uno Stato membro da parte delle istituzioni creditizie che non hanno presidi sul territorio di quel paese (problema dell'"accesso remoto"). In secondo luogo, dovrà proseguire il lavoro per assicurare una base giuridica certa e vincolante ai sistemi dei pagamenti nazionali: attualmente si sta operando per rimuovere, per il 1996, le incertezze ancora esistenti negli ordinamenti giuridici nazionali e le incompatibilità tra i diversi ordinamenti.

Infine, si esamineranno più attentamente le questioni riguardanti i pagamenti al dettaglio, conformemente alle disposizioni del Trattato di Maastricht, che affida all'IME il compito di "promuove[re] l'efficienza dei pagamenti transfrontalieri" in preparazione alla terza fase. In particolare l'IME inviterà le banche ad evitare la proliferazione di *standard* bancari incompatibili.

Le carte prepagate

La carta prepagata multiuso (o borsellino elettronico) è una carta di plastica che contiene effettivo potere d'acquisto, per il quale l'utente ha già versato il corrispettivo anticipatamente. Non rientrano in questa categoria le carte che consentono un utilizzo esclusivo (ad esempio le carte telefoniche) o comunque limitato a determinati servizi (ad esempio solo all'interno di una data società commerciale). Sebbene gli sviluppi nel campo dei borsellini elettronici siano ancora a uno stadio iniziale, vi è la possibilità reale che queste carte proliferino in futuro. In particolare, se esse venissero usate in molti esercizi commerciali, entrerebbero in concorrenza non solo con gli altri strumenti di pagamento diversi dal contante ma anche con le banconote e le monete metalliche emesse dalle Banche centrali e dalle altre autorità monetarie.

Data la potenziale ampia accettabilità delle carte prepagate, sia l'IME, sia le Banche centrali della UE hanno analizzato questa materia. La relazione sulle carte prepagate è stata trasmessa alla comunità bancaria e agli altri enti interessati nel maggio dello scorso anno. Duplice era l'obiettivo dell'analisi contenuta in essa: a) verificare che l'introduzione di questo nuovo strumento di pagamento non abbia un'influenza negativa sulla fiducia del pubblico nel sistema e nei mezzi di pagamento e b) valutare le implicazioni di carattere pratico per l'attività della Banca centrale dei possibili sviluppi delle carte prepagate.

La principale conclusione raggiunta da quest'analisi è che il diritto ad emettere borsellini elettronici deve essere riservato alle istituzioni creditizie al fine di: a) proteggere i consumatori dalle conseguenze di un eventuale fallimento degli emittenti; b) salvaguardare l'integrità dei sistemi di pagamento al dettaglio; c) facilitare la conduzione della politica monetaria; d) assicurare parità concorrenziale tra gli enti emittenti.

Per quanto riguarda le carte prepagate già in uso al maggio del 1994, le Banche centrali interessate possono convenire che gli emittenti di borsellini elettronici non debbano essere istituzioni creditizie vere e proprie purché essi in primo luogo forniscano servizi di pagamento solo in territorio nazionale, in secondo luogo siano soggetti a opportuna regolamentazione, in particolare rispetto alle esigenze di liquidità e, infine, siano soggette alle stesse autorità di vigilanza nazionali cui compete la vigilanza sugli enti creditizi.

Sotto l'egida dell'IME, le Banche centrali della UE continueranno lo scambio di informazioni su ogni progetto di rilievo riguardante le carte prepagate e vigileranno sugli sviluppi di questo nuovo strumento di pagamento.

4.2 La vigilanza bancaria

Ai sensi dello Statuto, è compito fondamentale dell'IME "procedere[re] a consultazioni su questioni che rientrano nelle competenze delle Banche centrali nazionali e riguardano la stabilità di istituti e mercati finanziari". Mentre la responsabilità per l'esercizio della vigilanza prudenziale resta di competenza delle autorità nazionali, all'IME è affidato il compito di promuovere la cooperazione su questioni di natura macroprudenziale, che hanno conseguenze per la stabilità delle istituzioni e dei mercati finanziari. Nell'adempimento di tale compito, l'IME è assistito dal Sottocomitato per la Vigilanza Bancaria, composto da rappresentanti delle Banche centrali e degli organi di vigilanza. Nel biennio 1993-94 le consultazioni tra le autorità di vigilanza nazionali hanno riguardato una serie di argomenti, tra cui: a) l'attuazione della Seconda Direttiva di Coordinamento Bancario; b) la gestione delle crisi; c) le procedure di liquidazione; d) la fragilità finanziaria; e) le centrali dei rischi.

La Seconda Direttiva di Coordinamento Bancario

Il 1° gennaio 1993 è entrata in vigore la Seconda Direttiva di Coordinamento Bancario che ha dato l'avvio al Mercato unico per il settore bancario. La Direttiva sancisce la libertà delle istituzioni creditizie con sede in un paese della UE di offrire servizi finanziari in tutto il territorio della Unione sia attraverso l'apertura di proprie succursali, sia direttamente da un paese all'altro. In questo contesto, l'attività di vigilanza è basata sul principio del "controllo del paese d'origine", in virtù del quale la responsabilità della vigilanza fa capo principalmente alle autorità dello Stato membro nel quale l'ente creditizio è stato autorizzato. Questo principio si applica anche agli enti che sono stati autorizzati in uno degli stati aderenti agli Accordi SEE (salvo nei casi in cui vi siano diverse clausole di reciprocità nei confronti di paesi terzi).

L'applicazione di questo principio richiede che le autorità di vigilanza del paese d'origine e quelle del paese ospitante operino in stretta collaborazione: le modalità di questa collaborazione sono state definite mediante accordi bilaterali (*Memoranda of understanding*) tra le autorità degli Stati membri. Le consultazioni tra gli organi di vigilanza si sono incentrate in larga misura sull'analisi dei numerosi aspetti di politica bancaria relativi alla concreta attuazione della Seconda Direttiva, emersi in particolare nel corso del completamento degli accordi bilaterali.

La gestione delle crisi

Nel quadro dell'applicazione della Seconda Direttiva, e tenendo presenti le difficoltà sperimentate da alcune banche internazionali, sono state esaminate le questioni relative all'origine delle crisi bancarie e alle modalità della loro gestione dal punto di vista della vigilanza sugli enti creditizi della UE. In particolare, gli scambi di opinioni si sono incentrati sulla necessità sia di condividere le informazioni tra autorità di vigilanza bancaria sia di coordinare gli interventi di vigilanza nel caso in cui emerga una crisi, dato che i *Memoranda of understanding* riguardano soprattutto lo scambio di informazioni su base continuativa e in misura minore la collaborazione nella gestione delle crisi bancarie.

Sebbene ogni crisi sia un caso a sé stante e debba essere gestita secondo le specifiche circostanze, si è ritenuto opportuno stilare un elenco di principi che siano d'aiuto alle autorità di vigilanza nel caso in cui la crisi coinvolga una banca presente in più paesi della Unione europea. Uno dei principi chiave è che l'autorità di vigilanza del paese d'origine deve fungere da coordinatore del flusso di informazioni e di qualsiasi azione di vigilanza (*lead supervisor*). Perché questi principi risultino efficaci, si deve tenere conto dell'attività di sorveglianza da parte di autorità che non fanno parte della UE per quei casi in cui le istituzioni creditizie effettuino operazioni al di fuori della UE.

Nel contesto della gestione delle crisi bancarie, sono stati analizzati i punti di contatto tra l'attività di vigilanza e quella di prestatore di ultima istanza, allo scopo di fornire un quadro comparato dell'attuale situazione negli Stati membri.

Questioni relative alla liquidazione

Le consultazioni hanno riguardato aspetti relativi all'ordinata liquidazione di una banca operante in più paesi della UE. Si è preso atto che i diversi ordinamenti giuridici e le diverse procedure fallimentari in vigore negli Stati membri possono creare difficoltà di coordinamento dell'azione di vigilanza.

Il primo problema è quello della compatibilità tra il principio secondo cui la responsabilità primaria della vigilanza prudenziale delle filiali fa capo all'autorità di vigilanza del paese d'origine e le procedure di liquidazione che restano regolate dalla

legge nazionale. In particolare, le autorità di vigilanza dei paesi della UE, in quanto autorità ospitanti, non hanno la medesima facoltà d'intraprendere un'azione legale nei confronti di una filiale di una banca estera; ciò potrebbe essere d'ostacolo al coordinamento con le autorità di vigilanza di un altro Stato membro. In secondo luogo, le procedure fallimentari disposte nei confronti di una banca nel paese d'origine possono non essere riconosciute valide in altre giurisdizioni dove operano le sue filiali. Infine, l'esistenza di normative fallimentari diverse, che comportano un differente trattamento delle attività del soggetto posto in liquidazione (considerazione dell'ente come soggetto unico o come pluralità di soggetti) potrebbe tradursi in una discriminazione tra i depositanti di diversi Stati membri.

Queste problematiche sono state presentate al Consiglio delle Comunità europee da parte del Presidente del Comitato dei Governatori che ha sollecitato la continuazione dei lavori, con carattere di priorità, sulla proposta di direttiva sulla liquidazione allo scopo di definire una normativa fallimentare armonizzata in tutta la UE. Dato che le procedure fallimentari possono coinvolgere paesi non appartenenti alla UE, si è anche tenuto conto del lavoro che si sta svolgendo parallelamente su questi temi nell'ambito del Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria.

La fragilità finanziaria

La fragilità finanziaria degli enti creditizi (l'esistenza o il possibile manifestarsi di pressioni in grado di minare la solidità finanziaria di un istituto) è al centro dell'attenzione delle autorità che esercitano funzioni di vigilanza. La situazione di difficoltà in cui può trovarsi un ente può riflettersi su altre istituzioni creditizie al punto da mettere a repentaglio la solidità dell'intero sistema bancario (rischio sistemico). Nell'ambito delle consultazioni in corso, è stata effettuata un'indagine sul modo in cui si manifesta nel sistema bancario la fragilità finanziaria e sui suoi effetti. Uno dei principali risultati che emergono dall'indagine è che il grado di fragilità all'interno del sistema bancario potrebbe essere aumentato considerevolmente negli anni più recenti. Si è in particolare osservato che il rischio di credito resta la principale categoria di rischio cui sono esposte le istituzioni creditizie ed è la prima fonte di perdite.

In un ambiente operativo in mutamento, le istituzioni creditizie devono far fronte all'aumento della concorrenza non solo all'interno dello stesso sistema bancario ma anche, in certa misura, da parte delle istituzioni finanziarie non bancarie. La tradizionale attività di prestito viene esercitata in un contesto di maggiore concorrenza e ciò può portare nel lungo periodo all'affievolirsi della redditività delle istituzioni creditizie. Inoltre, le pressioni concorrenziali, nonché il progresso tecnologico, spingono le banche a limitare la loro presenza nella tradizionale attività bancaria per ricercare opportunità di profitto in nuovi settori (negoiazione titoli, prodotti derivati, strumenti non finanziari, etc.), ricerca che le espone a un'ampia gamma di possibili rischi.

Il rapido evolversi del sistema finanziario pone nuove sfide alle autorità che esercitano la funzione di vigilanza, cui è richiesto di valutare l'adeguatezza della strategia delle istituzioni creditizie rispetto alle risorse gestionali e alle condizioni complessive del mercato. A questo riguardo, l'indagine ricordata dianzi sottolinea alcune preoccupazioni delle autorità che derivano dall'analisi delle strategie delle banche in risposta all'operare delle forze del mercato.

Alla luce dei risultati dell'indagine, si è deciso di avviare un nuovo studio in materia, che analizzi i mutamenti intervenuti negli ultimi anni nel modo in cui le banche gestiscono il rischio di credito, con particolare riguardo alla selezione del rischio, all'attività di monitoraggio e alle politiche di prezzo. In futuro, ci si volgerà allo studio dei primi segnali

di fragilità finanziaria e ai fattori che potrebbero influire sulle capacità concorrenziali delle banche nel lungo periodo.

Le centrali dei rischi

Un altro argomento di studio è stata l'analisi delle caratteristiche e delle funzioni delle centrali dei rischi (CR) esistenti negli Stati membri e l'impatto della Seconda Direttiva di Coordinamento Bancario sulla loro potenziale efficacia.

Nel 1994, le centrali dei rischi di cinque paesi (Belgio, Francia, Germania, Italia e Spagna) hanno avviato, su base sperimentale e per sei mesi, uno scambio di informazioni sui prenditori di fondi, a fini di vigilanza. Dato che l'esperimento ha avuto un buon esito è stato deciso di proseguire lo scambio delle informazioni su base permanente; una volta superati alcuni problemi di carattere giuridico, tale progetto riguarderà anche gli altri due paesi della UE dove sono attive centrali dei rischi (Austria e Portogallo).

Per permettere agli Stati membri della UE che non dispongono di centrali dei rischi di valutarne l'utilità, verrà loro concesso di accedere - su base sperimentale, senza costi, solamente per un periodo di sei mesi e per esclusive finalità di vigilanza - ai dati contenuti nelle CR; in cambio questi paesi dovranno fornire informazioni sui grandi fidi, qualora le loro controparti lo richiedano.

La maggior parte delle CR prevedono l'invio di un flusso informativo di ritorno per le banche segnalanti, poiché tale servizio viene considerato come parte integrante del processo di vigilanza. Le informazioni contenute nelle CR possono in effetti essere utilizzate dalle banche per migliorare la propria gestione dei rischi; pertanto, al fine di rendere possibile l'accesso ai dati delle CR di diversi paesi da parte delle banche segnalanti è in corso uno studio dei problemi tecnici e legali che attualmente lo impediscono.

5. Altri compiti

5.1 Compiti operativi (SME/FECOM)

Ai sensi dell'articolo 109f, paragrafo 2, del Trattato, dal 1° gennaio 1994 l'IME ha assunto i compiti precedentemente svolti dal Fondo Europeo di Cooperazione Monetaria (FECOM). Questi compiti riguardano la gestione dei meccanismi del Sistema monetario europeo (SME) (il meccanismo finanziario a brevissimo termine, il meccanismo di sostegno monetario a breve termine, la creazione di ECU ai fini dell'attuazione dell'Accordo SME) e la gestione delle operazioni di assunzione ed erogazione di prestiti effettuate dalla Comunità in base al meccanismo di sostegno unico finanziario a medio termine.

Conformemente all'articolo 1, paragrafo 3, dello Statuto dell'IME, le attività e passività del FECOM sono state automaticamente trasferite all'IME con decorrenza dal 1° gennaio 1994. Tuttavia, degli aspetti amministrativi delle funzioni operative dell'IME si è finora occupata la BRI sulla base di un accordo tra quest'ultima e lo stesso IME. A partire dal mese di maggio 1995, la funzione amministrativa sarà pienamente assunta dall'Istituto monetario europeo.

I meccanismi dello SME

L'IME effettua le operazioni connesse alla creazione, all'utilizzo e alla remunerazione degli ECU ufficiali. A questo fine, l'Istituto esegue in particolare *swaps* con le Banche centrali della UE che partecipano agli Accordi europei di cambio (AEC), e riceve contributi volontari di attività di riserva in contropartita di ECU ufficiali. Con le operazioni di *swap* vengono emessi ECU ufficiali in favore delle Banche centrali della Unione europea a fronte di un contributo pari al 20 per cento delle loro disponibilità in oro e delle riserve ufficiali lorde di dollari statunitensi. Gli *swaps* vengono rinnovati ogni tre mesi, consentendo così di effettuare i necessari aggiustamenti in modo da assicurare, in primo luogo, che il contributo di ciascuna Banca centrale all'IME continui a rappresentare almeno il 20 per cento delle sue riserve in oro e in dollari statunitensi al termine del mese precedente la data di rinnovo e tener conto, in secondo luogo, delle variazioni del prezzo dell'oro e del tasso di cambio del dollaro USA nei confronti dell'ECU. I risultati di queste operazioni sono riportati nel bilancio allegato al presente Rapporto.

Gli ECU ufficiali emessi dall'IME sulla base dell'ultima operazione di *swap* a tre mesi nel periodo di riferimento, effettuata l'11 ottobre 1994, hanno raggiunto un ammontare di 56,6 miliardi. Rispetto alla fine del 1993, lo *stock* di ECU creati mediante *swap* ha registrato un incremento di oltre 3 miliardi. Questa crescita è stata essenzialmente determinata da un aumento delle attività in dollari statunitensi detenute dalle Banche centrali aderenti nonché del prezzo dell'oro, mentre la flessione del tasso di cambio dollaro USA/ECU ha rappresentato un fattore negativo.

Dato il loro *status* di "Altri detentori" di ECU, la Oesterreichische Nationalbank e la Banca Nazionale Svizzera hanno acquisito ECU mediante operazioni di *swap* con alcune Banche centrali della Unione europea; alla fine del 1994, gli ECU ufficiali detenuti dalle due Banche centrali ammontavano, rispettivamente, a 60 e 63,5 milioni.

In seguito all'adesione alla UE di Austria, Finlandia e Svezia il 1° gennaio 1995, la Oesterreichische Nationalbank, la Suomen Pankki e la Sveriges Riksbank hanno aderito all'accordo del 13 marzo 1979, che stabiliva le procedure operative dello SME, e dell'accordo del 9 febbraio 1970, che creava il meccanismo di sostegno monetario a breve termine. Il fatto di essere divenuta membro degli AEC, con decorrenza dal 9 gennaio 1995, ha comportato per la Oesterreichische Nationalbank la partecipazione al meccanismo di *swap* in ECU da quella data e, conseguentemente, la perdita del suo stato giuridico di "Altro detentore". Pur avendo deciso di non partecipare per il momento agli AEC, la Suomen Pankki e la Sveriges Riksbank hanno espresso l'intenzione di effettuare contributi volontari all'IME di oro e dollari statunitensi in contropartita di ECU. La Suomen Pankki ha versato il suo contributo iniziale volontario in occasione del rinnovo trimestrale degli *swap* che ha avuto luogo l'11 gennaio 1995.

Oltre alla creazione di ECU ufficiali, l'IME si occupa dell'utilizzo delle disponibilità in ECU delle Banche centrali aderenti agli Accordi. Ciò comporta trasferimenti di ECU ufficiali tra i conti di riserva in ECU delle Banche centrali, in particolare per quanto riguarda il regolamento delle posizioni debitorie e creditorie derivanti da interventi finanziati attraverso il meccanismo finanziario a brevissimo termine, da transazioni volontarie tra le Banche centrali partecipanti allo SME, dalla corresponsione degli interessi calcolati sulle posizioni nette in ECU delle Banche centrali e da operazioni soggette al meccanismo di mobilitazione degli ECU. Quest'ultimo è rimasto inattivo sin dal 1986.

L'IME iscrive nei suoi libri contabili i debiti e i crediti (in ECU) che vantano nei suoi confronti le Banche centrali della UE aderenti agli AEC e che derivano dagli interventi, effettuati da quelle Banche centrali nelle valute di altri paesi membri, finanziati attraverso il meccanismo finanziario a brevissimo termine. L'Istituto monetario europeo registra

altresì la compensazione dei saldi delle operazioni effettuate in base ad esso. Questo meccanismo di finanziamento non è stato utilizzato nel 1994: a seguito di un rimborso anticipato della Banque de France, i rimanenti conti debitori e creditori sono stati chiusi nel gennaio 1994.

L'IME annota nei suoi libri contabili le operazioni svolte nell'ambito del meccanismo di sostegno monetario a breve termine, creato per consentire a una Banca centrale partecipante agli Accordi di richiedere un sostegno finanziario a breve termine a fronte di necessità derivanti da un disavanzo temporaneo della bilancia dei pagamenti, dovuto a difficoltà impreviste o a divergenze congiunturali. Tuttavia, quest'agevolazione non viene attivata dal 1974.

Prestiti comunitari

Ai sensi dell'articolo 10 del Regolamento del Consiglio (CEE) del 24 giugno 1988 n. 1969/88, l'IME gestisce le operazioni di assunzione ed erogazione di prestiti effettuate dalla Comunità in base al meccanismo di sostegno unico finanziario a medio termine. Quest'ultimo prevede la concessione di prestiti a Stati membri che si trovino o rischino seriamente di trovarsi in condizioni di difficoltà nella loro bilancia dei pagamenti (di parte corrente o in conto capitale). L'IME effettua i pagamenti derivanti da queste operazioni di credito; verifica le date di scadenza fissate nei contratti per la corresponsione degli interessi e il rimborso del capitale e riferisce alla Commissione sulle operazioni svolte per conto della UE.

Nel 1994 l'IME ha continuato a ricevere dai prenditori di fondi, cioè Grecia e Italia, e a pagare ai creditori della Comunità, le somme dovute per interessi, provvigioni e spese sui finanziamenti in essere. La tavola seguente mostra le consistenze totali dei prestiti erogati dalla Comunità, in essere al 31 dicembre 1994.

Tavola 12 **Prestiti comunitari**
(in essere al 31 dicembre 1994; in milioni)

| | Consistenze in marchi tedeschi | Consistenze in ECU | Consistenze totali in ECU |
|--------|--------------------------------|--------------------|---------------------------|
| Grecia | 536 | 740 | 1 021 |
| Italia | 3 900 | 1 975 | 4 022 |
| Totale | 4 436 | 2 715 | 5 043 |

Fonte: IME.

5.2 Funzioni consultive

L'articolo 109f(6) del Trattato che istituisce la Comunità europea e l'articolo 5, paragrafo 3, dello Statuto dell'IME dispongono che l'Istituto monetario europeo venga consultato dal Consiglio della UE o dalle autorità nazionali responsabili, nei limiti e nelle condizioni prestabiliti, su ogni proposta di legislazione comunitaria o nazionale che rientri nella sua competenza. I limiti e le condizioni delle consultazioni sulle proposte legislative delle autorità nazionali sono fissati nella Decisione del Consiglio del 22 novembre 1993, n. 93/717 che, all'articolo 1, stabilisce che "gli Stati membri consultano l'IME [...] segnatamente per quanto concerne:

- la legislazione monetaria, lo stato giuridico dell'ECU e i mezzi di pagamento;

- lo stato giuridico e le competenze delle Banche centrali nazionali e gli strumenti di politica monetaria;
- la raccolta, la compilazione e la diffusione delle statistiche monetarie, finanziarie, bancarie e sulla bilancia dei pagamenti;
- i sistemi di compensazione e di pagamento, in particolare per le transazioni transfrontaliere;
- le norme applicabili agli istituti finanziari, nella misura in cui esse influenzano la stabilità di tali istituti e i mercati finanziari.

Nel 1994 sono pervenute dodici richieste di consultazione, di cui cinque provenienti dal Consiglio della Unione europea e sette da autorità nazionali.

Le consultazioni richieste dal Consiglio della UE riguardavano: un Regolamento del Consiglio sull'unificazione della legislazione comunitaria esistente sulla definizione dell'ECU a seguito dell'entrata in vigore del Trattato sulla Unione europea; un Regolamento del Consiglio sull'attività comunitaria in campo statistico; un emendamento di una Direttiva sul coefficiente di solvibilità degli istituti di credito in conseguenza dell'accettazione di varie forme di compensazione contrattuale (bilaterale); un emendamento di una Direttiva sugli Organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM); un emendamento di una Decisione del Consiglio che istituisce un Comitato per le Statistiche monetarie, finanziarie e di bilancia dei pagamenti.

Delle sette consultazioni richieste dalle autorità nazionali, quattro concernevano lo stato giuridico e i poteri delle Banche centrali nazionali o gli strumenti di politica monetaria, mentre in due casi era interessata la stabilità degli istituti e dei mercati finanziari.

Il punto di riferimento dell'IME per la valutazione delle consultazioni è essenzialmente la compatibilità delle proposte legislative con il Trattato che istituisce la Comunità europea; tuttavia, sono stati altresì esaminati l'impatto potenziale sull'assetto futuro per la terza fase dell'UEM e, ove necessario, l'eventuale influenza della legislazione sulla stabilità degli istituti e dei mercati finanziari.

5.3 Cooperazione con altre istituzioni

Nell'assolvimento dei propri compiti l'IME coopera con altri organismi della Unione europea in varie forme e a vari livelli. Secondo l'articolo 11, paragrafi 1 e 2 dello Statuto, il Presidente del Consiglio della UE e un membro della Commissione europea possono prendere parte, senza diritto di voto, alle riunioni del Consiglio dell'IME. A sua volta, il Presidente dell'Istituto monetario europeo è invitato a partecipare alle riunioni del Consiglio della Unione europea qualora si discutano questioni relative agli obiettivi e ai compiti dell'IME. Pertanto, il Presidente partecipa alle riunioni informali del Consiglio Ecofin, che normalmente si tengono due volte all'anno. Il Presidente dell'IME può altresì presentarsi al cospetto delle commissioni competenti del Parlamento europeo su richiesta di quest'ultimo o di propria iniziativa.

A livello operativo, l'IME è invitato a prendere parte alle riunioni del Comitato monetario come osservatore. Esistono legami di cooperazione anche con la Commissione europea, incluso l'EUROSTAT (il suo ufficio statistico), e attraverso il Comitato per le Statistiche monetarie, finanziarie e di bilancia dei pagamenti. Inoltre, l'IME coopera con i direttori delle Zecche nazionali, che rappresentano le istituzioni responsabili della produzione delle monete metalliche che saranno immesse in circolazione accanto alle banconote della moneta unica europea nella terza fase.

Vi sono anche contatti con diverse istituzioni esterne alla Comunità. Ad esempio, nell'ambito della "procedura di concertazione", che prevede uno scambio di dati sugli andamenti dei mercati dei cambi, sugli interventi e altre operazioni ufficiali in valuta, il Sottocomitato per la Politica del Cambio condivide regolarmente informazioni con Banche centrali non aderenti alla UE, appartenenti essenzialmente ai paesi membri del Gruppo dei Dieci.

I collegamenti con le Banche centrali della Norvegia e della Svizzera che erano stati stabiliti per il tramite del Comitato dei Governatori sono stati approfonditi e sono state regolarmente tenute consultazioni su materie di comune interesse. Inoltre, gli accordi bilaterali di *swap* con la Banca centrale della Norvegia, conclusi per la prima volta nel dicembre del 1990 per consentire l'accesso ai finanziamenti a breve termine ai fini dell'attuazione della politica del cambio della Norvegia, sono stati prorogati per un altro anno alla fine del 1994.

L'IME mantiene una serie di rapporti con la Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI), che dal 1964 ha fornito le risorse umane e tecniche necessarie al funzionamento del Segretariato del Comitato dei Governatori e ha offerto il supporto tecnico per la costituzione dell'IME. Dopo il trasferimento dell'Istituto monetario europeo a Francoforte, la cooperazione è proseguita, in particolare nel campo statistico. La BRI ha continuato a esercitare la funzione di Agente dell'IME su base temporanea (cfr. par. 5.1 in questo stesso capitolo).

L'IME ha altresì stabilito contatti con le istituzioni di Bretton Woods: è stato, infatti, invitato a partecipare come osservatore alle riunioni annuali del Fondo Monetario Internazionale (FMI) e della Banca Mondiale. A livello tecnico, la cooperazione tra il FMI e l'IME ha luogo nel settore statistico e nell'ambito dell'importanza crescente che il FMI attribuisce alla sorveglianza regionale.

CAPITOLO III

CARATTERISTICHE ISTITUZIONALI DELLE BANCHE CENTRALI NAZIONALI

INTRODUZIONE

Il Trattato implica che diverse caratteristiche istituzionali delle Banche centrali nazionali dovranno essere modificate durante le varie fasi di attuazione dell'UEM. Ai sensi dell'articolo 108 del Trattato, ciascuno Stato membro assicura che, al più tardi alla data di istituzione del SEBC, la propria legislazione nazionale, incluso lo Statuto della Banca centrale nazionale, sarà compatibile con il Trattato e con lo Statuto del SEBC¹. L'articolo 109e (5) stabilisce che il processo che conduce all'indipendenza delle Banche centrali dovrebbe essere avviato nella seconda fase. Il divieto che impedisce alle Banche centrali di concedere scoperti di conto o qualsiasi altra forma di facilitazione creditizia al settore pubblico è stato applicato a decorrere dall'inizio della seconda fase (cfr. articolo 109e (3) del Trattato)². Inoltre, qualsiasi misura che offra per il settore pubblico un accesso privilegiato alle istituzioni finanziarie, dovrebbe essere stata abolita a partire dal 1° gennaio 1994.

A. STATUTI E INDIPENDENZA

Prima dell'avvio della terza fase, gli Statuti delle Banche centrali degli Stati membri dovranno essere resi compatibili con lo Statuto del SEBC, in particolare per quanto riguarda le disposizioni concernenti l'indipendenza e l'obiettivo principale di mantenimento della stabilità dei prezzi. Ai sensi dell'articolo 109j (1), l'IME deve riferire al Consiglio della Unione europea sui progressi compiuti dagli Stati membri in tale direzione. L'IME prevede di produrre la prima di queste relazioni nell'autunno del 1995, nel rispetto dell'articolo 7 del suo Statuto.

Il Trattato sulla Unione europea conferisce al Sistema Europeo di Banche Centrali (SEBC) il mandato esplicito di mantenere la stabilità dei prezzi. Per assolvere tale mandato è importante che gli organi decisionali del SEBC non siano soggetti a direttive di altri organi, potenzialmente in conflitto con quell'obiettivo.

Di conseguenza, lo Statuto del SEBC prevede varie norme volte ad assicurare l'indipendenza del Sistema nell'assolvimento dei propri compiti. In particolare, esso specifica che la BCE, le Banche centrali nazionali e ciascun membro dei rispettivi organi decisionali debbono operare senza ricevere alcuna istruzione da parte di autorità nazionali o comunitarie. Inoltre, garantisce ai membri degli organi decisionali la permanenza nella carica senza rischio di rimozione, in modo da consentire di assolvere i compiti loro conferiti. Oltre alle disposizioni che statuiscano l'indipendenza politica o istituzionale, l'indipendenza economica o effettiva del Sistema è confermata dalle norme di carattere funzionale, operativo e finanziario contenute nello Statuto.

¹ Questa disposizione non si applica al Regno Unito fintantoché questo non partecipi alla terza fase dell'UEM (cfr. Sezioni 5 e 11 del Protocollo su alcune disposizioni relative al Regno Unito). Inoltre, la Decisione presa dai Capi di Stato e di Governo in occasione del Vertice di Edimburgo l'11 e il 12 dicembre 1992 implica che la Danimarca (che ha notificato la sua decisione di non partecipare alla terza fase dell'UEM) conserverà i suoi attuali poteri nel campo della politica monetaria, conformemente alle sue leggi e ai suoi regolamenti nazionali, compresi i poteri della Danmarks Nationalbank in materia di politica monetaria.

² Fermo restando quanto disposto dalla Sezione 11 del Protocollo su alcune disposizioni relative al Regno Unito, che concede al Governo il diritto di mantenere la linea di credito *ways and means* presso la Bank of England fintantoché il Regno Unito non partecipi alla terza fase dell'UEM. Il Protocollo sul Portogallo dispone che anche al Portogallo è temporaneamente consentito mantenere in vigore la possibilità conferita alle Regioni autonome delle Azorre e di Madera di beneficiare di crediti esenti da interessi concessi dal Banco de Portugal.

1. Principali riforme istituzionali realizzate nel 1993 e nel 1994

Il Rapporto Annuale del Comitato dei Governatori per il 1992, conteneva una descrizione delle caratteristiche istituzionali delle Banche centrali (Capitolo III e Allegato II), rivolgendo particolare attenzione all'aspetto dell'indipendenza. Un breve sommario di tali caratteristiche era riportato nella tavola 7 dello stesso Rapporto. Dal 1992, le caratteristiche istituzionali di varie Banche centrali sono state oggetto di modifica in preparazione della terza fase, al fine di uniformarsi alle disposizioni del Trattato.

I due esempi più significativi sono rappresentati dalla Banque de France e dal Banco de España. Anche le legislazioni nazionali riguardanti rispettivamente la Banca Nazionale del Belgio, la Deutsche Bundesbank, la Banca d'Italia e la Nederlandsche Bank, sono state soggette a modifiche.

L'assetto legislativo che regola il funzionamento della Banque de France, è stato modificato dalle Leggi 93-980 del 4 agosto 1993 e 93-1444 del 31 dicembre 1993, che sono entrate in vigore il 1° gennaio 1994. Oggetto di queste nuove leggi è l'indipendenza nella conduzione della politica monetaria e il divieto per la Banca centrale di concedere finanziamenti al settore pubblico. La responsabilità per l'elaborazione e la conduzione della politica monetaria è affidata al *Conseil de la politique monétaire*, che non deve sollecitare o ricevere direttive da parte del Governo. Un rappresentante del Governo può partecipare alle riunioni del *Conseil*, senza però poter esercitare diritti di voto o di opposizione. I membri del *Conseil* sono soggetti a vincoli di incompatibilità e di segreto professionale e le procedure di nomina e sostituzione seguono precise regole. Il *Conseil* si occupa esclusivamente di decisioni di politica monetaria, mentre tutti gli altri compiti relativi alla gestione della Banque de France sono affidati al *Conseil Général*. Il *Conseil Général* si compone di tutti i membri del *Conseil de la politique monétaire*, da un rappresentante del Governo e da un rappresentante del personale.

Lo *status* giuridico del Banco de España è stato modificato dalla Legge 13/1994 del 1° giugno 1994 sull'Autonomia del Banco de España. Scopo preciso di tale legge era l'introduzione delle disposizioni del Trattato sulla Unione europea relative alla conduzione della politica monetaria e all'indipendenza delle Banche centrali. Di conseguenza, la legge indica come obiettivo primario della politica monetaria la stabilità dei prezzi e conferisce alla Banca centrale piena autorità e autonomia nella definizione e nell'attuazione della politica monetaria. In particolare, la legge impedisce al Governo e a qualsiasi altro ente pubblico di dare direttive alla Banca in materia di determinazione degli obiettivi di politica monetaria e della loro attuazione. Anche le altre disposizioni che riguardano le regole di nomina, durata e revoca delle cariche di Governatore e di membro del Consiglio, riflettono principi generalmente accettati sull'indipendenza degli organi decisionali delle Banche centrali. La legge affronta anche altre materie essenziali: viene introdotto un nuovo regime legale per le decisioni e i provvedimenti presi dalla Banca e per lo *status* del suo bilancio; vengono inoltre individuate nel dettaglio le responsabilità e le funzioni della Banca, in particolare rispetto alla formulazione e all'attuazione della politica monetaria e ai rapporti della Banca con il Governo per quanto riguarda la politica valutaria; infine, la legge copre anche le problematiche relative al sistema dei pagamenti e alla funzione di emissione. Tuttavia, altre disposizioni della stessa Legge non hanno comportato modifiche significative allo *status* giuridico delle funzioni che la legislazione attuale assegna alla Banca. In particolare, l'attività di vigilanza svolta dalla Banca continuerà ad essere regolamentata dalla Legge 26/1988 del 29 luglio 1988 in materia di Disciplina e Interventi sugli Enti Creditizi e dalla normativa attinente.

In Italia, a seguito della Legge 82 del 7 febbraio 1992, l'autorità competente per la fissazione del tasso di sconto è il Governatore della Banca d'Italia (in precedenza era il Ministro del Tesoro). Inoltre, la Legge 483 del 26 novembre 1993 ha abolito la linea di

credito permanente concessa al Tesoro dalla Banca d'Italia e ha conferito a quest'ultima la facoltà di determinare le riserve obbligatorie per le Banche all'interno di limiti prestabiliti.

In Belgio, le disposizioni previste da una legge del 22 marzo 1993 modificano le competenze del Governo nell'attività di controllo sulle decisioni e sull'operatività della Banca Nazionale del Belgio. In precedenza, sebbene all'autorità politica non fosse attribuito il diritto di impartire direttive, il Commissario governativo e il Ministro delle Finanze potevano esercitare un potere di sospensione e un diritto di opposizione contro qualsiasi delibera della Banca contraria all'interesse dello Stato, alla legge o agli statuti della Banca centrale. La nuova legge ha limitato l'ambito di esercizio di tali poteri nei confronti di decisioni che riguardano la definizione e l'attuazione della politica monetaria, la conduzione di operazioni sul mercato dei cambi, la detenzione e la gestione di riserve ufficiali estere e la promozione di un regolare funzionamento del sistema dei pagamenti. Attualmente, tali poteri possono essere esercitati solo nel caso di decisioni contrarie alla legge o agli statuti della Banca. Di conseguenza, è stato raggiunto un alto livello di autonomia della Banca nel campo della politica monetaria.

Nei Paesi Bassi, una legge del 9 dicembre 1993 ha introdotto una norma che obbliga il Governo a consultare la Nederlandsche Bank per le decisioni in materia di partecipazioni ad accordi di cambio o di variazioni alle parità centrali e il parere che la Nederlandsche Bank fornisce deve essere reso pubblico. Una legge del 15 dicembre 1994 ha affidato alla Nederlandsche Bank la vigilanza sugli uffici di cambio.

2. Caratteristiche attuali delle Banche centrali nazionali della Unione europea

Il Rapporto Annuale del Comitato dei Governatori per il 1992 includeva una descrizione dettagliata dell'assetto istituzionale che caratterizzava in quel momento le Banche centrali nazionali degli Stati membri comunitari. La tavola 13 che si riporta di seguito, comprende le fondamentali caratteristiche istituzionali delle Banche centrali nazionali della Unione europea. Ai sensi dell'articolo 7 del proprio Statuto, l'IME dovrà predisporre una relazione sulle caratteristiche istituzionali delle Banche centrali nazionali che includa una valutazione dei progressi compiuti verso la convergenza dei requisiti legali che le Banche centrali devono soddisfare per diventare parte integrante del SEBC.

Tavola 13

Caratteristiche istituzionali delle Banche centrali della Unione europea

| | BANCA NATIONALE DEL BELGIO | DANMARKS NATIONALBANK | DEUTSCHE BUNDESBANK | BANCA DI GRECIA | BANCO DE ESPAÑA |
|--|--|---|---|--|---|
| PRINCIPALE OBIETTIVO STATUTARIO | Nessuno, implicitamente salvaguardare la moneta | Mantenere un sistema monetario saldo e affidabile | Salvaguardare la moneta | Controllo della moneta in circolazione e del credito | Assicurare il mantenimento della stabilità dei prezzi |
| POTERI IN MATERIA DI: | | | | | |
| 1- Regime del tasso di cambio | 1 - Governo | 1 - Governo | 1 - Governo | 1 - Governo | 1 - Governo previa consultazione con la Banca centrale |
| 2- Fissazione degli obiettivi: - di crescita monetaria - di inflazione | 2 - Banca centrale ^(a) Banca centrale ^(a) | 2 - Banca centrale ^(a) Banca centrale ^(a) | 2 - Banca centrale Banca centrale ^(a) | 2 - Banca centrale Governo ^(a) | 2 - Banca centrale ^(b) Banca centrale |
| 3- Variazione dei tassi di interesse di riferimento | 3 - Banca centrale | 3 - Banca centrale | 3 - Banca centrale | 3 - Banca centrale | 3 - Banca centrale |
| RESPONSABILITÀ: | | | | | |
| 1- Attuazione della politica monetaria e del cambio | 1 - Si | 1 - Si | 1 - Si (facoltà del Governo di sospendere le decisioni per 2 settimane; mai esercitata) | 1 - Si | 1 - Si |
| 2- Emissione di circolante | 2 - Si | 2 - Si | 2 - Si | 2 - Si | 2 - Si |
| 3- Servizi del sistema dei pagamenti | 3 - Si | 3 - Si | 3 - Si | 3 - Si | 3 - Si |
| 4- Banca delle banche e dello Stato | 4 - Si | 4 - Si | 4 - Si | 4 - Si | 4 - Si |
| 5- Vigilanza istituzioni finanziarie | 5 - No | 5 - No | 5 - No | 5 - Si | 5 - Si |
| 6- Salvaguardia stabilità finanziaria | 6 - Si | 6 - Si | 6 - Si | 6 - Si | 6 - Si |
| 7- Gestione delle riserve ufficiali | 7 - Si | 7 - Si | 7 - Si | 7 - Si | 7 - Si |
| ORGANI DIRETTIVI | - Governatore - Consiglio di amministrazione - Consiglio di Reggenza - Consiglio dei Censori - Consiglio Generale | - Consiglio dei Governatori - Consiglio di amministrazione - Comitato dei Direttori - Commissario Regio per la Banca | - Consiglio Centrale - Direttorio - Consigli di amministrazione delle Banche centrali regionali | - Consiglio Generale - Governatore (- Vice Governatori) | - Governatore - Vice Governatore - Consiglio generale - Consiglio esecutivo |
| NOMINA DEL GOVERNATORE | | | | | |
| Da: | - Corona su proposta del Governo | - Corona su proposta del Governo | - Presidente Repubblica su proposta Governo Federale, sentito Consiglio Centrale della Banca | - Presidente Repubblica su proposta del Governo, dopo nomina del Consiglio | - Corona su proposta del Presidente del Governo |
| Durata: | - 5 anni (rinnovabile) | - Termine non prefissato | - Normalmente 8 anni, minimo 2 anni (rinnovabile) | - 4 anni (rinnovabile) | - 6 anni (non rinnovabile) |
| MODIFICHE RECENTI E PROGRAMMATE | Il 22 marzo 1993 è stata approvata una legge che accorda alla Banca centrale indipendenza nelle decisioni di politica monetaria. | Nessuna | Nessuna | La Banca di Grecia ha presentato al Governo proposte di legge per accrescere l'indipendenza della Banca centrale e per renderne lo Statuto pienamente compatibile con il Trattato sulla Unione europea | La legge 13/1994 del 1° giugno 1994 sull'Autonomia del Banco de España, recepisce le disposizioni del Trattato sulla Unione europea per le Banche centrali. |

(a) Nessun obiettivo fissato al momento. (b) Nessun obiettivo fissato al momento; si usano soltanto bande/tassi di riferimento.

Tavola 13 (segue)

Caratteristiche istituzionali delle Banche centrali della Unione europea

| | BANQUE DE FRANCE | CENTRAL BANK OF IRELAND | BANCA D'ITALIA | INSTITUT MONÉTAIRE LUXEMBOURGEOIS | NEDERLANDSCHE BANK |
|--|---|---|---|---|---|
| PRINCIPALE OBIETTIVO STATUTARIO | Assicurare la stabilità dei prezzi | Salvaguardare l'integrità della moneta | Nessuno, implicitamente salvaguardare la moneta | Include la promozione della stabilità della moneta | Salvaguardare il valore della moneta |
| POTERI IN MATERIA DI: 1- Regime del tasso di cambio 2- Fissazione degli obiettivi: - di crescita monetaria - di inflazione 3- Variazione dei tassi di interesse di riferimento | 1 - Governo 2 - Banca centrale Banca centrale 3 - Banca centrale | 1 - Governo 2 - Banca centrale ^(a) Banca centrale ^(a) 3 - Banca centrale | 1 - Governo 2 - Congiuntamente al Governo Governo 3 - Banca centrale | 1 - Governo 2 - Banca centrale ^(a) Congiuntamente al Governo ^(a) 3 - Banca centrale ^(a) | 1 - Governo 2 - Banca centrale ^(a) Banca centrale ^(a) 3 - Banca centrale |
| RESPONSABILITÀ: 1- Attuazione della politica monetaria e del cambio 2- Emissione di circolante 3- Servizi del sistema dei pagamenti 4- Banca delle banche dello Stato 5- Vigilanza istituzioni finanziarie 6- Salvaguardia stabilità finanziaria 7- Gestione delle riserve ufficiali | 1 - Si 2 - Si 3 - Si 4 - Si 5 - Si, attraverso la Commission Bancaire 6 - Si 7 - Si | 1 - Si 2 - Si 3 - Si 4 - Si 5 - Si 6 - Si 7 - Si | 1 - Si 2 - Si 3 - Si 4 - Si 5 - Si 6 - Si 7 - Si (con l'Ufficio Italiano dei Cambi) | 1 - Si (in parte) 2 - Si 3 - Si 4 - No 5 - Si 6 - Si 7 - Si | 1 - Si (esiste un diritto del Governo di impartire istruzioni; ma mai esercitato) 2 - Si 3 - Si 4 - Si 5 - Si 6 - Si 7 - Si |
| ORGANI DIRETTIVI | - Consiglio di Politica Monetaria - Consiglio Generale | - Consiglio di amministrazione | - Governatore, Direttore Generale, 2 Vice-Direttori Generali (Direttorio) - Consiglio Superiore | - Direzione - Consiglio | - Consiglio di amministrazione - Collegio degli Ispettori |
| NOMINA DEL GOVERNATORE Da: Durata: | - Consiglio dei Ministri - 6 anni (rinnovabile) | - Presidente della Repubblica su proposta del Governo - 7 anni (rinnovabile) | - Consiglio Superiore, con approvazione del Governo - A vita | - Gran Duca, su proposta del Consiglio dei Ministri - 6 anni (rinnovabile) | - Designazione del Consiglio di amministrazione e del Collegio degli Ispettori in seduta comune; nomina della Corona su proposta del Consiglio dei Ministri - 7 anni (rinnovabile) |
| MODIFICHE RECENTI E PROGRAMMATE | Le leggi del 4 agosto 1993 e del 31 dicembre 1993 sullo Statuto della Banque de France hanno introdotto le disposizioni del Trattato relative alle Banche centrali. | Varie riforme di ridotta portata saranno introdotte dalla futura legislazione. | Nessuna | E' all'esame del Parlamento una legge che introduce le modifiche necessarie per recepire le disposizioni del Trattato sulla Unione europea. | La legge del 9 dicembre 1993 ha introdotto le disposizioni sulle Banche centrali previste dal Trattato sulla Unione europea. Sono all'esame gli ultimi adattamenti per uniformarsi al Trattato. |

(a) Nessun obiettivo fissato al momento.

Tavola 13 (segue)

Caratteristiche istituzionali delle Banche centrali della Unione europea

| | OESTERREICHISCHE NATIONALBANK | BANCO DE PORTUGAL | SUOMEN PANKKI | SVERIGES RIKSBANK | BANK OF ENGLAND |
|--|---|---|---|--|---|
| PRINCIPALE OBIETTIVO STATUTARIO | Mantenere il valore interno ed esterno della moneta austriaca | Mantenere la stabilità monetaria interna e la solvibilità esterna della moneta | Mantenere un sistema monetario stabile e sicuro e promuovere e facilitare la circolazione della moneta in Finlandia | Nessuno, implicitamente salvaguardare la moneta | Nessuno, implicitamente salvaguardare la moneta |
| POTERI IN MATERIA DI: 1- Regime del tasso di cambio 2- Fissazione degli obiettivi: - di crescita monetaria - di inflazione 3- Variazione dei tassi di interesse di riferimento | 1 - Banca centrale in collaborazione con il Governo 2 - Banca centrale ^(a) Banca centrale ^(a) 3 - Banca centrale | 1 - Governo previa consultazione con la Banca centrale 2 - Banca centrale ^(a) Banca centrale ^(a) 3 - Banca centrale | 1 - Governo su proposta della Banca centrale 2 - Banca centrale ^(b) Banca centrale 3 - Banca centrale | 1 - Banca centrale 2 - Banca centrale ^(a) Banca centrale 3 - Banca centrale | 1 - Governo 2 - Governo ^(b) Governo 3 - Governo |
| RESPONSABILITÀ: 1- Attuazione della politica monetaria e del cambio 2- Emissione di circolante 3- Servizi del sistema dei pagamenti 4- Banca delle banche dello Stato 5- Vigilanza istituzioni finanziarie 6- Salvaguardia stabilità finanziaria 7- Gestione delle riserve ufficiali | 1 - Si 2 - Si 3 - Si 4 - Si 5 - No 6 - Si 7 - Si | 1 - Si 2 - Si 3 - Si 4 - Si 5 - Si 6 - Si 7 - Si | 1 - Si 2 - Si 3 - Si 4 - No 5 - No 6 - Si 7 - Si | 1 - Si 2 - Si 3 - Si 4 - Si 5 - No 6 - Si 7 - Si | 1 - Si 2 - Si 3 - Si 4 - Si 5 - Si 6 - Si 7 - Si (in qualità di agente del Governo) |
| ORGANI DIRETTIVI | - Consiglio esecutivo - Consiglio di amministrazione | - Governatore - Consiglio di amministrazione - Collegio sindacale - Comitato consultivo | - Comitato di controllo parlamentare - Consiglio | - Consiglio esecutivo - Governatore | - Consiglio dei Direttori |
| NOMINA DEL GOVERNATORE Da: Durata: | - Presidente della Repubblica Federale su proposta del Governo Federale - 5 anni (rinnovabile) | - Consiglio dei Ministri su proposta del Ministro delle Finanze - 5 anni (rinnovabile) | - Presidente Repubblica su proposta Comitato di controllo parlamentare - Termine non prefissato | - Consiglio esecutivo - 5 anni (rinnovabile) | - Corona su proposta del Primo Ministro - 5 anni (rinnovabile) |
| MODIFICHE RECENTI E PROGRAMMATE | Nessuna | Sono allo studio emendamenti per rafforzare l'indipendenza della Banche centrali ai sensi degli Articoli 109e(5) e 108 del Trattato sulla Unione europea. | Sono allo studio proposte legislative necessarie per recepire le disposizioni del Trattato sulla Unione europea. | Durante l'attuale legislatura verranno proposte le modifiche legislative necessarie per recepire le disposizioni del Trattato. | Nessuna. Saranno necessarie modifiche se il Regno Unito parteciperà alla terza fase. |

(a) Nessun obiettivo fissato al momento. (b) Nessun obiettivo fissato al momento; si usano soltanto bande/tassi di riferimento.

3. Riforme legislative previste

Nel Lussemburgo non è ancora stato convertito in legge un progetto, presentato in Parlamento nel dicembre 1993, che riguarda l'Institut Monétaire Luxembourgeois (IML).

Nell'*Exposé des Motifs* del progetto in questione, viene sottolineato che scopo preciso della legge è l'attuazione di tutte le disposizioni del Trattato relative alla seconda fase nonché l'introduzione di alcune caratteristiche che devono essere operative all'interno delle Banche centrali prima dell'inizio della terza fase. Obiettivo principale dell'IML è la salvaguardia della stabilità dei prezzi; in secondo luogo, esso deve appoggiare la politica economica del Governo del Lussemburgo. Lo stesso progetto definisce in modo preciso le competenze dell'IML, che includono l'elaborazione e l'attuazione della politica monetaria. L'IML deve operare in modo conforme al principio di un'economia di mercato. Tuttavia, l'associazione monetaria esistente tra Belgio e Lussemburgo resterà invariata durante la seconda fase.

Il progetto di legge accoglie in pieno l'articolo 107 del Trattato e prevede per l'IML un regime di autonomia dal Governo vietando alle autorità pubbliche di impartire istruzioni o direttive. L'articolo 24 del progetto introduce nella legislazione nazionale le disposizioni di cui all'articolo 104 del Trattato attraverso il divieto di prestare qualsiasi forma di agevolazione finanziaria alle amministrazioni pubbliche. Altri articoli del progetto accolgono le disposizioni del Trattato che riguardano la costituzione del SEBC, adattando così la legislazione nazionale ai requisiti previsti per la terza fase. Il progetto indica che saranno necessarie altre riforme legislative in tempo utile per il passaggio alla terza fase.

In Finlandia, sono state intraprese iniziative volte alla elaborazione di una legge che introduca alcune disposizioni del Trattato sulle Banche centrali nazionali, in particolare riguardo all'autonomia nelle decisioni che attengono alla politica monetaria e al divieto di finanziamento monetario al settore pubblico. Il Governo finlandese sta esaminando un progetto di legge, non ancora presentato in Parlamento. Tale progetto indica come obiettivo primario della Banca di Finlandia la "salvaguardia del valore della moneta" e, come obiettivo secondario, il raggiungimento di altri obiettivi di politica economica. Nello stesso progetto è prevista l'indipendenza della Banca centrale dal Governo, sia attraverso emendamenti istituzionali sia attraverso il riferimento specifico al divieto di sollecitare o accettare alcuna direttiva da parte delle autorità governative.

La Nederlandsche Bank sta attualmente valutando, in cooperazione con il Ministero delle Finanze, quali disposizioni del Trattato richiedano l'elaborazione di nuove leggi o la riforma di quelle esistenti. Attività simili si stanno attualmente svolgendo all'interno della Banca Nazionale del Belgio. In Portogallo sono state intraprese iniziative di studio per elaborare gli emendamenti da apportare allo Statuto del Banco de Portugal al fine di rafforzare la sua autonomia. In Irlanda, sebbene non siano previste importanti modifiche istituzionali, la normativa di prossima emanazione includerà vari emendamenti di minor rilievo. Il Governo svedese ha annunciato che, nel corso dell'attuale legislatura, verranno proposte le modifiche legislative che sono necessarie per adempiere agli obblighi previsti dal Trattato.

B. FINANZIAMENTO MONETARIO E ACCESSO PRIVILEGIATO

1. Considerazioni generali e ruolo dell'IME

L'esperienza passata così come quella più recente, hanno mostrato che una politica monetaria orientata al mantenimento della stabilità dei prezzi può essere indebolita dalla partecipazione delle Banche centrali nel finanziamento dei disavanzi pubblici. Pertanto, il divieto imposto al settore pubblico relativo al finanziamento monetario e all'accesso privilegiato presso le istituzioni finanziarie rappresenta un aspetto centrale del quadro istituzionale su cui si fonda l'UEM (articoli 104 e 104a del Trattato).

Il divieto che riguarda il finanziamento da parte della Banca centrale e quello relativo all'accesso privilegiato alle istituzioni finanziarie non si applicano solo nella terza fase, ma devono essere già rispettati nella seconda fase dell'UEM, in quanto tali attività sono considerate incompatibili con il processo di convergenza verso la stabilità monetaria³. Di conseguenza, i divieti sono entrati in vigore il 1° gennaio 1994 (cfr. l'articolo 109e (3) del Trattato) e il loro ambito di applicazione è stato definito dalla relativa legislazione secondaria (cfr. i Regolamenti del Consiglio 3603/93 e 3604/93 del 13 Dicembre 1993). Le disposizioni che vietano il finanziamento monetario includono, tra le altre cose, la soppressione degli scoperti di conto e delle altre forme di facilitazioni creditizie a favore del settore pubblico, così come l'acquisizione diretta di titoli di debito del settore pubblico. Per "altre forme di facilitazioni creditizie" si intende un'ampia gamma di forme di finanziamento derivanti dai vari servizi e dalle operazioni che le Banche centrali svolgono per conto del settore pubblico⁴. Le disposizioni relative all'accesso privilegiato da parte del settore pubblico, vietano l'uso di qualsiasi misura giuridica che obblighi le istituzioni finanziarie ad acquisire o a detenere titoli di debito del settore pubblico, di qualsiasi strumento indiretto, ad esempio vantaggi fiscali di cui possano beneficiare solo le istituzioni finanziarie, e di vantaggi finanziari non conformi ai principi di un'economia di mercato, che sia volto a favorire l'acquisizione o la detenzione di tali titoli di debito da parte di dette istituzioni. Una deroga a tale principio può essere giustificata solo sulla base di considerazioni prudenziali.

Conformemente all'articolo 169 del Trattato, alla Commissione europea è affidato il compito di verificare il rispetto delle disposizioni del Trattato da parte degli Stati membri, mentre spetta all'IME, in applicazione degli articoli 109f (9) e 180 (d) del Trattato, verificare che le Banche centrali rispettino gli obblighi imposti dal Trattato.

Il Comitato dei Governatori ha esaminato tale questione prima dell'avvio della seconda fase e ha partecipato all'elaborazione della legislazione secondaria necessaria per l'applicazione di detti articoli. Nel 1994, l'IME ha istituito una procedura periodica per verificare la conformità delle Banche centrali con gli obblighi loro derivanti dagli articoli 104 e 104a del Trattato e dalla relativa legislazione secondaria. Tale verifica è effettuata con cadenza trimestrale.

3 Cfr. nota 2.

4 Nel caso dell'Italia, l'Ufficio Italiano dei Cambi deve essere considerato, a questi fini, congiuntamente con la Banca d'Italia.

2. Rispetto del divieto di concessione di credito al settore pubblico da parte della Banca centrale

Nella maggior parte degli Stati membri, i requisiti previsti dall'articolo 104 e dal Regolamento (CE) N. 3603/93 sono stati introdotti nelle rispettive legislazioni nazionali in anticipo rispetto alla scadenza dell'avvio della seconda fase. La procedura di verifica svolta dall'IME nel corso del 1994 indica che sono in larga misura già state prese le disposizioni necessarie per assicurare il rispetto del suddetto divieto. Sono in fase di studio alcuni adattamenti di minore rilievo.

Ai sensi del Regolamento del Consiglio è consentito alle Banche centrali nazionali detenere titoli di debito pubblico, purché tali titoli siano stati acquisiti prima del 1° gennaio 1994 e si tratti di titoli a scadenza fissa, indipendentemente dalla data di scadenza e se siano o no remunerati a un tasso di mercato. La maggior parte dei crediti non negoziabili in essere sono stati convertiti in attività a scadenza fissa. Tuttavia, in alcuni Stati devono ancora essere convertiti alcuni crediti residui detenuti dalla Banca centrale nei confronti del settore pubblico; tali questioni sono in fase di esame. La tavola 14 che segue riporta una descrizione sommaria dei crediti non negoziabili nei confronti del settore pubblico detenuti dalle Banche centrali a fine 1994.

Tavola 14 Debito del settore pubblico detenuto dalla Banca centrale*

(Situazione a fine dicembre 1994)

| | BE | DK | DE | GR | ES | FR | IE | IT | LU | NL | PT | UK |
|--|----------------|----|------|------|------|------|-------------|------|----------------|----|--------------------------------|--------------------|
| Totale (valore percentuale, in rapporto al PIL) | ... | - | 0,3 | 27,8 | 3,3 | 0,5 | 0,4 | 4,8 | 1,5 | - | 1,4 | ... |
| di cui: | | | | | | | | | | | | |
| debiti senza scadenza predeterminata | ... | - | - | - | - | 0,2 | - | - | 1,5 | - | 0,03 ^(a) | ... ^(b) |
| a più lunga scadenza | ^(c) | - | 2033 | 2023 | 2023 | 2003 | 2000 | 2043 | ^(c) | - | 2002 | ^(c) |
| tassi di interesse applicati ai debiti con scadenza predeterminata (valore percentuale per anno) | ^(c) | - | 0-1 | 0-10 | 0-11 | 5 | 5,3- 5,5 | 1 | ^(c) | - | 1,3- 10,5 ^{(d)(e)} | ^(c) |

Fonte: Banche centrali nazionali.

* Debiti non negoziabili e debiti le cui condizioni non sono collegate alle condizioni di mercato; sono escluse la moneta divisionale, i flussi derivanti dalla riscossione di assegni e i debiti di enti creditizi di proprietà pubblica acquisiti al di fuori dei meccanismi di rifinanziamento della Banca centrale.

(a) Il Protocollo sul Portogallo incluso nel Trattato dispone che al Portogallo è concesso di mantenere in vigore la possibilità conferita alle Regioni autonome delle Azzorre e di Madera di beneficiare di crediti esenti da interessi concessi dal Banco de Portugal

(b) Alcune disposizioni del Protocollo relativo al Regno Unito concedono al Governo di mantenere le facilitazioni creditizie *ways and means*.

(c) In nessun caso un debito non negoziabile ha una scadenza predeterminata.

(d) Tassi (in parte) legati ai tassi di mercato.

(e) Tassi di interesse legati ai tassi di mercato: nel primo anno (1993) il tasso di interesse applicato era il 10 per cento del tasso base annuale sui Buoni del Tesoro indicato dal Banco de Portugal (ovvero la media ponderata annuale delle ultime dodici emissioni di Buoni del Tesoro); tale percentuale aumenterà di dieci punti percentuali ogni anno fino alla scadenza. Nel 1993 il tasso di interesse applicato era dell'1,3 per cento. Il 31 dicembre 1994, il tasso base annuale sui Buoni del Tesoro annunciato dal Banco de Portugal era pari al 10,5 per cento.

Il divieto che impedisce alla Banca centrale di concedere scoperti di conto al settore pubblico è stato generalmente rispettato. Scoperti occasionali si sono verificati in alcuni casi, ma sono stati principalmente causati da difficoltà nel passaggio a nuove procedure o dal ritardo nei pagamenti da parte di terzi. Tuttavia, in tali casi le Banche centrali interessate hanno ritenuto che gli scoperti non fossero di natura strutturale e che quindi non dovessero influire sulla conduzione della politica monetaria. Si sta studiando l'introduzione di misure volte ad eliminare tali anomalie.

Nel 1994, non si è registrato alcun acquisto sul mercato primario di strumenti di debito emessi dal settore pubblico nazionale. L'acquisizione di strumenti di debito del settore pubblico sul mercato secondario non è vietata dal Trattato purché non sia svolta allo scopo di aggirare l'obiettivo perseguito dall'articolo 104. Nel 1994, alcune Banche centrali hanno acquistato un volume rilevante di titoli pubblici sul mercato secondario; tali acquisti non sono stati considerati come incompatibili con il divieto di acquisizione diretta di titoli di debito del settore pubblico.

Nell'esercizio della loro funzione di agenti finanziari per il settore pubblico, le Banche centrali non devono prestare alcuna forma di credito alle amministrazioni pubbliche. Il Regolamento del Consiglio prevede alcune eccezioni a questa regola generale e consente, tra l'altro, entro determinati limiti e a certe condizioni, il credito intragiornaliero al settore pubblico e il credito derivante dalla riscossione di assegni per conto del settore pubblico e dalla detenzione da parte della Banca centrale di monete divisionali emesse dal settore pubblico. Tali eccezioni sono accettate in base al principio che un totale divieto ai crediti derivanti da tali attività sarebbe inutile da un punto di vista economico e la sua attuazione potrebbe rivelarsi molto costosa⁵.

Il credito intragiornaliero è consentito dal Regolamento in quanto può essere utile per assicurare il buon funzionamento dei sistemi di pagamento. Pertanto, il credito intragiornaliero risulta compatibile con gli obiettivi dell'articolo 104 del Trattato, purché sia esclusa qualsiasi proroga al giorno successivo. In questo quadro, in quegli Stati membri dove è consentito il credito intragiornaliero, sono state prese misure volte ad impedire che il credito intragiornaliero si possa trasformare in credito *overnight*. Ad esempio, alcuni governi detengono depositi relativamente cospicui presso la Banca centrale in modo da evitare il rischio di un saldo debitore nel loro conto alla fine di ogni giorno lavorativo; in altri casi i governi hanno previsto la possibilità di uno scoperto sui conti detenuti presso banche commerciali che può essere utilizzato alla fine di ogni giorno lavorativo.

Le procedure della Banca centrale per la raccolta di assegni possono fornire occasionalmente una forma di credito al settore pubblico senza interessi, se gli assegni sono accreditati sul conto del settore pubblico prima della loro effettiva raccolta. Di conseguenza, il Regolamento del Consiglio stabilisce limiti stringenti al credito derivante dalla compensazione di assegni per conto dell'amministrazione pubblica, consentendo solo un credito di carattere "eccezionale", "che sia limitato ad un importo modesto e si annulli a breve termine". Nella maggior parte degli Stati membri, dalla fine del 1994 la raccolta di assegni ha cessato di provocare crediti a favore del settore pubblico.

Infine, si può avere una concessione di credito al settore pubblico anche quando la Banca centrale detiene monete divisionali emesse dal settore pubblico e accreditate al suo conto. Il Regolamento del Consiglio ha previsto un limite massimo a tale forma di credito: l'ammontare di monete divisionali emesse dal settore pubblico che la Banca centrale può detenere e accreditare sul conto del settore pubblico non può superare il

⁵ Non rientrano in questo ambito i finanziamenti che le Banche centrali concedono al settore pubblico per adempiere agli impegni assunti nei confronti del FMI o risultanti dall'attuazione del meccanismo di sostegno finanziario a medio termine previsto dalla Unione europea.

10 per cento delle monete divisionali in circolazione⁶. Tale disposizione è stata generalmente rispettata nel corso del 1994, tranne in un caso in cui il limite è stato superato nei primi quattro mesi dell'anno.

3. Conformità al divieto di accesso privilegiato alle istituzioni finanziarie

Così come per il divieto di finanziamento monetario, la maggior parte degli Stati membri ha anticipato l'applicazione dei requisiti previsti dall'articolo 104a e dal Regolamento del Consiglio N. 3604/93 sul divieto di consentire al settore pubblico un accesso privilegiato alle istituzioni finanziarie. Ancor prima della ratifica del Trattato di Maastricht, gli Stati membri hanno infatti revocato disposizioni che potevano tradursi in una forma privilegiata di accesso, anche alla luce di varie innovazioni che hanno interessato il quadro di riferimento: in primo luogo la Direttiva sulla liberalizzazione dei movimenti di capitale, che nella maggioranza degli Stati membri è entrata in vigore il 1° luglio 1990; e, in secondo luogo, la sempre maggiore concorrenza nel settore dei servizi finanziari che ha accresciuto l'esposizione delle attività di finanziamento del settore pubblico alle regole delle forze di mercato, ivi incluso il requisito del pagamento di un interesse a tassi di mercato.

Il divieto di accesso privilegiato riguarda principalmente il rapporto tra settore pubblico e istituzioni finanziarie. Secondo il Regolamento del Consiglio, le Banche centrali nazionali non devono essere considerate istituzioni finanziarie e allo stesso tempo non rientrano nel settore pubblico. Ciò nonostante, le Banche centrali vengono interessate dal Regolamento, in particolare per quanto riguarda le procedure che le Banche centrali adottano per la mobilitazione o la costituzione in cauzione di strumenti di debito. Tuttavia, un esame che l'IME ha condotto su tali procedure non sembra aver evidenziato alcuna forma di accesso privilegiato.

Un'altra area in cui le norme della Banca centrale potevano implicare un accesso privilegiato per il settore pubblico è quello delle riserve obbligatorie. Fino a poco tempo fa, in alcuni Stati membri, alcuni strumenti di debito pubblico, come i titoli del Tesoro, potevano essere utilizzati ai fini delle riserve obbligatorie. Tali norme si discostavano dalle relative disposizioni del Trattato e del Regolamento del Consiglio e sono state modificate di conseguenza.

⁶ Nel caso della Germania, a seguito della riunificazione, la percentuale ammessa è del 15 per cento fino alla fine del 1996.

BILANCIO DELL'IME

Stato Patrimoniale al 31.12.1994

| | ECU | | ECU |
|---|----------------------------------|---|----------------------------------|
| I Attività connesse allo SME | | I Passività connesse allo SME | |
| Oro | 28.624.566.048 | ECU conferiti alle Banche centrali nazionali | 56.575.849.005 |
| ECU conferiti alle Banche | 27.951.282.957 | | |
| | <hr/> | | <hr/> |
| | <u>56.575.849.005</u> | | <u>56.575.849.005</u> |
| II Altre attività | | II Altre passività | |
| (1) Contanti e conti bancari a vista | 499.203 | (1) Creditori ed altre passività | 3.639.743 |
| (2) Titoli | 12.358.418 | (2) Fondo pensioni e per obblighi similari | 377.803 |
| (3) Immobilizzazioni materiali | 6.595.995 | (3) Altri fondi di accantonamento | 3.566.464 |
| (4) Altre attività | 1.277.793 | (4) Fondo di rivalutazione | 117.401 |
| | <hr/> | (5) Contributi da parte delle Banche centrali nazionali (ai sensi dell art. 16.2 dello Statuto) | 13.029.998 |
| | <u>20.731.409</u> | | <hr/> |
| | <u>20.731.409</u> | | <u>20.731.409</u> |
| Totale Attività | <u><u>56.596.580.414</u></u> | Totale Passività | <u><u>56.596.580.414</u></u> |
| <i>Conto d'ordine:</i> | | <i>Conto d'ordine:</i> | |
| Crediti a termine in ECU (derivanti dallo swap trimestrale) | 56.575.849.005 | Debiti a termine in oro e dollari USA | 56.575.849.005 |

Conto profitti e perdite per l'anno 1994

| | <u>ECU</u> |
|--|---------------------------------------|
| Rendite | |
| Interessi su titoli | <u>341.956</u> |
| Totale rendite | <u>341.956</u> |
| Spese | |
| Costi per il personale | 3.388.001 |
| Altre spese di amministrazione (compresi i costi d'avvio di: 6.862.916) | 14.692.575 |
| Ammortamento immobilizzazioni materiali | <u>231.382</u> |
| Totale spese | <u>18.311.958</u> |
| Perdita di esercizio | <u><u>(17.970.002)</u></u> |
| Ripianamento della perdita | |
| Contributi da parte delle Banche centrali nazionali ai sensi dell'art. 17.6 dello Statuto | <u><u>17.970.002</u></u> |

Francoforte sul Meno,
31 gennaio 1995

ISTITUTO MONETARIO EUROPEO

A. Lamfalussy

Presidente

Al Presidente e al Consiglio
dell'Istituto monetario europeo

Francoforte sul Meno

Abbiamo esaminato gli acclusi conti annuali dell'Istituto monetario europeo. La Direzione dell'Istituto monetario europeo è responsabile della redazione dei citati conti. Noi abbiamo dovuto formarci una opinione indipendente sui conti stessi sulla base della nostra revisione, e dobbiamo riferirvi tale opinione; di ciò siamo responsabili.

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

A nostro avviso i conti annuali, che sono stati redatti in base ai criteri contabili indicati nella Sezione 2 della relativa nota integrativa, rappresentano in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria dell'Istituto monetario europeo al 31 dicembre 1994 ed il risultato economico dell'esercizio conclusosi in tale data.

Francoforte, 14 febbraio 1995

C&L TREUARBEIT
DEUTSCHE REVISION
Aktiengesellschaft

(Wagener)

Revisore

(Kern)

Revisore

1. Introduzione

1.1 Ai sensi dell'art. 16 del proprio Statuto, l'IME deve essere dotato di risorse proprie da parte delle Banche centrali nazionali, e tali risorse vengono impiegate al fine di generare il reddito necessario per far fronte alle spese d'amministrazione dell'IME. In base all'art. 16.2, queste risorse dovevano essere conferite all'atto della costituzione dell'IME. Non era possibile determinare l'esatto ammontare delle risorse occorrenti a tale scopo prima che l'IME raggiungesse un livello di attività tale da consentire una attendibile previsione dei livelli delle spese d'amministrazione per gli anni successivi, e quindi le Banche centrali nazionali hanno effettuato alcuni pagamenti per consentire all'IME di avviare la propria attività, arredare ed attrezzare i propri uffici, assumere personale e sostenere le proprie spese correnti. Nel corso del 1994 le 12 Banche centrali nazionali che all'epoca erano a pieno titolo membri dell'IME hanno pagato l'ammontare globale di 31 milioni di ECU suddiviso in tre rate; ciascuna Banca centrale nazionale ha pagato secondo la ponderazione di cui all'art. 29.1 dello Statuto del SEBC (Sistema Europeo di Banche Centrali).

1.2 Del conferimento iniziale, 18,3 milioni di ECU sono stati utilizzati per spese d'amministrazione correnti e accantonamenti, di cui 6,9 milioni di ECU per spese *una tantum* connesse all'acquisizione e all'allestimento dei locali ad uso degli uffici nonché all'assunzione, al trasferimento e alla sistemazione del personale a Francoforte sul Meno. L'IME ha iniziato l'anno senza un fondo di riserva generale o redditi propri, e la quota dei conferimenti delle Banche centrali nazionali utilizzata per far fronte a tali spese - 18,0 milioni di ECU al netto dei redditi da interessi su disponibilità liquide - è stata considerata come un pagamento ai sensi dell'art. 17.6 dello Statuto, che prevede il ripianamento delle perdite.

1.3 I rimanenti 13,0 milioni di ECU, relativi ai conferimenti 1994 delle Banche centrali nazionali, sono stati considerati come contributi alle risorse proprie dell'IME versati ai sensi dell'art. 16.2 dello Statuto. Di questi, 6,6 milioni di ECU rappresentano investimenti in immobilizzazioni al netto dell'ammortamento e 6,4 milioni di ECU generiche riserve di liquidità.

1.4 Nella riunione del 3 gennaio 1995, il Consiglio dell'IME ha determinato l'ammontare globale delle risorse necessarie. In data 17 gennaio 1995 le Banche centrali nazionali hanno pagato ulteriori contributi per 602,5 milioni di ECU applicando la nuova quota di partecipazione, ridefinita a partire dal 1.1.95 per tenere conto dei nuovi membri del Consiglio (Oesterreichische Nationalbank, Suomen Pankki e Sveriges Riksbank); i contributi ai sensi dell'art. 16.2 effettuati nel 1994 sono stati ripartiti sulla base della nuova ponderazione. I contributi complessivi ai sensi dell'art. 16.2 ammontano a 615.573.495 ECU. A valere su tali fondi, 597,2 milioni di ECU sono stati versati in depositi vincolati a tempo al fine di produrre il flusso reddituale necessario per le spese d'amministrazione dell'IME. La parte residua comprende investimenti in immobilizzazioni e riserve di liquidità.

2. Criteri di redazione del bilancio

2.1 I conti annuali sono stati redatti in linea con i principi contabili stabiliti dal Consiglio dell'IME ai sensi dell'art. 17.3 del proprio Statuto, e sono espressi in ECU ufficiali.

2.2 Sebbene l'IME, in quanto ente comunitario, non sia soggetto alle leggi ed ai regolamenti nazionali in materia contabile, esso segue i principi contabili di generale accettazione in ambito internazionale, a meno che specifiche materie peculiari all'IME impongano un diverso comportamento. Nonostante la limitata durata dell'Istituto, i conti annuali sono stati predisposti in base al principio della "continuità di funzionamento".

2.3 Le attività e passività connesse allo SME sono indicate al costo. I titoli a breve termine a sconto sono indicati al costo, maggiorato degli interessi maturati. Gli altri titoli sono indicati al valore di mercato di fine anno. Tutte le altre attività e passività finanziarie sono indicate al valore nominale.

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

2.5 Prescindendo dalle attività e passività connesse allo SME, la conversione in ECU delle voci di situazione patrimoniale espresse in altre valute è stata effettuata sulla base delle quotazioni ufficiali, pubblicate dalla Commissione europea, applicabili al 31 dicembre 1994. Le operazioni in valuta riportate nel conto economico sono valutate alla media del tasso ufficiale del periodo di riferimento. Per il 1994 le citate operazioni, registrate nei libri contabili dell'IME, sono state effettuate a partire dal 18 aprile.

2.6 Le rendite e le spese sono contabilizzate secondo il criterio della competenza. Gli utili non realizzati derivanti dalla rivalutazione delle attività rispetto al prezzo di acquisto non sono imputati al conto economico come componenti positive di reddito ma contabilizzati in un fondo di rivalutazione; le perdite non realizzate sono innanzitutto portate in diminuzione dei precedenti utili non realizzati attribuiti al fondo di rivalutazione e per la parte eventualmente eccedente vengono imputate al conto economico.

2.7 Ai sensi dell'art. 17.4 dello Statuto, il Consiglio ha nominato la C & L Treuarbeit Deutsche Revision revisore esterno indipendente.

3. Note alla Situazione Patrimoniale

3.1 Attività e passività connesse allo SME

Queste poste riguardano le operazioni di *swap* trimestrali attraverso le quali vengono emessi ECU ufficiali come contropartita dei conferimenti all'IME, da parte delle Banche centrali nazionali, del 20 per cento delle rispettive riserve in oro e dollari USA. Queste operazioni sono descritte nel Capitolo II B.5.1. del presente Rapporto. Le attività e passività relative alle suddette operazioni sono indicate nei libri contabili dell'IME. Le registrazioni contabili non comportano il pagamento o la corresponsione di interessi. Gli interessi sulle riserve ufficiali, conferite contro ECU, continuano ad affluire ai proprietari originari. Sono dovuti interessi sulle disponibilità in ECU derivanti dagli *swaps* solo nel caso in cui una Banca centrale ne possieda in eccedenza rispetto ai propri debiti a termine in ECU; in tale evenienza, i pagamenti sono bilanciati dagli interessi dovuti dalle Banche centrali i cui debiti a termine in ECU eccedano l'ammontare degli ECU posseduti.

Il 1° gennaio 1994 l'IME ha rilevato le attività e passività del Fondo Europeo di Cooperazione Monetaria (FECOM), ciascuno degli aggregati indicati ammontava a 56,96 miliardi di ECU. Di questi, 53,48 miliardi riguardavano gli ECU emessi a favore delle Banche centrali contro i conferimenti di oro e dollari USA, e 3,48 miliardi si riferivano ad operazioni di finanziamento a brevissimo termine.

3.2 Altre attività

Il (1) *Contante e conti bancari a vista*: le disponibilità liquide sono affluite ad un conto corrente bancario denominato in marchi tedeschi, vale a dire nella valuta con la quale sono regolate quasi tutte le transazioni correnti dell'IME. Questo conto è stato utilizzato esclusivamente per esiti ed introiti concernenti la quotidiana attività amministrativa dell'IME.

Il (2) *Titoli*: le disponibilità liquide in eccesso sono state impiegate, su base giornaliera, in Buoni del Tesoro della Repubblica Federale di Germania. Al 31 dicembre 1994 l'IME non possedeva altre tipologie di titoli.

Il (3) *Immobilizzazioni materiali*: queste comprendevano, alla fine dell'anno:

| | | |
|----------------------|------------|------------------|
| Apparecchiature | ECU | 4.676.422 |
| Computers e software | ECU | 1.717.027 |
| Altro | <u>ECU</u> | <u>202.546</u> |
| TOTALE | <u>ECU</u> | <u>6.595.995</u> |

Nella voce "apparecchiature" sono compresi i costi capitalizzati relativi ad installazioni speciali, realizzate negli uffici dell'IME presso l'Eurotower, necessarie per far fronte a particolari esigenze operative. Le poste sono indicate al netto di ammortamenti per 231.382 ECU interamente imputati al conto economico dell'anno 1994.

Il (4) *Altre attività*: questa posta rappresenta principalmente un credito vantato nei confronti del Ministero delle Finanze federale tedesco per il recupero dell'IVA e di altre imposte indirette pagate su beni e servizi. Dette imposte sono rimborsabili ai sensi dell'art. 3 del Protocollo sui privilegi e le immunità delle Comunità europee, che si applica anche all'IME in virtù dell'art. 21 dello Statuto di quest'ultimo.

3.3 Altre passività

Il (1) *Creditori ed altre passività*: questa posta comprende principalmente i pagamenti dovuti ai fornitori, le ritenute alla fonte sugli stipendi da versare alle Comunità europee ed i contributi pensionistici con i relativi interessi, da rimborsare al personale. In base alle intese provvisorie in vigore alla data del bilancio, il personale dipendente contribuisce al programma pensionistico in misura percentuale rispetto alla propria retribuzione base (detti contributi sono integrati da quelli a carico dell'IME pari al doppio dei contributi gravanti sul personale - cfr. Il (2) infra); i contributi versati dal personale sono rimborsabili al termine del contratto di impiego, unitamente agli interessi maturati sugli stessi.

Il (2) *Fondo pensioni e per altri obblighi similari*: questa voce comprende i contributi, a carico dell'IME, al programma pensionistico via via accumulati. Tale fondo è necessario per far fronte al trattamento di fine rapporto e ad eventuali pensioni di invalidità.

Il (3) *Altri fondi di accantonamento*: questa voce comprende i fondi accantonati per: la sistemazione dei locali adibiti ad uffici dell'IME alla conclusione del rapporto di locazione (cfr. note al Conto Profitti e Perdite); l'allestimento del Rapporto Annuale e del bilancio per il 1994; i pagamenti che saranno dovuti alla Banca dei Regolamenti Internazionali per l'attività di Agente svolta per conto dell'IME.

Il (4) *Fondo di rivalutazione*: nel corso del 1994 l'apprezzamento del marco tedesco rispetto all'ECU ha determinato utili non realizzati sul valore netto delle attività detenute, ovvero denominate, in marchi tedeschi; detti utili sono stati imputati a questo conto.

Il (5) *Contributi da parte delle Banche centrali nazionali ai sensi dell'art. 16.2 dello Statuto*: questa voce rappresenta il saldo dei contributi versati dalle Banche centrali nazionali nel 1994 che residua dopo il ripianamento della perdita dell'esercizio stesso (cfr. l'Introduzione che precede e la nota al Conto Profitti e Perdite, punto 4.3 - Ripartizione della perdita); l'ammontare è stato considerato quale acconto sui contributi da effettuare ai sensi dell'art. 16 dello Statuto.

4. Note al Conto Profitti e Perdite

4.1 Rendite

Questa voce rappresenta gli interessi percepiti sugli impieghi di eccedenze di liquidità in Buoni del Tesoro (cfr. "Altre attività", punto II (2)).

4.2 Spese

Costi per il personale: questa posta comprende gli stipendi e le indennità di base, nonché i contributi a carico del datore di lavoro per pensioni e assicurazioni per malattia o infortuni, con riferimento al personale dell'IME. Al 31 dicembre 1994 l'organico dell'IME era costituito dal Presidente e da 126 dipendenti, 5 dei quali occupavano posizioni direttive di grado superiore. I costi per i dipendenti impiegati presso la BRI a Basilea (principalmente provenienti dal preesistente Segretariato del Comitato dei Governatori) prima del loro trasferimento a Francoforte sul Meno, avvenuto nei mesi di novembre e dicembre, rientravano in un contratto generale di servizio con la BRI in attesa del completo insediamento dell'IME nei propri uffici, e sono compresi nella voce "Altre Spese d'Amministrazione". Gli stipendi e le indennità del personale, ivi comprese le remunerazioni del personale inquadrato in posizioni dirigenziali, sono basati in sostanza su, e confrontabili con, lo schema stipendiale delle Comunità europee.

Altre Spese d'Amministrazione: in questa voce rientrano tutte le altre spese correnti, riguardanti le locazioni, la manutenzione degli immobili e delle apparecchiature, i beni di consumo, gli onorari professionali, ed altri servizi (ivi compresi quelli forniti temporaneamente dalla BRI) e forniture. Dell'importo totale, i "costi di avvio" comprendono le spese straordinarie non capitalizzabili sostenute nel corso dell'anno al fine di consentire l'insediamento dell'IME nei propri uffici, in particolare per la ristrutturazione dei locali e per le spese di agenzia relative alla locazione ed all'allestimento degli stessi, nonché le spese sostenute per l'assunzione, il trasferimento e la sistemazione del personale. Questi costi comprendono anche un accantonamento a fronte degli obblighi contrattuali dell'IME circa il ripristino dei locali nella loro condizione normale alla cessazione della locazione degli stessi.

4.3 Ripartizione della perdita

Poiché all'inizio dell'anno l'IME era sprovvisto del fondo generale di riserva, la perdita d'esercizio è stata ripianata interamente mediante i conferimenti effettuati dalle Banche centrali nazionali nel corso del 1994, in linea con il disposto dell'art. 17.6 dello Statuto.

ALLEGATI

LE STRATEGIE E GLI STRUMENTI DI POLITICA MONETARIA NEI PAESI DELLA UNIONE EUROPEA: LO STATO ATTUALE

1. Le strategie

Vi è unanimità tra le Banche centrali della Unione europea (UE) sull'obiettivo finale della politica monetaria, ossia la realizzazione e il mantenimento della stabilità dei prezzi. Tuttavia, come descritto nel Capitolo I.A.3.2., i singoli Stati membri utilizzano attualmente una vasta gamma di strategie di politica monetaria (cfr. tav. 15). Nell'ambito degli AEC, la maggior parte dei paesi adotta una strategia indiretta. Questa si basa, in un paese (la Germania), su un aggregato monetario prescelto quale obiettivo intermedio, in alcuni altri su obiettivi di tasso di cambio. Uno di questi paesi (la Francia) persegue come obiettivo la dinamica di un aggregato monetario e contemporaneamente mantiene sotto osservazione l'indebitamento totale; un altro paese (la Spagna) adotta una strategia diretta, perseguendo obiettivi espressi in termini di inflazione e tenendo sotto controllo la crescita monetaria. I paesi della UE che non partecipano al meccanismo di cambio, pur attribuendo tuttora importanza alla stabilità del tasso di cambio, fanno uso di un obiettivo monetario intermedio o di un obiettivo di inflazione diretto.

Queste divergenze non dovrebbero comunque essere eccessivamente enfatizzate, dato che sia l'approccio indiretto sia quello diretto sono stati di recente attuati in modo pragmatico. Da un lato, gli aggregati monetari e il tasso di cambio sono stati tenuti sotto stretto controllo nei paesi che hanno scelto l'approccio diretto. Dall'altro, nei paesi che utilizzano un obiettivo monetario intermedio, le Banche centrali, in qualche misura, hanno valutato l'importanza di cambiamenti in tali aggregati anche alla luce degli sviluppi di altri indicatori inflazionistici, tenendo in particolare conto del costo del lavoro, dei *deficit* di bilancio, dei prezzi all'importazione o dell'entità dello scarto tra PIL potenziale ed effettivo.

2. Gli strumenti

La gamma di strumenti di politica monetaria attualmente utilizzati dai paesi della UE è ampia. Essi possono essere raggruppati in tre categorie principali: sistemi di riserva obbligatoria, strumenti di rifinanziamento e di assorbimento della liquidità (*standing facilities*) e operazioni di mercato aperto. Con i sistemi di riserva obbligatoria, le Banche sono tenute a mantenere depositato presso la Banca centrale un ammontare minimo di riserve, che possono essere remunerate o infruttifere; tali riserve minime sono generalmente calcolate in percentuale delle passività monetarie della Banca. Gli strumenti di rifinanziamento e di assorbimento della liquidità rappresentano facilitazioni offerte dalle Banche centrali per l'effettuazione di alcuni tipi di operazioni (risconto, anticipazione, accettazione di depositi) su richiesta delle banche commerciali, ma a condizioni preannunciate dalla Banca centrale; l'utilizzo di questi strumenti da parte delle

single Banche commerciali può essere soggetto ad un regime di quote. Le operazioni di mercato aperto sono transazioni effettuate discrezionalmente dalla Banca centrale con gli operatori finanziari privati al fine di immettere o drenare liquidità dal mercato; esse possono consistere in operazioni definitive o pronti contro termine, e possono avere a oggetto diversi tipi di attività finanziarie (debito pubblico, titoli privati, titoli della Banca centrale e valute estere).

Le caratteristiche specifiche dei diversi strumenti e i rispettivi ruoli variano da paese a paese, come illustrato nella tavola 15.

Ad esempio, in alcuni paesi dove i sistemi di riserva obbligatoria (Germania, Spagna, Francia, Italia, Austria e Portogallo) o gli strumenti di rifinanziamento e di assorbimento della liquidità (Paesi Bassi) si basano su valori medi (ossia i requisiti o le aliquote fanno riferimento a valori medi relativi a un dato periodo di calcolo), ciò può contribuire alla stabilizzazione dei tassi di mercato a breve. Di conseguenza, la necessità di interventi di regolazione monetaria da parte delle Banche centrali è relativamente ridotta. Per converso, in paesi dove gli obblighi di riserva non sono previsti, o non hanno lo scopo primario di stabilizzare i tassi di interesse (ad esempio in Belgio, Irlanda e Regno Unito), questo compito ricade con maggiore forza sulle frequenti operazioni di *fine-tuning* della Banca centrale o sugli strumenti di rifinanziamento e assorbimento della liquidità. Per limitare la variabilità dei tassi di interesse a breve, la maggior parte delle Banche centrali della UE utilizza anche diverse combinazioni di strumenti di rifinanziamento o di assorbimento della liquidità (prestito marginale, deposito, sconto), attraverso i quali la liquidità può essere assorbita o immessa su richiesta delle banche commerciali a tassi preannunciati dalla Banca centrale. Questi tassi generalmente hanno anche funzione segnaletica dell'orientamento della politica monetaria.

In molti paesi (Belgio, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Finlandia e Svezia), due dei tassi applicati agli strumenti di rifinanziamento e di assorbimento della liquidità formano un "corridoio" all'interno del quale si muovono di regola i tassi di mercato a breve. Sebbene in alcuni paesi l'importanza quantitativa degli strumenti di rifinanziamento e di assorbimento della liquidità nel fornire (o drenare) liquidità sia relativamente elevata, nella maggior parte dei casi questo ruolo è ora svolto in primo luogo dalle operazioni di mercato aperto. Permangono tuttavia notevoli differenze da paese a paese sul tipo di operazioni di mercato aperto prevalentemente utilizzate (operazioni definitive in Grecia e Finlandia, pronti contro termine nella maggior parte degli altri paesi), così come sul tipo di attività finanziarie interessate, sulle procedure d'asta e sulla frequenza delle operazioni. Tuttavia, al riguardo è riscontrabile un certo grado di convergenza. L'incidenza degli interventi di mercato aperto è complessivamente cresciuta negli anni recenti, probabilmente anche come riflesso degli sforzi delle autorità per stimolare lo sviluppo dei mercati e per fare sempre più affidamento sui meccanismi di mercato. Inoltre, questa tendenza è stata accompagnata dall'ampio ricorso da parte delle Banche centrali alle operazioni pronti contro termine.

Una descrizione più dettagliata dei principali strumenti di politica monetaria può contribuire ad una migliore comprensione della molteplicità degli assetti operativi nella UE.

2.1 Obblighi di riserva

Nella maggioranza dei paesi della UE, il sistema bancario è sottoposto a obblighi di riserva, generalmente allo scopo di raggiungere diversi obiettivi di politica monetaria: (a) stimolare la costituzione di riserve da parte delle Banche; (b) contribuire alla stabilizzazione di tassi di interesse a breve tramite gli effetti dell'utilizzo di valori medi, ove previsti, riducendo in tal modo la necessità di frequenti interventi delle Banche centrali; (c) stabilizzare e rendere più prevedibile il moltiplicatore monetario e (d) aumentare la sensibilità della domanda di moneta all'andamento dei tassi di interesse, creando un divario tra i tassi di interesse sulle attività liquide e non liquide. L'importanza data alle diverse funzioni spesso varia da paese a paese. In paesi dove i requisiti di riserva minima non esistono (Belgio, Danimarca e Svezia), o dove il loro obiettivo primario non è correlato alla politica monetaria (Regno Unito), alcune delle suddette funzioni sono svolte tramite altri strumenti, ad esempio regolando il volume e la frequenza delle operazioni di mercato aperto.

Le caratteristiche tecniche degli obblighi di riserva differiscono inoltre significativamente da paese a paese (cfr. tav. 16), riflettendo da un lato l'importanza di funzioni differenti attinenti allo strumento e dall'altro le diversità strutturali tra i sistemi finanziari nazionali. Le differenze principali riguardano: (a) la definizione delle passività bancarie che sono soggette agli obblighi di riserva (tipo di strumenti, valuta di denominazione, settori economici controparte); (b) la durata del periodo di calcolo e di deposito e lo sfasamento tra i due; (c) l'utilizzo o meno di valori medi; (d) il grado di remunerazione (pari a zero in alcuni paesi, a valori positivi e inferiori ai tassi di mercato in altri e vicino ai tassi di mercato solo nei Paesi Bassi); (e) il livello e la differenziazione dei coefficienti di riserva su diversi tipi di passività; e (f) la gamma di istituzioni soggette a tali obblighi. Negli anni recenti c'è stata la tendenza generale a far convergere i coefficienti di riserva verso livelli relativamente più bassi, riflettendo in parte la necessità di scoraggiare la disintermediazione finanziaria e la delocalizzazione che, tuttavia, dipendono anche dal grado di remunerazione delle riserve obbligatorie. Tuttavia, persistono notevoli differenze tra paesi sull'entità complessiva degli obblighi di riserva, sia in percentuale delle passività di riferimento, sia in rapporto al PIL.

2.2 Strumenti di rifinanziamento e di assorbimento della liquidità (*standing facilities*)

Sebbene gli strumenti di rifinanziamento e di assorbimento della liquidità siano oggi utilizzati meno intensamente che in passato, essi, tuttavia, continueranno probabilmente a svolgere un ruolo importante. Tutte le Banche centrali della UE, con la sola eccezione del Banco de España, utilizzano attualmente strumenti di rifinanziamento e assorbimento della liquidità per l'attuazione della politica monetaria. Tuttavia, si riscontrano differenze sostanziali fra i vari paesi per quanto riguarda la combinazione degli strumenti utilizzati, le loro caratteristiche principali e le funzioni loro assegnate. Nel complesso, i principali strumenti di rifinanziamento e di assorbimento della liquidità sono tre: (a) strumenti di rifinanziamento marginale a tassi penalizzanti, che esistono in tutti i paesi della UE tranne tre; (b) strumenti di prestito a tassi di interesse inferiori a quelli di mercato, esistenti in sei

paesi della UE; (c) strumenti di deposito (o altri strumenti con funzioni equivalenti), che esistono in sei paesi della UE. Solo in Belgio sono attualmente utilizzati tutti e tre i tipi di strumenti.

Gli strumenti di rifinanziamento marginale hanno generalmente un ruolo importante nel facilitare l'operatività del sistema dei pagamenti consentendo il finanziamento, a un tasso penalizzante, degli sbilanci nelle compensazioni di fine giornata. Analogamente, gli strumenti di deposito sono utilizzati per assorbire eccessi di liquidità. In paesi dove non esiste uno, o entrambi questi strumenti, dette funzioni possono essere espletate tramite operazioni di mercato aperto. Strumenti di prestito a tassi inferiori a quelli di mercato, ad esempio il risconto, sono utilizzati in molti paesi, sebbene la loro importanza quantitativa nel rifinanziamento complessivo vari da paese a paese. Dato che questo strumento costituisce una forma sovvenzionata di rifinanziamento, il ricorso delle banche è normalmente soggetto a limiti individuali.

2.3 Operazioni di mercato aperto

Nell'ultimo decennio, nella maggior parte dei paesi della UE, è aumentata l'importanza delle operazioni di mercato aperto, riflessa nel minor utilizzo degli strumenti di rifinanziamento al fine di immettere liquidità, e nella riduzione degli obblighi di riserva. La maggior parte delle Banche centrali della UE ricorrono attualmente alle operazioni di mercato aperto sia su base regolare che a scopo di *fine-tuning*. Un importante vantaggio delle operazioni di mercato aperto dal punto di vista delle Banche centrali è che esse funzionano secondo i meccanismi di mercato, dato che non implicano sussidi o tasse implicite, e utilizzano gli stessi meccanismi per distribuire liquidità e per inviare segnali di politica monetaria. Un altro aspetto positivo è che sono considerate utili allo sviluppo di mercati monetari nazionali di adeguato spessore.

Le operazioni pronti contro termine su titoli nazionali sono oggi utilizzate in tutti i paesi della UE e, nella maggior parte di loro, costituiscono il principale strumento di politica monetaria. La scadenza di queste operazioni varia prevalentemente da un giorno a un mese; solo in Grecia arriva fino a sei mesi. L'attrattiva di queste transazioni deriva dal fatto che esse possono essere attuate con grande flessibilità e che la Banca centrale conserva la prerogativa di fissarne la frequenza, il momento, la scadenza e l'ammontare (o, in alternativa, il tasso di interesse). Inoltre, le operazioni pronti contro termine possono ridurre in qualche misura il problema di dover valutare la qualità dell'attività sottostante e hanno effetti meno significativi sui prezzi di mercato di questa attività rispetto ad altri titoli.

Le operazioni definitive sono correntemente utilizzate in cinque paesi della UE ma costituiscono uno strumento di politica monetaria di primario rilievo solo in Finlandia, Grecia e Regno Unito. Queste transazioni sono per la maggior parte effettuate in titoli di Stato con una vita residua inferiore ai tre mesi, tranne che in Italia, dove esse sono effettuate anche su titoli a lungo termine, in Finlandia, dove vengono scambiati i titoli della Banca centrale e i certificati di deposito bancari e nel Regno Unito, dove predominano le cambiali commerciali.

Le operazioni di *swap* in valuta estera (una combinazione di operazioni a pronti e a termine) possono essere utilizzate nella maggioranza dei paesi della UE, ma per la maggior parte sono effettuate su base occasionale e per scopi di *fine-tuning*.

L'emissione di titoli a breve da parte della Banca centrale è possibile in sette paesi, ma solo in quattro (Danimarca, Paesi Bassi, Finlandia e Regno Unito) queste operazioni sono effettuate con regolarità. In quattro paesi (Belgio, Grecia, Paesi Bassi e Finlandia) la Banca centrale può effettuare operazioni di prestito attive o passive sul mercato monetario. In Irlanda e Svezia la Banca centrale può offrire depositi a scadenza fissa.

* * * * *

Questa sintetica descrizione di strategie, strumenti e procedure di politica monetaria attualmente utilizzate nei paesi della UE, indica, da un lato, che si sta raggiungendo un certo grado di convergenza verso un più intenso ricorso agli strumenti basati su meccanismi di mercato, sebbene persistano considerevoli differenze sia nella combinazione degli strumenti utilizzati in ogni paese, sia nelle caratteristiche specifiche dei singoli strumenti. D'altro lato, le differenze esistenti tra le strategie di politica monetaria perseguite dalle singole Banche centrali sono, in molti casi, connesse principalmente a fattori storici, a diversità nei sistemi finanziari e nelle condizioni economiche sottostanti, nonché alle diverse posizioni dei vari paesi in seno allo SME.

Tavola 15 Strategie, strumenti e procedure della politica monetaria negli Stati membri della UE

| | BE | DK | DE | GR | ES | FR |
|---|-------------------------------------|--------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|
| Strategie di politica monetaria^(a) | XR | XR | MT (M3) | XR, MT (M3) | IT, XR | XR, MT (M3) |
| Riserva obbligatoria ai fini di politica monetaria | no | no | si | si | si | si |
| - ammontare (% del PIL) ^(b) | ... | ... | 1.3 | 4.3 | 1.4 | 0.1 |
| - remunerazione | ... | ... | no | parzialmente | no | no |
| Standing Facilities^(c) | | | | | | |
| - Finanziamenti a tassi inferiori a, o in linea con, i tassi di mercato (tasso) | <input type="checkbox"/> | ... | <input checked="" type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | ... | ... |
| | (inferiori ai tassi di mercato) | | (inferiori ai tassi di mercato) | (inferiori ai tassi di mercato) | | |
| - Conti di deposito | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | ... | ... | ... | ... |
| - Rifinanziamento marginale | <input type="checkbox"/> | ... | <input type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | ... | <input type="checkbox"/> |
| Operazioni di Mercato Aperto | | | | | | |
| 1. <u>Tipologie:</u> ^(c) | | | | | | |
| - operazioni definitive ^(d) | <input type="checkbox"/> | ■ | ... | ■ | ... | <input checked="" type="checkbox"/> |
| - operazioni temporanee in titoli interni | ■ | ■ | ■ | <input type="checkbox"/> | ■ | ■ |
| - operazioni di swap in valuta | <input checked="" type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | ... |
| 2. <u>Frequenza operazioni:</u> ^(e) | ■ | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> |
| 3. <u>Procedure d'asta:</u> ^(c) | | | | | | |
| - a tasso fisso | <input checked="" type="checkbox"/> | ■ | <input checked="" type="checkbox"/> | ... | ... | ... |
| - a tasso variabile | ■ | ... | ■ | <input type="checkbox"/> | ■ | ■ |

Fonte: Statistiche nazionali.

(a) Posizione a fine 1994. XR = obiettivo di tasso di cambio; IT= obiettivo inflazionistico; MT= obiettivo monetario. Per i paesi che perseguono obiettivi monetari l'aggregato-obiettivo è tra parentesi.

(b) Riserve obbligatorie detenute dalle Banche centrali in percentuale del PIL nominale (consistenze a metà 1994, ad eccezione del Portogallo, i cui dati si riferiscono a fine 1994).

(c) Importanza dell'immissione (o drenaggio) di liquidità sul (o dal) mercato: bassa; intermedia; alta.

(d) Per Danimarca, Paesi Bassi e Finlandia sono comprese le emissioni di certificati di deposito; per Irlanda e Svezia i depositi a scadenza fissa; per Belgio, Grecia, Paesi Bassi e Finlandia il collocamento e la raccolta di depositi sul mercato interbancario.

(e) Circa una volta a settimana; Diverse volte a settimana; Più di una volta al giorno.

| IE | IT | NL | AT | PT | FI | SE | UK |
|---------------------------------------|---|---|---|-------------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|
| XR | MT (M2) | XR | XR | XR | IT | IT | IT |
| si | si | si | si | si | si | no | no |
| 1.3 | 6.7 | 3.7 | 2.8 | 1.8 | 1.3 | ... | ... |
| in linea con i tassi di mercato | parzialmente | in linea con i tassi di mercato | no | no | no | ... | ... |
| ... | <input type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | ... | ... | ... | ... |
| | (in linea con i tassi di mercato) | (in linea con i tassi di mercato) | (in linea con i tassi di mercato) | | | | |
| <input checked="" type="checkbox"/> | ... | ... | ... | <input checked="" type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | ... |
| <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | ... | ... | <input type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> |
| <input type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | ... | ... | <input checked="" type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> |
| <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> |
| <input checked="" type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | ... | <input checked="" type="checkbox"/> | ... | ... |
| <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> |
| ... | ... | <input checked="" type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | ... | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> |
| <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | ... | <input type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> |

Tavola 16

Caratteristiche delle riserve obbligatorie negli Stati membri della UE
(Situazione a fine 1994)

| | DE | GR |
|---|--|--|
| 1. Coefficienti di riserva | - Passività a vista: 5% - Passività sogette residue: 2% | - Passività in valuta nazionale: 9% - Depositi in valuta estera detenuti da residenti e immigrati: fino al 100% |
| 2. Durata del periodo di calcolo | 1 mese | 1 mese |
| 3. Durata del periodo di mantenimento | 1 mese | 1 mese |
| 4. Sfasamento^(a) | 15 giorni | 60 giorni |
| 5. Valori medi | si | no |
| 6. La cassa contante soddisfa i requisiti di riserva | si ^(c) | si |
| 7. Norme sul riporto | no | si ^(e) |
| 8. Remunerazione | no | si ^(g) |

| | NL⁽ⁱ⁾ | AT |
|---|--|---|
| 1. Coefficienti di riserva | Spesso modificati a seconda delle condizioni del mercato | - Passività a vista: 9% - Depositi vincolati/di risparmio: < 1 anno: 7% ≥ 1 anno: 6% - Titoli: < 2 anni: 6% |
| 2. Durata del periodo di calcolo | 3 mesi ^(m) | 1 mese ⁽ⁿ⁾ |
| 3. Durata del periodo di mantenimento | variabile | 1 mese |
| 4. Sfasamento^(a) | variabile | 15 giorni |
| 5. Valori medi | no | si |
| 6. La cassa contante soddisfa i requisiti di riserva | no | si |
| 7. Norme sul riporto | no | no |
| 8. Remunerazione | si ^(b) | no |

(a) Sfasamento tra la fine del periodo di calcolo e la fine del periodo di mantenimento.

(b) I saldi giornalieri non possono essere inferiori ad una data percentuale (attualmente del 91 per cento) del vincolo medio mensile.

(c) Gli istituti di credito possono dedurre i propri stock medi di banconote e monete nel periodo di vincolo fino ad un limite del 25 per cento della riserva obbligatoria.

(d) Ad ogni istituto di credito viene domandato di costituire un deposito a un mese presso la Banca centrale il giorno 20 di ogni mese. Il deposito corrisponde al 3 per cento delle passività sogette a riserva nell'ultimo giorno del mese precedente detratti i propri stock in banconote e moneta divisionale in quel giorno. A partire dal marzo 1995, verrà posto un limite del 20 per cento alla misura in cui gli stock di banconote e monete potranno contribuire a soddisfare i requisiti di riserva obbligatoria di un istituto di credito.

(e) Solo l'insufficienza di riserve può essere riportata.

(f) Gli avanzi di riserva possono essere riportati fino al 90 per cento quando essi sono inferiori al 2 per cento del vincolo. Al di sopra di quest'ultima percentuale è possibile riportare fino al 75 per cento dell'ammontare dell'eccesso. Le insufficienze di riserva non possono essere riportate.

(g) Metà delle riserve obbligatorie è remunerata ad un tasso del 12,5 per cento.

(h) Le riserve obbligatorie sono remunerate ad un tasso pari all'80 per cento del rendimento dei titoli di Stato nazionali a breve termine con maturità residua superiore a 6 mesi e inferiore a 3 anni e sei mesi. Il tasso di interesse è aggiornato all'inizio di ogni periodo di mantenimento. Il tasso di interesse sulle riserve obbligatorie è generalmente inferiore al tasso interbancario a un mese. Tuttavia, nel caso di una curva dei rendimenti positiva e fortemente inclinata, il tasso può superare il tasso ad un mese.

| ES | FR | IE | IT |
|-----------|---|-------------------|-------------------|
| 2% | - Depositi a vista e di risparmio: 1% - Passività soggette residue: 0.5% | 3% | 15% |
| 10 giorni | 1 giorno | 1 giorno | 1 mese |
| 10 giorni | 1 mese | 1 mese | 1 mese |
| 2 giorni | 15 giorni | 50 giorni | 45 giorni |
| si | si | no | si ^(b) |
| no | si | si ^(d) | no |
| no | si ^(f) | no | no |
| no | no | si ^(h) | si ^(l) |

| PT | FI | UK ^(k) | BE/DK/LU/SE |
|----------|---|-----------------------|---|
| 2% | -Depositi a vista e vincolati: < 1 mese: 2% -Altri depositi: 1.5% -Altre passività: 1 % | 0,35% ^(l) | Non esiste attualmente un sistema di riserva obbligatoria |
| 7 giorni | 1 giorno | 6 mesi ^(o) | - |
| 7 giorni | 1 mese | 6 mesi | - |
| 3 giorni | 60 giorni | circa 6 mesi | - |
| si | no | no | - |
| no | no | no | - |
| no | no | no | - |
| no | no | no | - |

(i) Le riserve obbligatorie sono remunerate al 5,5 per cento. Le riserve in eccesso sono remunerate allo 0,5 per cento.

(j) I dati di questa colonna si riferiscono alle riserve liquide del mercato monetario.

(k) I dati di questa colonna si riferiscono ai coefficienti di liquidità dei depositi.

(l) 0,25 per cento per le passività soggette a riserva per le filiali nell'Irlanda del Nord di banche per le quali l'Irlanda del Nord è la piazza d'affari principale nel Regno Unito.

(m) L'ammontare delle passività soggette a riserva è identico al volume utilizzato dalle Banche centrali per determinare il cosiddetto "prestito concedibile" da parte della Banca centrale. Il prestito concedibile è calcolato per ogni banca come prestito medio per un periodo di tre mesi ed è determinato sulla base di una media delle passività bancarie sugli ultimi giorni dei tre mesi precedenti.

(n) Le riserve obbligatorie sono calcolate sulla base della media delle passività soggette a riserva il giorno 23 e l'ultimo giorno del mese precedente e il giorno 7 e 15 del mese di rilevazione.

(o) Il livello dei depositi obbligatori di un istituto è calcolato due volte all'anno (in aprile e ottobre) come lo 0,35 per cento della media delle passività soggette a riserva registrate negli ultimi giorni dei sei mesi precedenti.

(p) Media ponderata del tasso sui prestiti garantiti e del tasso sulle anticipazioni speciali.

REGOLAMENTO INTERNO DELL'IME

Il Consiglio dell'Istituto monetario europeo, in appresso denominati rispettivamente "Consiglio" e "IME",

- visto il Trattato istitutivo della Comunità europea come modificato dal Trattato sulla Unione europea, in appresso denominato "Trattato", e in particolare l'articolo 109f di detto Trattato,
- visto il Protocollo sullo Statuto dell'Istituto monetario europeo, in appresso denominato "Statuto", e in particolare gli articoli 9 e 10 di detto Statuto,

adotta il seguente Regolamento interno dell'IME:

Articolo 1 - Trattato e Statuto

Il presente Regolamento interno pone norme di dettaglio rispetto al Trattato e allo Statuto e i termini di seguito utilizzati si intendono nello stesso significato da essi assunto nel Trattato e nello Statuto. Ove sia fatto richiamo ad articoli, senza ulteriore specificazione, il riferimento va inteso allo Statuto.

Articolo 2 - Vicepresidente

Il Vicepresidente è eletto dal Consiglio tra i Governatori. Qualora il Vicepresidente non porti a termine il suo mandato, il Consiglio elegge un nuovo Vicepresidente per il restante periodo del mandato.

Articolo 3 - Data e luogo delle riunioni del Consiglio

3.1 Il Consiglio si riunisce almeno dieci volte l'anno. La data delle riunioni è decisa dal Consiglio su proposta del Presidente.

3.2 Il Presidente può inoltre convocare riunioni del Consiglio:

- in qualunque momento lo ritenga necessario; o
- su richiesta di un membro del Consiglio, previa consultazione degli altri membri.

Il Presidente convoca una riunione del Consiglio se almeno tre membri del Consiglio ne fanno richiesta.

3.3 In linea di principio, il Consiglio tiene le sue riunioni presso la sede dell'IME.

3.4 In circostanze eccezionali, individuate dal Presidente, le riunioni possono aver luogo anche per mezzo di teleconferenze.

Articolo 4 - Partecipazione alle riunioni del Consiglio

4.1 Ogni Governatore può essere accompagnato alle riunioni del Consiglio dal rispettivo membro del Comitato dei Sostituti di cui all'articolo 7 del presente Regolamento interno e da un altro rappresentante del proprio Istituto. In circostanze particolari, un Governatore può decidere che il rispettivo membro del Comitato dei Sostituti sia sostituito, alla riunione o in parte di essa, da altro rappresentante di grado superiore della propria Banca centrale da lui scelto.

4.2 Il Presidente può essere accompagnato dal Direttore generale, da un numero massimo di tre Capi di dipartimento e, secondo le esigenze dell'ordine del giorno, fino a tre altri funzionari dell'IME.

4.3 Il Presidente del Consiglio della Unione europea può essere accompagnato dal Segretario generale del Consiglio della Unione europea o da un suo rappresentante. Il rappresentante della Commissione delle Comunità europee può essere accompagnato da un funzionario della Commissione.

4.4 Il Consiglio può invitare alle proprie riunioni i Presidenti dei sottocomitati e dei gruppi di lavoro di cui all'articolo 10 del presente Regolamento interno, qualora lo ritenga opportuno.

4.5 Il Consiglio può invitare anche altre persone alle proprie riunioni, ove lo ritenga opportuno, e in particolare il Presidente del Comitato Monetario di cui all'articolo 109c del Trattato.

Articolo 5 - Procedure di voto

5.1 Quando un membro del Consiglio non può partecipare a una riunione o a parte di essa designa un altro rappresentante del proprio Istituto che agisce e vota in sua vece. La designazione deve essere notificata al Presidente.

5.2 Il Consiglio può deliberare se sono presenti almeno i due terzi dei membri o delle persone da essi nominate.

5.3 Le decisioni possono essere prese anche con procedura scritta, salvo che almeno tre membri del Consiglio vi si oppongano. Tali decisioni devono essere registrate nel resoconto sommario, di cui all'articolo 6.2 del presente Regolamento interno, della successiva riunione del Consiglio.

5.4 Le astensioni di membri del Consiglio o di persone da loro designate non impediscono l'adozione da parte del Consiglio di deliberazioni che richiedano l'unanimità.

5.5 Nei casi in cui il Consiglio adotti un parere con la maggioranza richiesta dal Trattato e dallo Statuto, la minoranza dissenziente ha il diritto di far allegare al parere i motivi del proprio diverso punto di vista.

5.6 La votazione a scrutinio segreto può aver luogo soltanto su argomenti di natura personale.

Articolo 6 - Organizzazione delle riunioni del Consiglio

6.1 L'ordine del giorno di ogni riunione sarà approvato dal Consiglio. Il Presidente redige un ordine del giorno provvisorio che è inviato, insieme ai relativi documenti, ai membri del Consiglio e ai partecipanti ai sensi dell'articolo 11 almeno otto giorni prima della riunione, salvo che in caso di urgenza; in tal caso, il Presidente agisce nella maniera più opportuna tenendo conto delle circostanze. Il Consiglio può decidere di eliminare o aggiungere voci all'ordine del giorno provvisorio su proposta del Presidente o di un membro del Consiglio. Una voce viene eliminata dall'ordine del giorno su richiesta di almeno tre membri nel caso in cui i relativi documenti non siano stati inviati ai membri nei tempi previsti.

6.2 Un resoconto sommario degli atti del Consiglio è sottoposto ai membri per l'approvazione nella riunione successiva.

Articolo 7 - Comitato dei Sostituti

7.1 E' costituito un Comitato dei Sostituti che contribuisce alla preparazione delle riunioni del Consiglio e predispose il proprio ordine del giorno conseguentemente.

7.2 Il Comitato dei Sostituti è composto da rappresentanti di grado superiore delle Banche centrali, nominati dai rispettivi Governatori. Ogni membro del Comitato può essere accompagnato alle riunioni del Comitato da un altro rappresentante del proprio Istituto.

7.3 Il Comitato dei Sostituti è presieduto dal Direttore generale. Questi può essere accompagnato da un massimo di tre Capi di dipartimento e, se l'ordine del giorno lo richiede, da altri funzionari dell'IME, fino a tre. In assenza del Direttore generale, il Comitato dei Sostituti è presieduto dal membro più anziano.

Articolo 8 - Organizzazione dell'IME

Il Consiglio, su proposta del Presidente previa consultazione dei membri, delibera su:

- l'organizzazione dei dipartimenti dell'IME;
- la nomina del Direttore generale e dei Capi di dipartimento;
- le condizioni di impiego dei dipendenti dell'IME.

Articolo 9 - Comitato finanziario

9.1 E' costituito un Comitato finanziario composto dal Vicepresidente e dai due membri più anziani del Consiglio. Il loro mandato è annuale. Alla scadenza del mandato, i due membri del Consiglio immediatamente successivi in ordine di anzianità diventano membri del Comitato finanziario.

9.2 Qualora un membro del Comitato finanziario non porti a termine il proprio mandato, il Consiglio nomina un nuovo membro per il restante periodo secondo la stessa regola, a meno che il periodo restante del mandato sia inferiore a sei mesi. In quest'ultimo caso, il nuovo membro porterà a termine il mandato del proprio predecessore e resterà in carica anche per l'anno successivo.

9.3 Il Comitato finanziario è presieduto dal Vicepresidente e:

- esamina le proposte del Presidente al Consiglio sul bilancio preventivo annuale e sul bilancio consuntivo nonché sui rendiconti periodici delle spese sostenute dall'IME nel corso dell'esercizio finanziario;
- presenta in merito il proprio parere al Consiglio.

Articolo 10 - Sottocomitati e gruppi di lavoro

10.1 Il Consiglio, su proposta del Presidente, può istituire sottocomitati e gruppi di lavoro in aree specifiche, determinandone le competenze e nominandone i Presidenti.

10.2 La disposizione dell'articolo 10.1 del presente Regolamento interno non pregiudica il diritto del Presidente di autorizzare riunioni ad hoc tra l'IME e rappresentanti delle Banche centrali nazionali.

Articolo 11 - Riservatezza

11.1 I verbali delle riunioni del Consiglio e di tutti i comitati e gruppi istituiti dal Consiglio sono riservati salvo che il Consiglio, deliberando all'unanimità, autorizzi il Presidente a renderne pubbliche le deliberazioni.

11.2 Fatto salvo quanto previsto dagli articoli 11.3 e 17.3, tutti i documenti redatti dall'IME sono riservati, a meno che il Consiglio non decida diversamente.

11.3 Le Banche centrali nazionali faranno sì che i propri rappresentanti siano vincolati, con riferimento alle loro attività nell'ambito dell'IME, al medesimo obbligo di segretezza professionale al quale sono tenuti i dipendenti dell'IME.

Articolo 12 - Rapporto Annuale

Il Rapporto Annuale dell'IME di cui all'articolo 11.3 è approvato dal Consiglio entro tre mesi dalla chiusura dell'esercizio finanziario cui si riferisce, ed è pubblicato, nelle lingue ufficiali della Comunità europea, nel quarto mese.

Articolo 13 - Disposizione finale

Il presente Regolamento interno può essere modificato di volta in volta se e quando se ne presenti l'esigenza.

GLOSSARIO

L'Atto di Adesione è il Trattato tra la Unione europea e i paesi dell'EFTA candidati, Austria, Finlandia, Norvegia e Svezia, che fissa i termini e le condizioni del loro ingresso nella Comunità europea. Le negoziazioni per l'ampliamento della Comunità si sono formalmente concluse nell'aprile 1994. L'Atto di Adesione è stato sottoscritto in occasione della riunione del Consiglio europeo a Corfù nel giugno 1994 ed è entrato in vigore il 1° gennaio 1995 in Austria, Finlandia e Svezia dopo essere stato ratificato dai rispettivi Parlamenti.

Accordo Basilea-Nyborg: accordo concluso l'8 settembre 1987 a Basilea tra i Governatori delle Banche centrali degli Stati membri della CEE, sulle misure per rafforzare i meccanismi operativi dello SME (estensione della durata del Meccanismo di Credito a Brevissimo Termine, maggiori possibilità di finanziare gli interventi con i meccanismi di finanziamento e maggiore utilizzabilità dell'ECU) e sull'uso degli strumenti (flessibilità del tasso di cambio all'interno della banda di oscillazione, variazioni nei tassi di interesse, interventi e tempestivi aggiustamenti dei tassi centrali) delineati al fine di opporsi alle pressioni del mercato. Questo accordo è stato approvato dai Ministri delle Finanze CEE e dai Governatori delle Banche centrali in occasione dell'incontro informale a Nyborg il 12 settembre 1987.

Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria: comitato composto da autorità di vigilanza bancaria costituito nel 1975 dai Governatori delle Banche centrali del Gruppo dei Dieci. E' composto da alti rappresentanti delle autorità di vigilanza e delle Banche centrali di Belgio, Canada, Francia, Germania, Italia, Giappone, Lussemburgo, Paesi Bassi, Svezia, Svizzera, Regno Unito e Stati Uniti. Si riunisce di regola presso la Banca dei Regolamenti Internazionali.

Tasso centrale bilaterale: la parità ufficiale tra una qualsiasi coppia di valute che partecipano agli Accordi europei di cambio, intorno alla quale viene definito il margine di fluttuazione.

Archivio Centrale del Credito (CCR): sistema di informazione formulato per fornire alle banche commerciali, alle Banche centrali e ad altre autorità di vigilanza dati relativi all'indebitamento di società e privati nei confronti dell'intero sistema bancario.

Comitato per le Statistiche Monetarie, Finanziarie e della Bilancia dei Pagamenti (CMFB): creato dal Consiglio dei Ministri per migliorare la cooperazione nel campo delle statistiche tra gli istituti di statistica del SEE e la Commissione europea da un lato e le Banche centrali del SEE e l'Istituto monetario europeo dall'altro, e per fornire consulenze su questioni statistiche alle parti interessate.

Gruppo di Concertazione: gruppo composto da esperti dei cambi delle Banche centrali degli Stati membri della UE, Norvegia, Svizzera, Giappone, Canada e Stati Uniti. Questo gruppo scambia su base regolare informazioni sull'andamento del mercato valutario.

Procedura di Concertazione: struttura all'interno della quale gli esperti del Gruppo di Concertazione si scambiano informazioni sull'andamento dei mercati.

Banche Corrispondenti: accordo con il quale una banca fornisce servizi di pagamento e di altro genere ad un'altra banca. I pagamenti effettuati tramite banche corrispondenti sono spesso eseguiti tramite conti reciproci (i cosiddetti conti "nostro" e "loro"), ai quali possono essere collegate linee di credito permanenti. I servizi delle banche corrispondenti sono forniti primariamente a livello internazionale.

Consegna dietro Pagamento (DVP): condizioni che permettono a due o più operatori di effettuare contemporaneamente due operazioni di trasferimento relative alla stessa transazione. Ad esempio, nel caso di una transazione su titoli, il meccanismo DVP permetterà ai partecipanti di regolare contemporaneamente sia i titoli che il contante relativo.

(Accesso dei) Partecipanti Diretti nell'IFTS: i partecipanti in un IFTS responsabili verso il proprio agente di regolamento (o verso gli altri partecipanti diretti) per la liquidazione dei propri pagamenti, di quelli dei propri clienti e di quelli dei partecipanti indiretti per conto dei quali liquidano.

Margini di fluttuazione degli AEC: limite minimo e massimo dei tassi di cambio bilaterali, nell'ambito dei quali possono fluttuare le valute che partecipano agli AEC.

Operazioni pronti contro termine a tasso fisso: aste in cui la Banca centrale offre credito a un tasso preannunciato (contrapposte alle aste a tasso variabile).

Sistema di Trasferimento Fondi (FTS): un accordo formale, basato sul diritto contrattuale tra privati o sulla legge scritta in genere, con un numero multiplo di soci, regole comuni e disposizioni standard, per la trasmissione e il regolamento delle obbligazioni finanziarie che sorgono tra membri.

Sistema di Trasferimento Fondi Interbancario (IFTS): sistemi di trasferimento fondi in cui la maggior parte (o tutti) i partecipanti sono istituti di credito.

Intervento ai limiti: intervento effettuato da Banche centrali le cui valute si trovano rispettivamente al limite minimo e massimo dei margini bilaterali di fluttuazione.

Intervento infra-marginale: intervento effettuato da una Banca centrale per sostenere la propria valuta il cui tasso di cambio è ancora all'interno dei propri margini di fluttuazione.

Pagamenti di elevato ammontare: pagamenti, generalmente di ammontari molto elevati (normalmente molto al di sopra di 100.000 ECU) che sono per lo più scambiati tra banche o tra partecipanti ai mercati finanziari e che richiedono liquidazioni urgenti e tempestive. Ad esempio, le operazioni di regolamento per i sistemi di compensazione netta sono considerati pagamenti di grande ammontare, qualunque sia il loro importo, perché debbono essere effettuati in un dato e preciso momento.

Norme sulla distribuzione della liquidità (o accordo sulla distribuzione della liquidità): un accordo tra i partecipanti a un sistema di compensazione relativo all'allocazione di qualsiasi rischio di liquidità che si generi quando uno o più partecipanti non adempiano alle proprie obbligazioni; l'accordo stabilisce come il rischio di liquidità debba essere ripartito tra le parti interessate nel caso in cui si faccia ricorso all'accordo stesso.

Norma sulla ripartizione delle perdite (o accordo sulla ripartizione delle perdite): un accordo tra i partecipanti a un sistema di compensazione relativo all'allocazione di qualsiasi perdita che si generi quando uno o più partecipanti non adempiano alle proprie obbligazioni; l'accordo stabilisce come la perdita debba essere ripartita tra le parti interessate nel caso in cui si faccia ricorso all'accordo stesso.

Gruppo del *Monitoring*: gruppo composto da esperti dei cambi delle Banche centrali della UE, che analizzano l'andamento economico e monetario e le politiche relative al fine di valutare il funzionamento dello SME.

Sistemi di Compensazione Netta (NSS): un IFTS in cui i pagamenti sono scambiati durante la giornata lavorativa (o parte di essa) e saldati su base netta alla fine della giornata (o, in alcuni casi, molte volte al giorno).

ECU ufficiale: l'ECU ufficiale è creato tramite le operazioni di swap contro il 20 per cento delle risorse ufficiali in dollari e in oro detenute dalle Banche centrali che partecipano allo SME. Il valore dell'ECU è calcolato come media ponderata del valore delle valute che lo compongono. La composizione valutaria dell'ECU è stata congelata il 1° novembre 1993 quando è entrato in vigore il Trattato sulla Unione europea.

Sistemi di Regolamento lordo in tempo reale (RTGS): sistemi di trasferimento fondi in cui gli ordini di pagamento sono regolati singolarmente nel momento in cui si originano e che provvedono al saldo immediato di tutti i pagamenti a condizione che ci siano fondi sufficienti o disponibilità di credito sul conto degli emittenti con l'agente di regolamento.

Riallineamenti: modifica del tasso centrale in ECU e dei tassi bilaterali di una o più valute che partecipano al Meccanismo di Cambio dello SME.

Accesso remoto all'IFTS: un istituto di credito ha accesso remoto ad un IFTS se la sua sede o una delle sue filiali ha accesso diretto ad un IFTS di un altro paese senza dover esservi fisicamente presente.

Seconda Direttiva di Coordinamento Bancario: Direttiva, adottata il 15 dicembre 1989 (89/646/CEE) che riguarda il coordinamento di leggi, regolamenti e normative amministrative relative alla costituzione e all'attività di istituti di credito situati nella Unione europea. Essa emenda la Prima Direttiva di Coordinamento Bancario adottata nel 1977 (77/780/CEE).

Rischio di regolamento: termine generale per designare i rischi sia di credito che di liquidità inerenti ad un sistema di trasferimento fondi, ossia il rischio che una delle parti mancherà ad uno o più obblighi verso la proprie controparti o verso l'istituto o agente che effettua il regolamento.

Agente di regolamento: l'istituto che avvia il regolamento finale di una compensazione su incarico di tutti i partecipanti.

Organismi di Investimento Collettivo in Valori Mobiliari (OICVM): secondo quanto prescritto dalla Direttiva 85/611/CEE, si tratta di società il cui solo scopo è l'investimento collettivo in titoli trasferibili di fondi messi a disposizione da privati. I titoli degli UCITS sono riacquistati o riscattati, direttamente o indirettamente, su richiesta dei detentori delle attività delle società.

Direttiva sulla Liquidazione: Direttiva sul coordinamento di leggi, regolamenti e norme amministrative relative alla riorganizzazione e alla liquidazione di istituti di credito, proposta dalla Commissione europea l'11 gennaio 1988 (proposta emendata), tuttora in corso di negoziazione in seno al Consiglio della UE.

Clausola Ora Zero: norma delle leggi sul fallimento che rende inefficaci con effetto retroattivo le transazioni di un istituto che ha cessato le proprie attività, a partire dalle ore 0.00 della data in cui è stato disposto in tal senso.

ABBREVIAZIONI

Paesi¹

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

Valute

| | |
|---------|-----------------------------|
| BEF/LUF | Franco belga/lussemburghese |
| DKK | Corona danese |
| DEM | Marco tedesco |
| GRD | Dracma greca |
| ESP | Peseta spagnola |
| FRF | Franco francese |
| IEP | Sterlina irlandese |
| ITL | Lira italiana |
| NLG | Fiorino olandese |
| ATS | Scellino austriaco |
| PTE | Scudo portoghese |
| FIM | Marco Finlandese |
| SEK | Corona svedese |
| GBP | Sterlina inglese |
| JPY | Yen giapponese |
| USD | Dollaro USA |

¹ Conformemente alla prassi normalmente seguita nella Comunità, i paesi sono elencati nel Rapporto secondo l'ordine alfabetico delle lingue nazionali.

Altre abbreviazioni

| | |
|------------------|--|
| ABE | Associazione Bancaria per l'ECU |
| AEC | Accordi europei di cambio |
| BCE | Banca Centrale Europea |
| BRI | Banca dei Regolamenti Internazionali |
| CE | Comunità europea |
| CEE | Comunità economica europea |
| CHAPS | Clearing House Automated Payments System |
| Consiglio ECOFIN | Consiglio dei Ministri Economici e Finanziari |
| CR | Centrale dei rischi |
| EUROSTAT | Ufficio statistico della Unione europea |
| FECoM | Fondo Europeo di Cooperazione Monetaria |
| FMI | Fondo Monetario Internazionale |
| IFTS | Interbank Funds Transfer Systems (Sistemi interbancari di trasferimento fondi) |
| IME | Istituto monetario europeo |
| IML | Institut Monétaire Luxembourgeois |
| LIFFE | London International Financial Futures Exchange |
| MATIF | Marché à Terme d'Instruments Financiers |
| OCSE | Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico |
| PIL | Prodotto interno lordo |
| RTGS | Real-time Gross Settlement System (Sistema di regolamento lordo in tempo reale) |
| SEBC | Sistema Europeo di Banche Centrali |
| SEE | Spazio economico europeo |
| SME | Sistema monetario europeo |
| STMS | Short-Term Monetary Support Mechanism (Meccanismo di sostegno monetario a breve termine) |
| TARGET | Trans-European Automated Real-time Gross-settlement Express Transfer System |
| UE | Unione europea |
| UEM | Unione economica e monetaria |
| VTSF | Very Short-Term Financing Mechanism (Meccanismo finanziario a brevissimo termine) |
| 2BCD | Seconda Direttiva di Coordinamento Bancario |

ELENCO DEI DOCUMENTI PUBBLICATI DALL'IME*

“Recent developments in the use of the private ECU: statistical review”, Sottocomitato per la Politica del Cambio, marzo 1993

“Caratteristiche minime comuni dei sistemi di pagamento nazionali”, Gruppo di lavoro sui Sistemi di Pagamento, novembre 1993

“Recent developments in the use of the private ECU: statistical survey” Sottocomitato per la Politica del Cambio, febbraio 1994

“Le carte prepagate”, Gruppo di lavoro sui Sistemi di Pagamento, maggio 1994

“Pubblicazione informativa”, ottobre 1994

“Le finalità dell'IME riguardo ai pagamenti internazionali nella Fase III”, Gruppo di lavoro sui Sistemi di Pagamento, novembre 1994

“Sviluppi nei sistemi di pagamento dell'Unione europea nel 1994”, Gruppo di lavoro sui Sistemi di Pagamento, febbraio 1995

* Alcuni di questi documenti sono stati pubblicati nel 1993 dal Comitato dei Governatori delle Banche centrali della Comunità europea.

MEMBRI DEL CONSIGLIO DELL'IME

| | |
|---|---|
| A. Lamfalussy | Presidente dell'IME |
| L. Rojo | Banco de España e Vicepresidente dell'IME ² |
| A. Verplaetse | Nationale Bank van België / Banque Nationale de Belgique |
| E. Hoffmeyer (fino al 31 dicembre 1994) B. Andersen (dal 1° gennaio 1995) | Danmarks Nationalbank |
| H. Tietmeyer | Deutsche Bundesbank |
| Y. Boutos (fino al 26 ottobre 1994) L. Papademos (dal 26 ottobre 1994) | Banca di Grecia |
| J.-C. Trichet | Banque de France |
| M. Doyle (fino al 30 aprile 1994) ³ M. O'Connell (dal 1° maggio 1994) | Central Bank of Ireland |
| A. Fazio | Banca d'Italia |
| P. Jaans | Institut Monétaire Luxembourgeois |
| W. Duisenberg | De Nederlandsche Bank |
| M. Schaumayer (dal 1° gennaio 1995) | Oesterreichische Nationalbank |
| M. Belezza (fino al 28 giugno 1994) A. de Sousa (dal 28 giugno 1994) | Banco de Portugal |
| S. Hämäläinen (dal 1° gennaio 1995) | Suomen Pankki |
| U. Bäckström (dal 1° gennaio 1995) | Sveriges Riksbank |
| E. George | Bank of England |

² Da luglio 1994.

³ Vicepresidente dell'IME da gennaio ad aprile 1994.

MEMBRI DELLA DIREZIONE DELL'IME

| | |
|---------------|--------------------|
| A. Lamfalussy | Presidente |
| R. Raymond | Direttore generale |

Capi di Dipartimento

| | |
|----------------|--|
| H.K. Scheller | Segretario generale |
| G.-J. Hogeweg | Dipartimento Monetario, Economico e Statistico |
| P. Schlüter | Dipartimento Amministrativo |
| J. Etherington | Dipartimento Sistemi Informativi e Telecomunicazioni |

COMITATO FINANZIARIO

| | |
|---|--|
| L. Rojo | Banco de España |
| E. Hoffmeyer (fino al 31 dicembre 1994) | Danmarks Nationalbank |
| W. Duisenberg | De Nederlandsche Bank |
| A. Verplaetse (dal 1° gennaio 1995) | Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique |

PRESIDENTI DEI SOTTOCOMITATI E DEI GRUPPI DI LAVORO

| | |
|---------------------------------------|---|
| L. Papademos (fino al 6 gennaio 1995) | Sottocomitato per la Politica Monetaria |
| J.-J. Rey (dal 9 gennaio 1995) | |
| F. Saccomanni | Sottocomitato per la Politica del Cambio |
| B. Quinn | Sottocomitato per la Vigilanza Bancaria |
| T. Padoa-Schioppa | Gruppo di lavoro sui Sistemi di Pagamento nella UE |
| A. Jarvis | Gruppo di lavoro per la Stampa e l'Emissione di una Banconota Europea |
| K. Hanau | Gruppo di lavoro sulle Statistiche |
| H. Heemskerck | Gruppo di lavoro sulle Questioni Contabili |
| Y. Barroux | Gruppo di lavoro sui Sistemi Informativi |

