



ISTITUTO MONETARIO EUROPEO

RAPPORTO ANNUALE  
1996



Aprile 1997

© Istituto Monetario Europeo, 1997  
Postfach 10 20 31, D-60020 Frankfurt am Main

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

ISSN 1024-5553 **ISBN 92-9166-312-3 (online)**

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

# Indice

## Prefazione

---

<b>Sintesi</b>	1
----------------	---

---

### Capitolo I

## **Le condizioni economiche, monetarie e finanziarie nella Unione Europea**

<b>1 Il quadro di riferimento economico e finanziario nel 1996</b>	
1.1 I principali sviluppi al di fuori della UE	14
1.2 Gli sviluppi macroeconomici nella UE	17
1.3 L'andamento dei prezzi	25
1.4 L'andamento della finanza pubblica	31
1.5 I tassi di cambio intra-UE	37
1.6 I mercati finanziari nei paesi della UE	43
<b>2 Le politiche monetarie degli Stati membri</b>	47
<b>3 Le prospettive economiche e le sfide per la convergenza</b>	55

---

### Capitolo II

## **La preparazione alla Terza Fase**

<b>1 La politica monetaria</b>	
1.1 La strategia della politica monetaria	64
1.2 L'attuazione della politica monetaria unica	65
<b>2 La politica del cambio</b>	
2.1 La cooperazione nell'ambito della politica del cambio tra l'area dell'euro e gli altri Stati membri della UE	68
2.2 Gli interventi sul mercato dei cambi	68
2.3 La gestione delle attività di riserva della BCE	68
2.4 Gli indirizzi per le operazioni in attività di riserva in valuta estera detenute dalle BCN e dai governi degli Stati membri	69
<b>3 Le statistiche</b>	
3.1 I requisiti statistici per il funzionamento del SEBC nella Terza Fase	70
3.2 L'organizzazione del lavoro statistico a livello europeo	72
3.3 Le questioni legali	73
<b>4 Il sistema dei pagamenti</b>	
4.1 Il sistema TARGET	74
4.2 I sistemi di regolamento delle transazioni in titoli	75
<b>5 La preparazione delle banconote in euro</b>	77

<b>6</b>	<b>Le questioni contabili</b>	79
<b>7</b>	<b>I sistemi informativi e di telecomunicazione</b>	80
<b>8</b>	<b>La vigilanza bancaria</b>	81
<b>9</b>	<b>Le questioni legali</b>	
	9.1 La legislazione comunitaria secondaria	82
	9.2 La convergenza normativa	83
<b>10</b>	<b>La transizione all'euro</b>	85

---

### Capitolo III

#### **Altri compiti dell'IME**

<b>1</b>	<b>La cooperazione tra le banche centrali nell'ambito dei sistemi di pagamento</b>	
	1.1 L'accesso remoto	90
	1.2 La standardizzazione	90
	1.3 La moneta elettronica	91
<b>2</b>	<b>La sorveglianza sul Sistema di Compensazione e Regolamento dell'ECU</b>	
	2.1 L'attuazione del nuovo sistema di controllo dei rischi	92
	2.2 Le questioni legali	92
	2.3 Il regolamento del Sistema di Compensazione e Regolamento dell'ABE nella Terza Fase	93
<b>3</b>	<b>La cooperazione nel campo della vigilanza bancaria</b>	94
<b>4</b>	<b>L'amministrazione dei meccanismi dello SME e dei prestiti comunitari</b>	97
<b>5</b>	<b>Le funzioni consultive</b>	99
<b>6</b>	<b>La verifica della conformità al divieto di finanziamento monetario e di accesso privilegiato</b>	101
<b>7</b>	<b>La cooperazione con altre istituzioni</b>	102

---

	<b>Bilancio dell'IME</b>	105
--	--------------------------	-----

---

#### **Allegati**

	<b>Glossario</b>	116
	<b>Cronologia delle misure di politica monetaria adottate nella UE nel 1996</b>	123
	<b>Altre pubblicazioni dell'IME</b>	133

## Indice dei riquadri, delle tavole e delle figure\*

### Riquadri

1	Tendenze nella distribuzione geografica delle esportazioni di beni della UE Figura: Allocazione geografica delle esportazioni di beni della UE-15 nel 1985 e nel 1995	16
2	Le rigidità del mercato del lavoro negli Stati membri della UE Tavola: Tendenze della crescita e dell'occupazione nella UE nel lungo periodo	24
3	Progressi verso la stabilità dei prezzi negli Stati membri della UE Tavola: Medie e deviazioni standard dei livelli del tasso d'inflazione al consumo nella UE	29
4	Andamenti della spesa e delle entrate pubbliche e loro sostenibilità Figura: Entrate e spesa delle Amministrazioni pubbliche nella UE Figura: Indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche e spesa per interessi nella UE	34
5	I mercati dell'ECU privato Tavola: I mercati finanziari dell'ECU Figura: Differenza tra il tasso di cambio di mercato dell'ECU e quello teorico	41
6	Recenti esperienze di strategie basate su obiettivi monetari e di inflazione	53
7	Indici armonizzati dei prezzi al consumo Tavola: Inflazione al consumo nel 1996 sulla base degli indici armonizzati (IAPC) e degli indici nazionali (INPC)	59

### Tavole

1	Andamenti recenti del PIL reale	18
2	Composizione della crescita nella UE nel 1996	19
3	Saldo commerciale e saldo delle partite correnti nella UE	20
4	Inflazione dei prezzi al consumo e principali fattori determinanti	28
5	Condizioni della finanza pubblica	32
6	Condizioni della finanza pubblica nel 1996	33
7	Tassi di interesse a lungo termine	44
8	Obiettivi e linee-guida della politica monetaria degli Stati membri a) Aggregati monetari - obiettivi e fasce di riferimento b) Obiettivi formali di inflazione	48
9	Indicatori economici e criteri di convergenza del "Trattato di Maastricht"	56
10	Operazioni di mercato aperto	65
11	Caratteristiche delle attività stanziabili	66
12	La transizione all'euro	87
13	Prestiti comunitari	98
14	Procedure di consultazione	99

\* *Convenzioni utilizzate nelle tavole:*  
" - " Il fenomeno non esiste  
" . " Il dato non è disponibile  
" ... " Il dato non raggiunge la cifra significativa

\* *Convenzioni utilizzate nel Rapporto:*  
I dati aggregati per la UE-15 in questo Rapporto sono generalmente costruiti ponderando i dati dei singoli paesi con tassi di cambio coerenti con la parità dei poteri d'acquisto. Tuttavia, i dati del commercio estero utilizzano i tassi di cambio effettivi nel 1993. Tassi e indici (escluso l'indice dei prezzi al consumo) sono basati sui pesi del PIL nel 1993, mentre l'indice dei prezzi al consumo è basato sui pesi della spesa per consumi.

Il presente Rapporto è stato completato all'inizio del marzo 1997.

**Figure**

1	Principali sviluppi nelle maggiori economie industrializzate	15
2	Livelli di occupazione negli Stati membri della UE	21
3	Tassi di disoccupazione	23
4	Inflazione al consumo	26
5	Variazioni nella struttura delle entrate e della spesa delle Amministrazioni pubbliche nella UE	33
6	Posizione delle valute all'interno degli AEC	38
7	Tassi di cambio effettivi nominali	40
8	Differenziali di interesse con i titoli a lungo termine della Germania	45
9	Tassi di interesse ufficiali e tassi guida	49
10	Differenziali di interesse a breve termine con la Germania	52

## Abbreviazioni

### Paesi\*

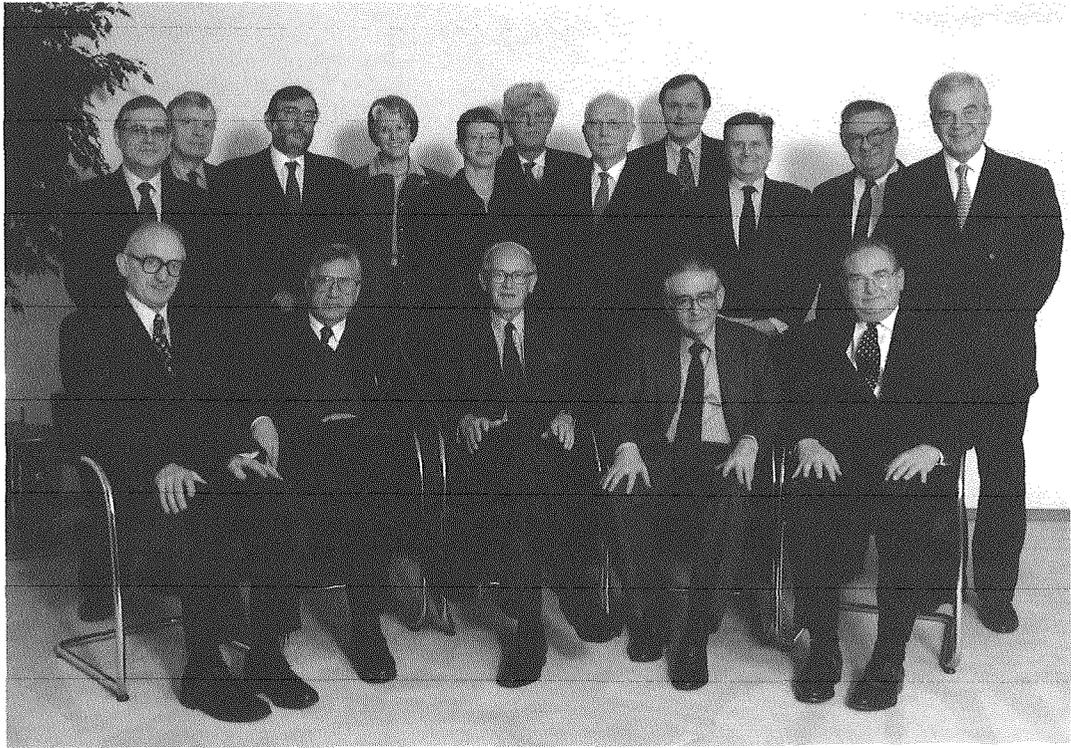
BE	Belgio
DK	Danimarca
DE	Germania
GR	Grecia
ES	Spagna
FR	Francia
IE	Irlanda
IT	Italia
LU	Lussemburgo
NL	Paesi Bassi
AT	Austria
PT	Portogallo
FI	Finlandia
SE	Svezia
UK	Regno Unito
JP	Giappone
US	Stati Uniti d'America

### 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

---

\* Secondo l'usanza comunitaria, i paesi sono elencati in questo Rapporto nell'ordine alfabetico dei loro nomi nelle rispettive lingue nazionali.



In piedi (da sinistra a destra): L. Papademos, P. Jaans, A. de Sousa, B. Andersen, S. Hämäläinen, W. Duisenberg, H. Tietmeyer, U. Bäckström, J.-C. Trichet, A. Verplaetse, K. Liebscher.

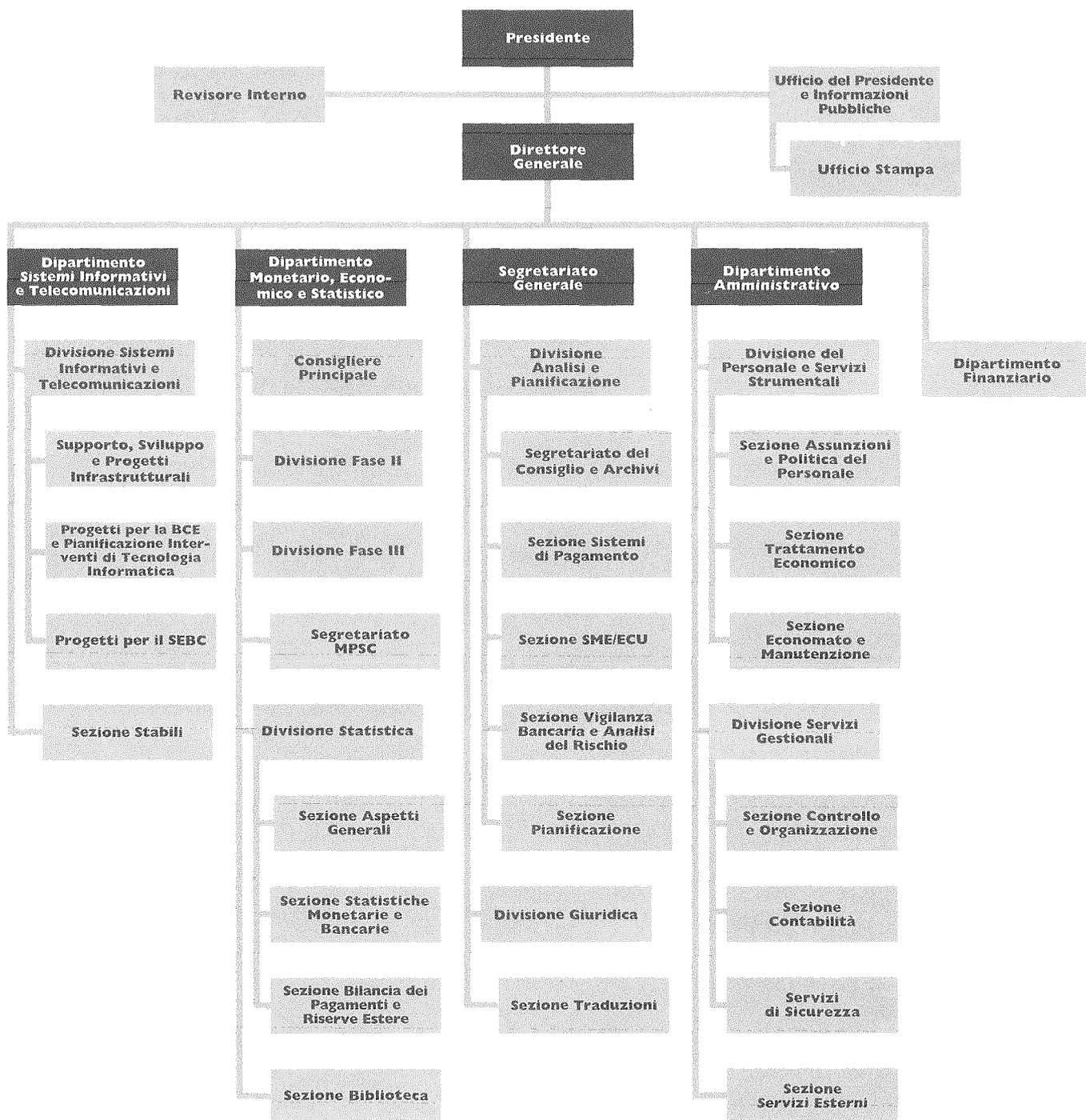
Seduti: M. O'Connell, A. Fazio, A. Lamfalussy (Presidente), L. Rojo (Vicepresidente), E. George.

## **Consiglio dell'IME**

A. Lamfalussy	<i>Presidente dell'IME</i>
L. Rojo	<i>Banco de España e Vicepresidente dell'IME</i>
A. Verplaetse	<i>Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique</i>
B. Andersen	<i>Danmarks Nationalbank</i>
H. Tietmeyer	<i>Deutsche Bundesbank</i>
L. Papademos	<i>Bank of Greece</i>
J.-C. Trichet	<i>Banque de France</i>
M. O'Connell	<i>Central Bank of Ireland</i>
A. Fazio	<i>Banca d'Italia</i>
P. Jaans	<i>Institut Monétaire Luxembourgeois</i>
W. Duisenberg	<i>De Nederlandsche Bank</i>
K. Liebscher	<i>Oesterreichische Nationalbank</i>
A. de Sousa	<i>Banco de Portugal</i>
S. Härmäläinen	<i>Suomen Pankki</i>
U. Bäckström	<i>Sveriges Riksbank</i>
E. George	<i>Bank of England</i>



# ISTITUTO MONETARIO EUROPEO



## **Direzione dell'IME**

A. Lamfalussy	<i>Presidente</i>
R. Raymond	<i>Direttore Generale</i>
H. K. Scheller	<i>Segretario Generale, Capo del Segretariato Generale</i>
G. J. Hogeweg	<i>Capo del Dipartimento Monetario, Economico e Statistico</i>
P.-W. Schlüter	<i>Capo del Dipartimento Amministrativo</i>
J. Etherington	<i>Capo del Dipartimento Sistemi Informativi e Telecomunicazioni</i>



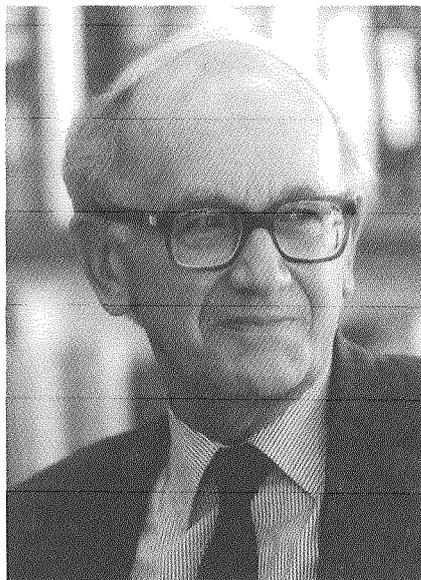
## Comitato Finanziario

L. Rojo		<i>Banco de España</i>
P. Jaans	(fino al 31 agosto 1996)	<i>Institut Monétaire Luxembourgeois</i>
E. George	(dal 1° settembre 1996)	<i>Bank of England</i>
A. Fazio	(fino al 31 agosto 1996)	<i>Banca d'Italia</i>
J.-C. Trichet	(dal 1° settembre 1996)	<i>Banque de France</i>

## Presidenti dei sottocomitati e dei gruppi di lavoro

J.-J. Rey		<i>Sottocomitato per la Politica Monetaria</i>
F. Saccomanni		<i>Sottocomitato per la Politica del Cambio</i>
B. Quinn	(fino al 29 febbraio 1996)	<i>Sottocomitato per la Vigilanza Bancaria</i>
T. de Swaan	(dal 1° marzo 1996)	
W. Hartmann		<i>Gruppo di lavoro sui Sistemi di Pagamento nella UE</i>
A. Jarvis		<i>Gruppo di lavoro per la Stampa e l'Emissione della Banconota Europea</i>
K. Hanau		<i>Gruppo di lavoro sulle Statistiche</i>
H. Heemskerk		<i>Gruppo di lavoro sulle Questioni Contabili</i>
Y. Barroux		<i>Gruppo di lavoro sui Sistemi Informativi</i>
J. Guill		<i>Gruppo di lavoro degli Esperti Legali</i>
M. Caparello	(dal 2 luglio 1996)	<i>Gruppo di Audit per TARGET</i>

# **Prefazione**



Il Rapporto Annuale dell'Istituto Monetario Europeo per il 1996 esamina in primo luogo le condizioni monetarie, economiche e finanziarie dell'Unione, compreso lo stato della convergenza; in secondo luogo, le attività dell'IME stesso, con particolare riguardo ai progressi compiuti dall'Istituto nell'adempimento del proprio compito statutario di intraprendere i lavori preparatori necessari per l'avvio dell'Unione Monetaria.

Credo che esistano ragioni per un cauto ottimismo riguardo alla situazione macroeconomica, sebbene non siano da sottovalutare i rischi e le sfide. È in atto una ripresa economica che appare destinata a continuare, accompagnata da bassi tassi di inflazione. Nella maggior parte dei casi, i mercati dei cambi della UE hanno registrato una relativa calma. I tassi di interesse a lungo termine sono bassi, mentre i differenziali si sono sensibilmente ridotti, sostanzialmente sotto l'influenza di fattori economici di fondo, sebbene questa tendenza si sia alquanto invertita recentemente in alcuni casi. In un generale contesto di pressioni inflazionistiche modeste e dato l'orientamento restrittivo di politica fiscale, la politica monetaria è stata con ragione allentata ulteriormente, pur se rimane essenziale restare vigili contro i rischi di inflazione.

Le tendenze della disoccupazione, tuttavia, sono estremamente preoccupanti; a mio parere, i recenti andamenti in fatto di creazione di posti di lavoro nell'Unione sono sconcertanti. L'occupazione è aumentata a stento nel complesso della UE dal minimo ciclico del 1993, e le proiezioni indicano scarsi miglioramenti. Ciò sottolinea la fondamentale necessità che continui la moderazione del costo del lavoro e che si rafforzino le riforme del mercato del lavoro, poiché è evidente che la sola ripresa della produzione non sarà sufficiente a porre rimedio a tendenze strutturali nella disoccupazione che hanno radici profonde.

Il rapporto dell'IME intitolato "I progressi verso la convergenza 1996", pubblicato a novembre, concludeva che la maggioranza degli Stati membri non rispettava le necessarie condizioni per l'adozione della moneta unica. All'inizio del 1998 sarà pubblicato un altro rapporto, in vista dell'avvio dell'Unione Monetaria il 1° gennaio 1999. È estremamente importante che le economie degli Stati membri che daranno vita all'Unione Monetaria siano convergenti e siano in grado di rimanere tali.

Sono stati compiuti evidenti progressi nella convergenza dell'inflazione e dei rendimenti obbligazionari, ed è stata mantenuta una sostanziale stabilità dei tassi di cambio. A seguito di favorevoli sviluppi, la Finlandia e l'Italia sono ora membri degli AEC. Tuttavia, sul versante della finanza pubblica la situazione in molti paesi resta tutt'altro che soddisfacente. Nonostante gli sforzi di risanamento, che hanno contribuito alla riduzione dei disavanzi, questi ultimi eccedono ancora nella maggior parte dei paesi i valori di riferimento stabiliti dal Trattato. Il debito pubblico in rapporto al PIL ha continuato ad aumentare nell'insieme della UE, nonostante le tendenze favorevoli registratesi in alcuni Stati membri. Ritengo che il processo di risanamento faccia ancora eccessivo affidamento su un'alta incidenza delle entrate, e meno di quanto sia desiderabile su tagli di spesa. Inoltre, un risana-

mento sostenibile non può essere ottenuto per mezzo di misure *una tantum* o di natura contabile.

Venendo alle attività dell'IME, noto con piacere che si è compiuto un rilevante, ulteriore progresso nel lavoro preparatorio. In particolare, l'IME ha adempiuto al proprio compito statutario di definire, entro la fine del 1996, il quadro normativo, organizzativo e logistico entro cui il SEBC potrà svolgere le sue funzioni nella Terza Fase. Vorrei mettere in evidenza alcuni dei settori nei quali, in particolare, si sono registrati progressi:

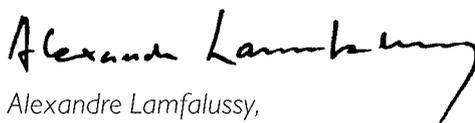
- l'IME ha contribuito all'elaborazione di proposte di norme UE sull'introduzione dell'euro;
- sono stati ora definiti in modo abbastanza dettagliato gli aspetti operativi della politica monetaria, ivi compresi gli strumenti e le procedure, e sono stati sviscerati gli argomenti utili all'eventuale scelta di una strategia da parte della BCE nell'Unione Monetaria; l'IME ha anche sottoposto al Consiglio della UE proposte preliminari di norme sulle statistiche, sulle riserve minime e sulle sanzioni;
- sono stati definiti con maggiore chiarezza gli AEC II - la relazione di cambio da stabilire fra l'Unione Monetaria e gli Stati membri non partecipanti;
- per quel che concerne il sistema dei pagamenti TARGET, l'IME ha posto sul tappeto questioni quali l'orario di operatività e il quadro organizzativo;

- l'IME ha pubblicato un documento in cui si delineano le statistiche necessarie per consentire al SEBC di svolgere le sue funzioni nella Terza Fase.

Il lavoro dell'Istituto procede in molti altri settori, ivi compresi: alcuni aspetti della gestione delle riserve valutarie del SEBC; i sistemi di regolamento dei valori mobiliari; la preparazione delle banconote in euro; l'armonizzazione delle norme contabili e degli standard per i sistemi informativi e di comunicazione del SEBC. Progressi sono stati compiuti, fra l'altro, su talune questioni legali e relative alla transizione alla moneta unica.

Molto lavoro resta da fare in tutti i settori già menzionati, in particolare la definizione dettagliata di tutte le caratteristiche tecniche dei vari strumenti e procedure, e più in generale la messa a punto del quadro complessivo, in maniera tale che una politica monetaria unica possa funzionare senza difficoltà fin dall'inizio. Ne discenderanno senza dubbio molti altri problemi, ma essi potranno essere risolti. L'Istituto Monetario Europeo è sulla buona strada per raggiungere l'obiettivo di garantire l'ultimazione di tutti i preparativi di natura tecnica necessari a consentire l'avvio della Terza Fase dell'Unione Economica e Monetaria nel 1999.

Francoforte sul Meno, 4 marzo 1997



Alexandre Lamfalussy,  
Presidente

## **Sintesi**

# Sintesi

Con il Rapporto di quest'anno, l'IME intende fornire una visione d'insieme di tutti gli aspetti relativi ai propri compiti, così come essi sono enunciati nel Trattato istitutivo della Comunità Europea<sup>1</sup>. Conformemente all'articolo 11 dello Statuto dell'IME, il presente Rapporto dà conto sia delle condizioni economiche, monetarie e finanziarie nella Comunità fino alla fine del 1996, sia delle attività dell'IME; inoltre esso reca il bilancio dell'Istituto. Il materiale contenuto nel presente Rapporto è tratto, in misura considerevole, da precedenti e più estese pubblicazioni dell'IME, in particolare dai documenti intitolati "I pro-

gressi verso la convergenza 1996" (novembre 1996) e "The single monetary policy in Stage Three - Specification of the operational framework" (gennaio 1997). Inoltre, si ritiene che il presente Rapporto adempia agli obblighi di segnalazione previsti dall'articolo 7 dello Statuto dell'IME, sebbene l'Istituto intenda pubblicare altro materiale nel corso dell'anno, in particolare con riguardo ai lavori preparatori delle procedure necessarie per l'attuazione di una politica monetaria unica nella Terza Fase.

## I Le condizioni economiche, monetarie e finanziarie nella Unione Europea

### *Il quadro di riferimento economico e finanziario nel 1996*

A partire dal secondo trimestre del 1996, in un contesto economico complessivamente favorevole, la crescita del PIL nell'Unione Europea ha segnato una modesta ripresa. In alcuni paesi la crescita può essersi indebolita nel quarto trimestre, ma questo non va interpretato come un rovesciamento di tendenza. La ripresa del prodotto nel corso dell'anno, tuttavia, non è stata sufficiente a compensare gli effetti del rallentamento iniziato nello scorcio del 1995 e proseguito sino agli inizi del 1996, cosicché la crescita nella media dell'anno è stata notevolmente più bassa che nel 1995; si stima che la crescita del PIL nella UE in termini reali si sia collocata sull'1,7 per cento, contro il 2,5 nel 1995. Un fattore determinante del fiacco andamento della crescita media annua nel 1996 è stato il debole incremento degli investimenti fissi. Sul finire del 1996 non si era ancora chiaramente stabilizzato un profilo durevole di sviluppo, che fosse in particolare connesso con una accelerazione degli investimenti nell'insieme della UE.

In presenza di una modesta crescita del PIL, l'occupazione non è aumentata nella maggior parte degli Stati membri. Il tasso di disoccupazione nella UE nel suo complesso è leggermente caduto nella prima metà del 1996, prima di stabilizzarsi verso la fine dell'anno su un livello di poco superiore all'11 per cento. Alla luce delle dinamiche di più lungo periodo, è chiaro che la disoccupazione nella UE è per gran parte di natura strutturale, piuttosto che ciclica: per diversi decenni essa ha manifestato una netta e continua tendenza al rialzo; è debole il legame fra crescita, occupazione e disoccupazione. Di conseguenza, sebbene ci si possa attendere un certo aumento dell'occupazione per effetto della crescita

---

<sup>1</sup> I riferimenti al Trattato sono relativi al Trattato che istituisce la Comunità Europea, ove non altrimenti specificato. I riferimenti allo Statuto dell'IME e allo Statuto del SEBC/BCE sono relativi rispettivamente al Protocollo n. 4 sullo Statuto dell'Istituto Monetario Europeo e al Protocollo n. 3 sullo Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca Centrale Europea. Questi Protocolli sono allegati al Trattato e ne formano parte integrante.

del PIL, un maggior grado di flessibilità del mercato del lavoro (e del prodotto) è, insieme a una continuazione della moderazione salariale, condizione imprescindibile perché il problema della disoccupazione in Europa sia alleviato. Nella maggior parte dei paesi le riforme del mercato del lavoro appaiono ancora troppo marginali per poter incidere su di esso in misura significativa. Anche nei paesi in cui sono state adottate misure strutturali, sarà necessario che trascorra del tempo per poterne valutare appieno gli effetti.

*L'andamento dei prezzi* è rimasto favorevole. Un ruolo determinante è stato giocato dalla maggior enfasi attribuita a politiche monetarie orientate nel medio termine al raggiungimento e al mantenimento della stabilità dei prezzi. Inoltre, un clima dei prezzi favorevole è stato sostenuto dall'aumento della concorrenza, sia interna - come conseguenza delle privatizzazioni e della deregolamentazione - sia internazionale, in parte in connessione con l'integrazione europea e, in alcuni paesi, con gli effetti dell'apertura dell'Europa orientale. L'inflazione nel complesso della UE è scesa in media al 2,6 per cento nel 1996. Ciò costituisce un miglioramento rispetto al tasso del 3,1 per cento registrato nel 1995 ed è anche un risultato importante in un confronto storico. La gran parte degli Stati membri attualmente presenta tassi di inflazione vicini o al di sotto del 2 per cento; negli altri, i tassi di inflazione sono in discesa. Nel 1996 la riduzione dei saggi di inflazione è stata anche sostenuta da un rallentamento della crescita dei prezzi all'importazione e da più tenui pressioni inflazionistiche interne; queste ultime sono legate a una domanda debole e ad aumenti moderati del costo del lavoro per unità di prodotto nella maggior parte degli Stati membri.

Per quanto riguarda le *politiche di bilancio*, nel 1996 esse hanno continuato a essere orientate alla necessità del risanamento, dati i disavanzi e i rapporti debito/PIL persistentemente alti nella maggior parte

degli Stati membri. Nella UE considerata complessivamente i disavanzi di bilancio hanno continuato a scendere rispetto al picco raggiunto nel 1993, ma il rapporto medio deficit/PIL è ancora stimato ben al di sopra del 4 per cento nel 1996, rimanendo quindi un grave motivo di preoccupazione. Il rapporto medio debito/PIL nella UE è aumentato costantemente da valori inferiori al 60 per cento nel 1991 a valori ben al di sopra del 70 per cento nel 1996. Inoltre, se è continuata nel 1996 la spinta verso disavanzi più bassi, la composizione del consolidamento fiscale ha costituito motivo di preoccupazione dal punto di vista della sostenibilità delle tendenze nella spesa e nelle entrate pubbliche. Mentre negli anni 1994-95 si erano apportate correzioni che avevano portato a una diminuzione dei disavanzi ottenuta soprattutto grazie a minori spese, nel 1996 l'orientamento si è spostato dai tagli di spesa agli aumenti di entrate. Infine, anche nell'ottica del raggiungimento di un risanamento duraturo, non si può ritenere che provvedimenti a breve termine o *una tantum* - che sono validi solo per un anno, o che apportano miglioramenti a spese dei bilanci futuri, o che hanno solo effetti di presentazione - contribuiscano alla sostenibilità.

In confronto agli *andamenti dei tassi di cambio* negli anni precedenti, all'interno degli Accordi Europei di Cambio (AEC) sono prevalse condizioni di relativa calma. In particolare, tra la fine di maggio e la metà di ottobre 1996 i tassi di cambio bilaterali fra le principali valute sono rimasti entro bande relativamente ristrette, e la volatilità dei tassi di cambio è diminuita in modo significativo in confronto al 1995. Inoltre, altre due valute hanno fatto il loro ingresso negli AEC nel 1996: il marco finlandese, con effetto dal 14 ottobre, e la lira italiana, dal 25 novembre. Gli andamenti delle valute non aderenti agli AEC hanno seguito una comune tendenza all'apprezzamento fino all'autunno del 1996; dopo tale data la sterlina inglese ha subito una più forte spinta al rialzo, mentre le altre valute sono

rimaste sostanzialmente stabili. In generale, in termini di tassi di cambio reali effettivi, si può affermare che molte valute della UE si sono spostate verso livelli di tassi di cambio che sono più sostenibili rispetto alle sottostanti posizioni competitive.

Sullo sfondo di queste tendenze, i *tassi di interesse a lungo termine* sono diminuiti nel corso del 1996 in tutti gli Stati membri, con l'eccezione del Regno Unito, che si trovava in una diversa posizione ciclica. Inoltre, i differenziali di interesse a lungo termine nei confronti dei paesi con i più bassi rendimenti obbligazionari si sono ridotti significativamente. Appare chiaro che questa tendenza è dovuta a una combinazione di fattori, tra i quali una significativa riduzione dei differenziali di inflazione attesi all'interno della UE, i segnali di progressi compiuti nella direzione del consolidamento fiscale, la relativa stabilità dei tassi di cambio e la riduzione della instabilità politica in alcuni paesi. Tali fattori sono stati visti dai mercati come favorevoli a un miglioramento delle prospettive per l'Unione Economica e Monetaria (UEM) - elemento che a sua volta potrebbe aver ricoperto un ruolo indipendente nella riduzione dei differenziali, sia direttamente, sia attraverso un ulteriore miglioramento delle prospettive di stabilità dei tassi di cambio.

#### ***Le politiche monetarie degli Stati membri***

Il contesto economico e finanziario nel 1996 ha consentito un ulteriore, costante - seppur cauto - allentamento delle *politiche monetarie*, con la riduzione dei tassi di interesse ufficiali e di quelli guida in gran parte dei paesi della UE. In complesso, nella maggioranza degli Stati membri (segnatamente Belgio/Lussemburgo, Danimarca, Germania, Francia, Paesi Bassi, Austria, Finlandia e Svezia) i tassi di interesse ufficiali e quelli guida sono scesi a livelli bassi e molto simili fra loro. La convergenza dei tassi di interesse a breve e dei tassi di inflazione nel 1996, unitamente al raggiungimento di un alto grado di stabilità

dei tassi di cambio, segnala l'emergere di una intonazione allineata delle politiche monetarie fra questi paesi della UE. Nella gran parte dei restanti paesi dell'Unione le condizioni economiche e dei cambi nel 1996 hanno gradualmente favorito un orientamento più disteso delle politiche monetarie. Di conseguenza, i loro differenziali di interesse a breve termine con il marco tedesco si sono notevolmente ridotti. Ciò ha portato a una progressiva convergenza del più differenziato orientamento delle politiche monetarie che era stato richiesto per la gran parte del 1995 dalla necessità di contrastare le crescenti pressioni inflazionistiche e/o le rinnovate turbolenze sul mercato dei cambi in alcuni paesi della UE. Hanno fatto eccezione l'Irlanda, che verso la fine dell'anno ha scelto di rendere più restrittive le condizioni monetarie, e il Regno Unito, che ha aumentato i tassi di interesse ufficiali nella seconda metà del 1996.

#### ***Le prospettive economiche e le sfide per la convergenza***

Per quanto concerne le *prospettive dell'economia per il 1997*, il quadro congiunturale è più favorevole, pur se persiste la necessità di un aggiustamento strutturale. Le previsioni di crescita del PIL nell'Unione Europea sono di un rialzo nel 1997, ma si prevede che la situazione del mercato del lavoro rimarrà molto insoddisfacente nella maggior parte degli Stati membri. In questo campo gli scarsi risultati sono dovuti a numerose rigidità istituzionali: sarà un'ardua sfida per la gran parte degli Stati membri riuscire ad affrontarle in maniera decisiva e duratura.

Per quanto riguarda lo *stato della convergenza*, nel mese di novembre 1996 è stato pubblicato dall'IME un ampio rapporto intitolato "I progressi verso la convergenza 1996". I dati e le informazioni del presente Rapporto forniscono essenzialmente un sintetico aggiornamento dell'esame della situazione del 1996. Da allora pochi nuovi

dati si sono resi disponibili; in particolare, non sono ancora disponibili nuovi dati della Commissione sui risultati delle politiche di bilancio nel 1996.

Le prospettive di una inflazione durevolmente moderata nella UE sono piuttosto favorevoli, pur se rimangono i rischi di un rialzo, come è indicato dai significativi aumenti del costo del lavoro per unità di prodotto registratisi in alcuni paesi. Date le situazioni dei bilanci pubblici nel 1996, molti governi hanno intrapreso iniziative volte a rendere più incisivi gli sforzi di risanamento in vista dei risultati del 1997. È troppo presto per valutare gli effetti di queste misure sui risultati del 1997 e su quelli degli anni successivi. In generale, tuttavia, è necessario un progresso maggiore e più duraturo perché siano garantite posizioni di bilancio sostenibili. Se le ipotesi su un miglioramento del quadro congiunturale si riveleranno fondate, dovrebbe risultare più agevole continuare e rafforzare il necessario aggiustamento strutturale. Al tempo stesso, va evitata la tentazione di attenuare gli sforzi di aggiustamento in presenza di un apparente allentamento dei vincoli. In un contesto più ampio, il risoluto perseguimento degli obiettivi prefissati dai governi può fornire un importante contributo alla riduzione dei rischi legati allo stato dei conti pubblici. In particolare, esiste un legame fra aggiustamento fiscale sostenibile e miglioramento delle prospettive di crescita oltre il medio termine che giustifica il considerare gli sforzi di risanamento non soltanto nell'ottica dei requisiti dei criteri di convergenza, ma anche come intrinsecamente necessari. Ulteriori progressi contribuiranno altresì a sostenere la stabilità dei tassi di cambio e la convergenza dei rendimenti obbligazionari, laddove invece battute d'arresto del risanamento della finanza pubblica, o altri fattori che possano ridurre la fiducia nel processo della UEM, potrebbero influire negativamente sui mercati finanziari.

Con l'avvicinarsi della scadenza prevista per il passaggio alla Terza Fase dovrà essere rispettato il requisito essenziale del raggiungimento di un alto grado di convergenza sostenibile. Ciò è tanto più importante in quanto gli operatori stanno cominciando a guardare oltre l'anno 1999 e a formulare aspettative circa i probabili sviluppi a lungo termine nell'area dell'euro. In gioco vi è il contesto macroeconomico in cui la Banca Centrale Europea (BCE) dovrà muovere i primi passi per garantire la stabilità dei prezzi.

Queste considerazioni rendono ancor più evidente l'assoluta necessità che le politiche monetarie rimangano vigili nell'assicurare la stabilità dei prezzi. L'orientamento che verrà adottato nel prossimo futuro sarà particolarmente importante, in quanto influenzerà in misura crescente l'inflazione nel 1999 e nel periodo successivo, e quindi le aspettative dei prezzi nell'area dell'euro. Per quanto riguarda le politiche di bilancio, bisogna ricordare che la necessaria stretta osservanza dei criteri fiscali implica anche che sia assicurata la sostenibilità dei bilanci pubblici come preconditione per l'adozione della moneta unica. Come stabilito dal Consiglio europeo a Dublino nel dicembre del 1996, il mantenimento di posizioni di bilancio solide nella Terza Fase avverrà nel quadro del Patto di Stabilità e Crescita. L'importanza cruciale di posizioni di bilancio sostenibili deriva anche dal futuro onere che scaturirà dall'interazione fra il pagamento degli interessi sul debito accumulato, la disoccupazione elevata e persistente e le tendenze demografiche. Infine, la stabilità dei tassi di cambio rimane un fattore nel giudicare il grado di convergenza sostenibile, sia prima sia dopo il 1999. Come parte della futura cooperazione monetaria e di cambio fra l'area dell'euro e i paesi della UE non partecipanti, verrà introdotto un nuovo meccanismo di cambio (AEC II). La partecipazione sarà volontaria; tuttavia, ci si può attendere che gli Stati membri con clausola derogatoria entrino a far parte del meccanismo.

## 2 La preparazione alla Terza Fase

Nel 1996 l'IME ha compiuto ulteriori progressi nella preparazione del contesto necessario affinché il Sistema europeo di banche centrali (SEBC) sia in grado di svolgere i propri compiti sin dall'avvio della Terza Fase. Ciò ha comportato la continuazione del lavoro preparatorio nelle aree della politica monetaria, della politica del cambio, delle statistiche, dei sistemi di pagamento, dell'emissione di banconote, delle norme e dei principi contabili, dei sistemi informativi, e anche delle questioni legali. L'IME ha inoltre continuato a seguire i progressi nei lavori preparatori per l'introduzione dell'euro, a seguito dell'approvazione da parte del Consiglio europeo di Madrid, nel dicembre 1995, dello scenario per la transizione.

### *La politica monetaria*

Con la pubblicazione del rapporto "La politica monetaria unica nella Terza Fase - Definizione dell'assetto operativo", nel gennaio 1997, l'IME ha fornito al pubblico e alle controparti delle banche centrali nazionali (BCN) informazioni utili sugli aspetti operativi della politica monetaria. Il lavoro preparatorio dell'IME sulla politica monetaria unica procede secondo i tempi previsti, e la fase di studio dei principali aspetti si è conclusa. Le strategie ritenute potenzialmente adottabili per la politica monetaria nella Terza Fase si sono ridotte a due: il *targeting* monetario e il *targeting* diretto del tasso di inflazione. Il Consiglio dell'IME ha anche definito un insieme di strumenti di politica monetaria che saranno messi a disposizione del SEBC. Si prevede che il SEBC farà ricorso principalmente a operazioni di mercato aperto, ma offrirà anche due tipi di operazioni su iniziativa delle controparti: di rifinanziamento marginale e di deposito presso la banca centrale. È inoltre in fase di studio una infrastruttura che consenta alla BCE di

imporre, ove intenda farlo, obblighi minimi di riserva. Al fine di assicurare un orientamento comune della politica monetaria e di garantire condizioni concorrenziali omogenee tra tutte le controparti nell'intera area dell'euro, l'IME ha elaborato requisiti uniformi di idoneità riguardanti le controparti e le attività che esse dovranno utilizzare nelle operazioni con il SEBC. Non sono in corso, in questa fase, preparativi tecnici per l'accesso remoto alle operazioni di politica monetaria.

Nel corso del 1997 l'IME intende pubblicare altri documenti concernenti la definizione dell'assetto operativo del SEBC per la conduzione della politica monetaria unica, nonché la strategia di politica monetaria, gli strumenti e le procedure della stessa, il sistema TARGET (trasferimento espresso trans-europeo automatizzato di regolamento lordo in tempo reale) e i sistemi di regolamento delle operazioni in titoli.

### *La politica del cambio*

Nel campo della politica del cambio, sono state definite nel 1996 le linee generali dei futuri rapporti di cambio tra l'area dell'euro e gli Stati membri non partecipanti. Il rapporto dell'IME su tale argomento è stato presentato dal Consiglio ECOFIN alla riunione di Dublino del Consiglio europeo, che lo ha approvato, nel dicembre 1996. Il Consiglio europeo ha invitato il Consiglio ECOFIN a preparare una bozza di Risoluzione per la riunione del Consiglio europeo che si terrà il prossimo giugno 1997 ad Amsterdam, che stabilisca gli elementi fondamentali del nuovo accordo di cambio (AEC II). L'IME è stato invitato a predisporre, parallelamente, una bozza di accordo tra banche centrali da sottoporre alla BCE e alle banche centrali degli Stati membri non partecipanti all'area dell'euro. L'IME e le BCN stanno anche approntando

il lavoro preparatorio che consentirà al SEBC di avvalersi di due principali schemi organizzativi di condotta delle proprie operazioni in cambi: l'accentramento e il decentramento. Sono in corso ulteriori lavori che permetteranno alla BCE di definire la politica di gestione delle riserve valutarie e di controllarne l'attuazione sin dall'avvio della Terza Fase.

### ***Le statistiche***

Per quanto riguarda le statistiche l'IME, consultando la Commissione ove opportuno, ha predisposto un resoconto sulle esigenze statistiche per la Terza Fase. Tali esigenze sono state rese note in un documento dettagliato pubblicato nel luglio 1996, a uso degli organismi bancari e di altri operatori coinvolti negli adempimenti statistici, e riassunte, per un uso più generalizzato, in un documento informativo simultaneamente pubblicato. Data la lunghezza dei tempi richiesti dalla preparazione degli assetti statistici, gli Stati membri sono stati fortemente incoraggiati ad avviare tempestivamente la loro realizzazione. Le informazioni statistiche necessarie a condurre la politica monetaria nella Terza Fase saranno ad ampio raggio. Mentre gran parte delle informazioni statistiche a livello nazionale è già disponibile, la compilazione degli aggregati riguardanti l'area dell'euro porrà problemi di armonizzazione e di consolidamento. Le esigenze statistiche dovranno essere soddisfatte dagli Stati membri partecipanti in tempo per l'avvio della Terza Fase, il 1° gennaio 1999; alcuni dati, che dovranno avere il maggior grado di armonizzazione possibile, dovranno essere disponibili con molto anticipo rispetto all'avvio della Terza Fase.

### ***Il sistema dei pagamenti***

Nel campo del sistema dei pagamenti, il "Primo rapporto sullo stato di avanzamento del progetto TARGET" dell'IME, pubblicato

nell'agosto 1996, ha fornito informazioni aggiuntive sulle caratteristiche organizzative del sistema. Per evitare che vi siano ostacoli all'efficiente conduzione della politica monetaria unica, sarà garantito un certo livello di armonizzazione nelle caratteristiche dei sistemi nazionali di regolamento lordo (sistemi RTGS) all'interno dell'area dell'euro, con riguardo all'offerta di liquidità infragiornaliera, agli orari operativi e alla politica tariffaria. Come parte del lavoro di fissazione degli strumenti e delle procedure per la politica monetaria unica, e al fine di assicurare il buon funzionamento del sistema dei pagamenti nella Terza Fase, l'IME ha valutato l'adeguatezza dei sistemi di regolamento delle operazioni in titoli e dei loro collegamenti con i sistemi di pagamento. Le principali conclusioni sono contenute nel rapporto dell'IME dal titolo "EU securities settlement systems - Issues related to Stage Three of EMU", pubblicato nel febbraio 1997.

### ***La preparazione delle banconote in euro***

L'IME ha indetto, nel febbraio 1996, una gara per il disegno della banconota in euro, durata fino a settembre. A dicembre il Consiglio dell'IME ha scelto una delle dieci serie di disegni rimasti in gara tenendo conto, in particolare, di quanto suggerito da una giuria internazionale formata da noti esperti di *marketing*, *design* e storia dell'arte, nonché dei risultati di un sondaggio condotto in quattordici Stati membri. Il Presidente dell'IME ha informato il Consiglio europeo, nella riunione di dicembre a Dublino, della selezione effettuata dal Consiglio dell'IME. L'IME sta attualmente lavorando alla trasformazione dei bozzetti in disegni finali. Questa attività implica una collaborazione con il disegnatore per agevolare il processo di stampa delle banconote e per assicurare il rispetto di tutti i requisiti tecnici, ad esempio l'evitare riferimenti a elementi nazionali e l'incorporazione degli elementi di sicurezza. Successivamente si passerà alla fase di allestimento dei materiali per la

fabbricazione, tra cui la conversione in lastre da stampa.

### ***Le questioni contabili***

Nel 1996 il Consiglio dell'IME ha approvato i principi per le rendicontazioni consolidate del SEBC. L'applicazione di tali principi sarà obbligatoria per tutte le poste connesse all'attività del SEBC, per tutte le poste di bilancio della BCE e per il calcolo del reddito monetario. Tuttavia, le BCN potranno continuare a redigere e a pubblicare i propri bilanci secondo i rispettivi principi contabili. Si sta lavorando per sviluppare le tecniche necessarie affinché le singole BCN e la BCE siano in grado di adattare le procedure e i sistemi contabili ai principi prescelti; sarà altresì elaborato il formato delle situazioni periodiche del SEBC. Si sta inoltre lavorando per sviluppare un appropriato metodo per la determinazione del reddito derivante dallo svolgimento delle funzioni di politica monetaria da parte del SEBC.

### ***I sistemi informativi e di telecomunicazione***

Nel settore dei sistemi informativi e di comunicazione, il Consiglio dell'IME ha approvato la soluzione tecnica che doterà il SEBC di sistemi di teleconferenza ad alta capacità e affidabilità e si è dedicato alla ricerca del modo migliore per estendere tale sistema oltre il SEBC, in particolare alle banche centrali non-UE che fanno parte del "Gruppo di concertazione". È stato anche raggiunto un accordo sulle principali scelte di progettazione di un'infrastruttura di comunicazione che colleghi la BCE con le BCN, le cui specifiche tecniche sono in corso di elaborazione. Si prevede che questa infrastruttura possa funzionare verso la fine del 1997, così da consentire subito dopo l'effettuazione di collaudi. Dal punto di vista delle applicazioni, il lavoro di definizione ha raggiunto un livello tale da consentire lo sviluppo dei necessari supporti

in termini di sistemi informativi per l'attuazione delle operazioni di mercato aperto decentrate e per permettere il controllo delle operazioni decentrate basate su procedure bilaterali e degli interventi sul mercato dei cambi da effettuare a partire dalla Terza Fase.

### ***La vigilanza bancaria***

La vigilanza prudenziale nella Terza Fase resterà di competenza delle autorità nazionali e il relativo assetto fissato a livello UE non subirà variazioni. Il lavoro preparatorio dell'IME in questo ambito intende identificare le possibili modalità di attuazione dell'articolo 105, paragrafo 5, del Trattato e dell'articolo 25, paragrafo 1, dello Statuto del SEBC/BCE, e intende altresì fornire una valutazione preliminare in merito a come la BCE potrebbe definire la propria posizione rispetto a quanto previsto dall'articolo 105, paragrafo 6, del Trattato.

### ***Le questioni legali***

In campo legale, nel giugno 1996 l'IME ha trasmesso alla Commissione elementi per la legislazione comunitaria secondaria che regolerà l'introduzione dell'euro. Le proposte della Commissione relative a due Regolamenti del Consiglio della UE sono state ratificate dal Consiglio europeo del dicembre 1996. Uno dei Regolamenti riguarda, tra l'altro, la sostituzione dell'ECU (Unità di conto europea) con l'euro nel rapporto di 1:1, la continuità dei contratti e le regole tecniche sui tassi di conversione, incluso l'arrotondamento. Il secondo Regolamento affronta problematiche quali la sostituzione con l'euro delle valute degli Stati membri partecipanti, le disposizioni transitorie riguardanti le unità monetarie nazionali e l'emissione di banconote e monete metalliche. L'IME ha anche formulato raccomandazioni per la legislazione comunitaria secondaria sulle informazioni statistiche, sugli obblighi di

riserva e sulle sanzioni, e ha elaborato una lista dei requisiti di indipendenza di una banca centrale, che sia di aiuto ai legislatori nazionali in fase di adeguamento degli statuti delle rispettive BCN. L'IME ha identificato certe disposizioni contenute negli statuti delle BCN a suo avviso incompatibili con i criteri stabiliti dal Trattato e dallo Statuto del SEBC/BCE in merito all'indipendenza della banca centrale, e che pertanto dovranno essere adeguate. Ulteriori adeguamenti delle legislazioni nazionali che si potrebbero rendere necessari in preparazione della Terza Fase, riguardanti in particolare l'integrazione delle BCN nel SEBC e le norme fuori degli statuti delle BCN, formano tuttora oggetto di esame. L'IME riferirà su tale argomento in futuri rapporti.

#### *La transizione all'euro*

L'IME ha continuato a seguire i progressi dei lavori preparatori per l'introduzione dell'euro a seguito dell'adozione dello

scenario relativo alla transizione da parte del Consiglio europeo al vertice di Madrid del dicembre 1995. L'IME costituisce un foro per lo scambio di informazioni tra banche centrali su quattro temi principali: il lavoro preparatorio interno alle singole BCN in vista dell'istituzione del SEBC; i preparativi alla transizione da parte degli operatori del mercato finanziario; le attività svolte dalle autorità pubbliche in relazione all'euro; la diffusione tra il pubblico di informazioni riguardanti la transizione. Considerate le specificità nazionali dei mercati finanziari e delle strutture bancarie, le BCN rappresentano il principale canale di comunicazione, con riferimento agli ultimi tre argomenti, tra le autorità monetarie e gli operatori del mercato finanziario. Inoltre, è continuo lo scambio di opinioni tra l'IME, in collaborazione con le BCN, e la comunità bancaria e finanziaria al fine di valutare le esigenze di coordinamento del processo di transizione alla moneta unica a livello UE.

### **3 Altri compiti dell'IME**

#### *La cooperazione tra le banche centrali nell'ambito dei sistemi di pagamento*

L'IME ha continuato ad agevolare la cooperazione tra banche centrali della UE in tre delle principali aree del sistema dei pagamenti: l'accesso remoto, la standardizzazione e la moneta elettronica. Tali argomenti vengono analizzati nel rapporto dell'IME "Developments in the EU payment systems in 1996", che verrà pubblicato nell'aprile 1997.

#### *La sorveglianza sul Sistema di Compensazione e Regolamento dell'ECU*

L'attenzione dell'IME è stata volta principalmente ad assicurare che venga condotta un'opera di adeguamento agli standard di sicurezza indicati nel Rapporto sugli Schemi di Compensazione Interbancari, predisposto dalle banche centrali del G-10 nel 1990. Sotto questo profilo, le riforme più importanti attuate nel corso del 1996 hanno riguardato l'imposizione di limiti cogenti sulla posizione multilaterale netta in cui un partecipante può incorrere in qualsiasi stadio della procedura di compensazione, e la revisione dei criteri di adesione e di uscita dal

Sistema. L'ABE (Associazione bancaria per l'ECU) ha chiesto il parere di consulenti legali esterni allo scopo di sviluppare una struttura normativa che fornisca al Sistema una base giuridica solida, cogente e adatta alla Terza Fase. L'ABE ha anche iniziato a discutere con l'IME le questioni connesse con l'utilizzo nella Terza Fase dei servizi di regolamento del TARGET da parte del Sistema di Compensazione e Regolamento.

### ***La cooperazione nel campo della vigilanza bancaria***

Le consultazioni tra le autorità di vigilanza bancaria hanno riguardato tre argomenti. Per prima è stata analizzata a fondo la questione dei sistemi di controllo interno nelle istituzioni creditizie, allo scopo di identificare elementi che possano aiutare gli organi di vigilanza bancaria e altri soggetti interessati a valutare le caratteristiche e l'efficacia di tali sistemi. Secondo, un esame dei metodi utilizzati dalle autorità di vigilanza bancaria della UE per identificare, a uno stadio iniziale, situazioni di instabilità finanziaria degli enti creditizi ha mostrato che non esistono differenze sostanziali nell'approccio ai sistemi di diagnosi precoce (*early warning systems*). Terzo, è proseguita la cooperazione tra le centrali dei rischi attualmente esistenti in sette Stati membri, con l'obiettivo principale di giungere a una loro apertura transnazionale al fine di garantire alle istituzioni dichiaranti l'accesso ai dati raccolti presso di esse.

### ***L'amministrazione dei meccanismi dello SME e dei prestiti comunitari***

Poiché la Finlandia e l'Italia partecipavano già, su base volontaria, al meccanismo di *swap*, l'ingresso del marco finlandese e il rientro della lira italiana negli AEC, nello scorso autunno, non ha avuto effetti sulle operazioni *swap* dell'IME in ECU. Nel 1996 l'IME ha continuato a ricevere dai debitori, ovvero Grecia e Italia, e a pagare ai creditori della Comunità, le somme dovute per capitale, interessi, commissioni e spese sui prestiti in essere.

### ***Le funzioni consultive***

L'articolo 109f, paragrafo 6, del Trattato e l'articolo 5.3 dello Statuto dell'IME dispongono che l'IME sia consultato dal Consiglio dell'Unione Europea o dalle autorità nazionali responsabili, nei limiti e nelle condizioni prestabiliti, su ogni proposta di legislazione, comunitaria o nazionale, che rientri nella sua competenza. Nel 1996 sono pervenute sedici richieste di consultazione: sei provenienti dal Consiglio dell'Unione Europea, tre dalla Commissione e sette dalle autorità nazionali.

### ***La verifica della conformità al divieto di finanziamento monetario e di accesso privilegiato***

Dalle regolari procedure di verifica condotte dall'IME è emerso che le banche centrali della UE hanno continuato a rispettare le disposizioni del Trattato. Nel corso del 1996 e all'inizio del 1997 sono stati definitivamente corretti sia le restanti imperfezioni emerse nella transizione verso i nuovi assetti, sia i problemi tecnici verificatisi nell'attuazione delle nuove regole.

### ***La cooperazione con altre istituzioni***

L'IME ha continuato a cooperare strettamente con altri organi dell'Unione Europea in varie forme e a vari livelli. Circa i contatti con istituzioni esterne alla Comunità, la "procedura di concertazione" si è confermata un foro prezioso per lo scambio di dati tra gli esperti in cambi delle banche centrali. Sono anche continuati i rapporti di lavoro con la Banca dei regolamenti internazionali, il Fondo monetario internazionale (FMI) e la Banca mondiale. L'IME ha inoltre stabilito rapporti con le banche centrali dei paesi associati dell'Europa centrale e orientale e degli altri paesi che hanno fatto richiesta di associazione.

# Capitolo I

## **Le condizioni economiche, monetarie e finanziarie nella Unione Europea**

## **I Il quadro di riferimento economico e finanziario nel 1996**

### **1.1 I principali sviluppi al di fuori della UE**

#### *Un contesto esterno favorevole*

La situazione economica mondiale è stata complessivamente favorevole nel corso del 1996. Secondo gli ultimi dati diffusi dalle organizzazioni internazionali, si stima che la crescita del PIL in termini reali nei paesi al di fuori della UE sia stata di poco superiore al 4 per cento, rispetto al 3 ½ per cento circa del 1995. Le pressioni inflazionistiche nei paesi industriali sono rimaste deboli; l'aumento del prezzo del petrolio è stato parzialmente assorbito da un leggero ribasso nei corsi delle materie prime non petrolifere. La crescita delle importazioni mondiali ha subito una decelerazione rispetto all'11 per cento osservato nel 1995, ma è rimasta piuttosto esuberante, attestandosi sull'8 per cento (cfr. anche il riquadro 1).

Negli Stati Uniti la crescita del PIL nel 1996 è stata vigorosa (cfr. fig. 1), in gran parte per la vivace dinamica dei consumi privati, mentre la disoccupazione è scesa al minimo storico di poco più del 5 per cento. Nel contempo, l'inflazione al consumo è rimasta al 3 per cento. In Giappone la crescita del PIL è stata rapida nella prima metà dell'anno, ma in seguito il ritmo della ripresa è rallentato. L'inflazione dei prezzi al consumo in Giappone è stata praticamente pari a zero, e non sono emersi segni di pressioni inflazionistiche. La crescita è stata positiva anche nella maggior parte degli altri paesi industriali al di fuori dell'Unione Europea. Fa eccezione la Svizzera, dove il prodotto è diminuito a seguito del forte apprezzamento del franco.

Nelle economie del Sud-Est asiatico la crescita del PIL ha continuato ad essere rapida; con un livello del 7 ½ per cento circa, essa è stata solo di poco più bassa che nel 1995. Le economie dell'Europa

centrale e orientale hanno presentato andamenti differenti. Mentre numerosi paesi (in particolare Polonia, Repubblica Ceca e Repubblica Slovacca) hanno continuato a beneficiare di rapidi ritmi di espansione, l'attività è cresciuta in misura più modesta in altri ed è rallentata in Bulgaria. Si stima che la crescita media, per tutti i paesi dell'Europa centrale e orientale, sia stata appena inferiore al 4 per cento. Di contro, nella Comunità degli Stati Indipendenti (CSI) il prodotto ha subito una ulteriore flessione dell'1 per cento circa. Nei paesi latino-americani la crescita è stata superiore al 3 per cento e in Africa del 4 ½ per cento circa.

#### *I mercati obbligazionari globali si adattano al mutamento delle aspettative*

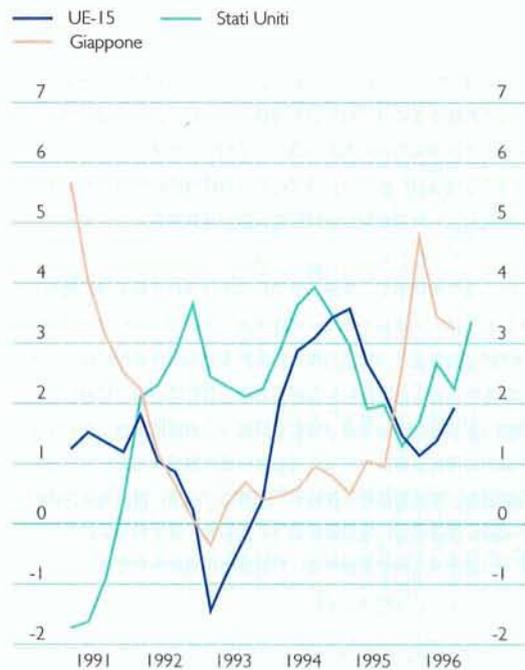
L'andamento dei rendimenti obbligazionari nei principali mercati internazionali ha rispecchiato in gran parte le aspettative sugli sviluppi economici di fondo. I rendimenti delle obbligazioni statunitensi a dieci anni sono saliti dal 5,6 per cento di fine 1995 al picco del 7,1 per cento del luglio 1996, in parte per la preoccupazione che le tensioni inflazionistiche potessero intensificarsi di lì a poco. L'eccezionale crescita dell'occupazione negli USA ha avuto a tale riguardo un ruolo particolarmente importante. Tuttavia, l'impennata dei rendimenti si è rivelata transitoria quando è stato chiaro che le pressioni inflazionistiche negli Stati Uniti rimanevano deboli; i tassi sono scesi gradualmente fino a stabilizzarsi sul 6,4 per cento a fine anno. In Giappone i tassi, sia a breve che a lungo termine, sono rimasti su livelli storicamente bassi per tutto il 1996. Il rendimento delle obbligazioni a dieci anni si era innalzato dal 2,9 per cento di fine 1995 al 3,4 per cento a fine febbraio 1996, seguendo il ritmo crescente della ripresa. In seguito, i rendimenti hanno oscillato intorno al 3,3 per cento fino alla fine di luglio, per

**Figura 1**

**Principali sviluppi nelle maggiori economie industrializzate**

**Crescita del prodotto**

(dati trimestrali; variazioni percentuali annue)



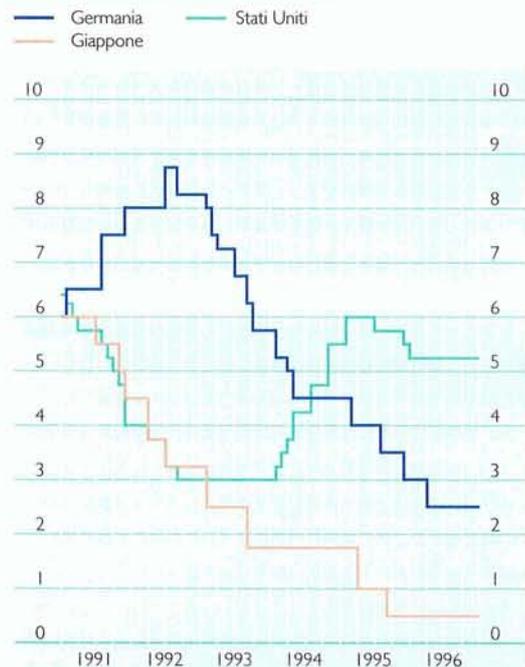
**Tassi di inflazione<sup>(a)</sup>**

(dati trimestrali; variazioni percentuali annue)



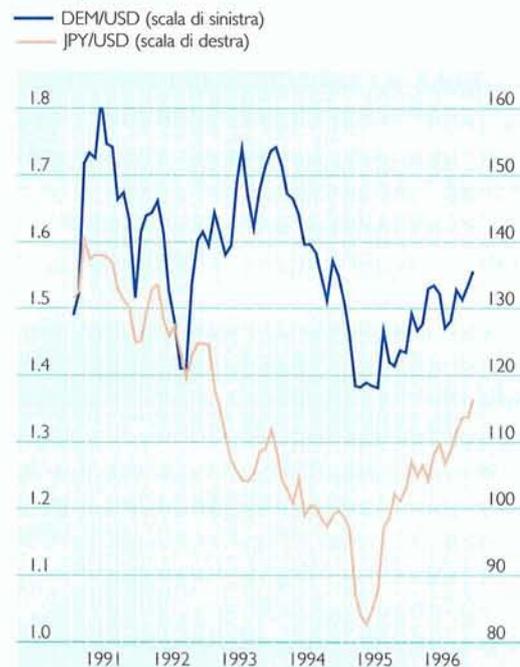
**Tassi di interesse ufficiali<sup>(b)</sup>**

(dati di fine mese; valori percentuali)



**Tassi di cambio<sup>(c)</sup>**

(dati di fine mese)



Fonte: Statistiche nazionali.

(a) UE-15 calcolata utilizzando i dati della Germania occidentale fino alla fine del 1993, quelli della Germania unita dopo tale data. Italia: indice del costo della vita. Regno Unito: indice dei prezzi al consumo, non comprensivo dei pagamenti per interessi sui mutui ipotecari (RPIX).

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

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

poi declinare gradualmente fino al 2,6 per cento a fine anno, quando la ripresa economica giapponese ha perso slancio e le aspettative sui tassi di interesse sono state pertanto riviste verso il basso.

### ***Calma relativa sui mercati dei cambi***

Nel corso del 1996 gli andamenti complessivi sui mercati dei cambi sono stati caratterizzati da una ripresa del dollaro USA, mentre la volatilità media giornaliera del cambio dollaro USA/marco tedesco è stata molto bassa in base a parametri storici. Il dollaro USA si è apprezzato nei confronti del marco tedesco, salendo da 1,43 dollari per marco al principio di gennaio a un livello massimo di circa 1,55 alla fine di maggio, prima di scendere a fine luglio a 1,48 e di recuperare negli ultimi mesi dell'anno. Alla fine del 1996 il dollaro tornava ad attestarsi su 1,55 per marco,

ossia su un livello superiore dell'8,4 per cento a quello di fine 1995. Il dollaro USA ha recuperato anche contro lo yen giapponese, salendo da 105 yen per dollaro al principio del 1996 fino a 116 a fine anno, 10,5 per cento in più rispetto al livello di fine 1995. Tra i fattori alla base dell'apprezzamento del dollaro vi sono le attese di un ampliamento dei differenziali positivi d'interesse a breve nei confronti del marco tedesco e dello yen giapponese.

Le variazioni dei tassi di cambio effettivi nominali delle tre valute sono state meno pronunciate di quelle dei tassi bilaterali. Nel corso dell'anno il cambio effettivo nominale del dollaro USA rispetto a ventisei partner commerciali si è apprezzato del 4 per cento, mentre quelli dello yen giapponese e del marco tedesco si sono deprezzati del 9 e del 4 per cento, rispettivamente.

## **Riquadro 1**

### **Tendenze nella distribuzione geografica delle esportazioni di beni della UE**

Il commercio internazionale è un canale-chiave per la trasmissione degli impulsi economici reali, e pertanto la sua distribuzione geografica determina il beneficio che la UE può aspettarsi di ricavare dai profili di crescita nel resto del mondo. La figura sottostante mostra la destinazione geografica delle esportazioni in valore della UE nel 1985 e nel 1995, l'anno più recente per il quale sono disponibili dati completi. In linea generale, va rilevato che la distribuzione geografica delle esportazioni deve essere analizzata con cautela, in quanto può cambiare nel tempo col variare dei tassi di cambio reali.

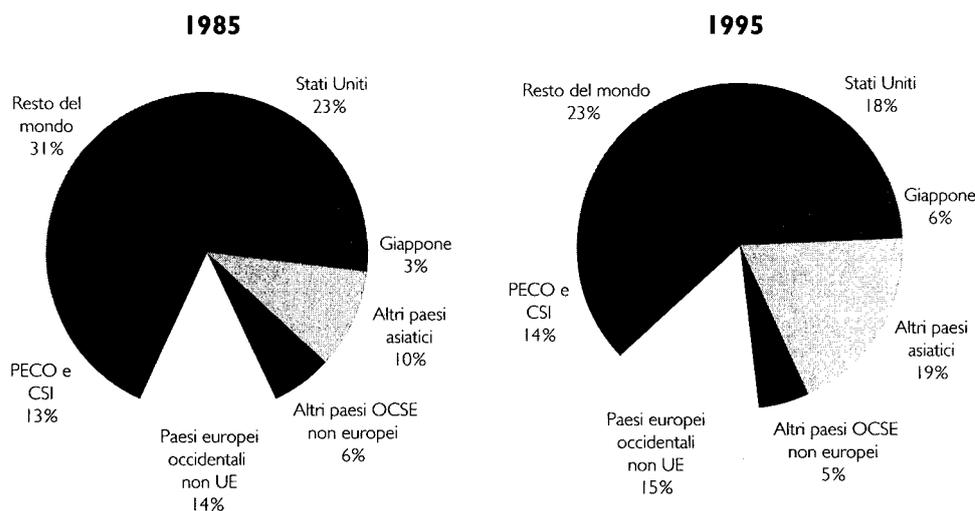
Secondo le statistiche sul commercio con l'estero del FMI, le esportazioni totali di beni dei quindici Stati membri nel 1995 ammontano a circa 1.900 miliardi di dollari USA, pari al 23 per cento del PIL della UE-15. Le esportazioni al di fuori della UE, pari al 38 per cento delle esportazioni totali e al 9 per cento del PIL della UE-15, sono state distribuite fra Stati Uniti (18 per cento); Giappone (6 per cento); altri paesi asiatici (ad esclusione del Giappone e compresa la Cina) (19 per cento); altri paesi non europei appartenenti all'OCSE (5 per cento); paesi dell'Europa occidentale non UE, principalmente Norvegia e Svizzera (15 per cento); paesi dell'Europa centrale e orientale (PECO) e Comunità degli Stati Indipendenti (CSI) (14 per cento); "resto del mondo" (23 per cento) (cfr. la figura).

Rispetto al 1985, la quota delle esportazioni extra UE diretta verso Stati Uniti, altri paesi dell'OCSE non europei e "resto del mondo" ha subito una flessione. Per contro, la quota diretta verso Giappone e altri paesi dell'Asia è cresciuta di 3 e 9 punti percentuali, rispettivamente. Nel periodo in esame, sia l'elevata crescita del PIL in termini reali, sia la maggiore apertura degli altri paesi dell'Asia hanno,

indipendentemente da altri fattori, contribuito alla rapida espansione del commercio mondiale e all'accresciuta importanza di questa regione come mercato delle esportazioni UE. Si stima ad esempio che fra il 1985 e il 1995 il PIL sia aumentato in quest'area del 109 per cento, ossia mediamente dell'8 per cento l'anno, rispetto a una media mondiale del 40 per cento, ovvero poco più del 3 per cento l'anno. Anche l'apertura degli altri paesi dell'Asia è aumentata in misura sostanziale, mentre altrove è rimasta complessivamente, e in media, invariata.

Sebbene la UE sia un'area relativamente chiusa (le esportazioni extra-europee sono infatti una percentuale relativamente piccola del PIL), essa tuttavia trae vantaggio, in termini di esportazioni, dalla crescita di mercati dinamici di altre regioni del mondo. A tale riguardo, nel periodo 1985-1995 l'incidenza totale della UE-15 sul commercio mondiale (misurata dalla quota di importazioni UE sulle importazioni totali mondiali, in valore) è scesa leggermente, dal 38 al 37 per cento, mentre la quota extraeuropea è diminuita da poco meno del 16 per cento nel 1985 al 14 per cento nel 1995, flessione in parte compensata da un incremento degli scambi intraeuropei. La UE ha guadagnato quote di mercato in Giappone (dall'8 per cento del 1985 al 14 per cento del 1995), nei paesi non UE dell'Europa occidentale (dal 40 al 70 per cento) e nei paesi PECO e della CSI (dal 36 al 51 per cento), le ha mantenute negli altri paesi dell'Asia (15 per cento) e nel "resto del mondo" (circa 42 per cento), e le ha perse negli Stati Uniti (dal 22 al 18 per cento) e negli altri paesi OCSE non europei (dal 16 al 13 per cento).

Allocazione geografica delle esportazioni di beni della UE-15 nel 1985 e nel 1995



Fonte: FMI, Direction of Trade Statistics, dicembre 1992 e dicembre 1996.

## 1.2 Gli sviluppi macroeconomici nella UE

### Ripresa della crescita del PIL nel corso dell'anno

Sebbene il rallentamento dell'attività economica iniziato nella UE a fine 1995 sia proseguito al principio del 1996, si è registrata una modesta ripresa a partire dal

secondo trimestre. In taluni paesi la crescita potrebbe essere stata più debole nel quarto trimestre, ma questo non andrebbe interpretato come un rovesciamento di tendenza. La ripresa della crescita nel corso dell'anno, tuttavia, non è stata sufficiente a controbilanciare gli effetti sulla crescita media annua del 1996 della iniziale decelerazione. Di conseguenza, si stima che nella UE la

crescita del PIL in termini reali si sia collocata sull'1,7 per cento nel complesso del 1996, ossia notevolmente al di sotto del livello del 2,5 per cento raggiunto nel 1995. Questa generale tendenza a una crescita media più modesta nel 1996 è emersa nella maggior parte dei paesi UE. Solo la Grecia, i Paesi Bassi e il Portogallo hanno registrato lo scorso anno una maggiore espansione rispetto al 1995. Sebbene l'Irlanda abbia mostrato nel 1996 un rallentamento della crescita, tuttavia quest'ultima, con un tasso prossimo al 7 per cento, è rimasta ben al di sopra della media UE (cfr. tav. 1).

Tra i fattori alla base della ripresa vi sono modifiche in certi andamenti che avevano depresso l'attività nella seconda metà del

1995. In particolare, il processo di adeguamento delle scorte è stato gradualmente portato a termine in molti paesi, l'espansione economica in Nord America ha registrato un'accelerazione e i tassi di cambio all'interno della UE sono gradualmente tornati sui sentieri precedenti le turbolenze del 1995. Inoltre, le attese d'inflazione hanno consentito un allentamento delle condizioni monetarie e i rendimenti obbligazionari sono ulteriormente calati. Di riflesso, nella maggior parte degli Stati membri vi è stato un ritorno di fiducia negli operatori, dopo la brusca caduta del 1995 e dell'inizio del 1996. Di contro, la fiducia dei consumatori è aumentata in misura più contenuta, e solo in un ristretto numero di paesi UE.

## Tavola 1

### Andamenti recenti del PIL reale

(variazioni percentuali)

	Dati annui <sup>(a)</sup>								Dati trimestrali <sup>(b)</sup>				
	1994	1995	1996 <sup>(c)</sup>	1995	1996				1995	1996			
				IV t	I t	II t	III t	IV t	IV t	I t	II t	III t	IV t
Belgio	2,3	1,9	1,4	0,7	0,6	1,8	1,9	.	0,5	0,4	0,9	0,1	.
Danimarca	4,2	2,7	2,2	1,5	1,0	2,3	2,7	.	-0,2	0,7	1,1	1,0	.
Germania	2,9	1,9	1,4	1,0	0,2	1,2	2,4	1,8	0,1	-0,4	1,5	0,8	-0,2
Grecia	1,5	2,0	2,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Spagna	2,1	2,8	2,2	2,2	2,0	2,0	2,2	.	0,4	0,6	0,6	0,6	.
Francia	2,8	2,2	1,3	0,4	1,1	0,8	1,4	.	-0,5	1,2	-0,2	0,9	.
Irlanda	6,5	10,3	7,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Italia	2,1	3,0	0,8	2,3	1,2	0,7	0,7	.	0,1	0,5	-0,4	0,6	.
Lussemburgo	3,4	3,7	2,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Paesi Bassi	3,4	2,1	2,8	1,7	1,4	3,1	3,0	.	0,6	0,1	1,6	0,6	.
Austria	3,0	1,8	0,9	0,3	.	.	.	.	-0,4	.	.	.	.
Portogallo	0,7	2,3	3,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Finlandia	4,5	4,5	3,2	2,4	1,3	1,6	3,8	.	0,1	0,8	0,8	2,1	.
Svezia	3,3	3,6	1,2	2,2	1,7	0,7	1,4	.	-0,0	-0,4	0,5	0,7	.
Regno Unito	4,0	2,6	2,3	1,9	2,1	2,3	2,4	2,6	0,5	0,6	0,6	0,7	0,8
UE-15	2,9	2,5	1,7	1,5	1,1	1,4	1,9	.	0,1	0,4	0,6	0,7	.

Fonte: Statistiche nazionali.

(a) Tassi annui: Variazioni percentuali rispetto al medesimo periodo dell'anno precedente.

(b) Tassi trimestrali: Variazioni percentuali rispetto al trimestre precedente, corretti per le stagionalità (per alcuni paesi corretti anche per le variazioni nel numero di giorni lavorativi); non annualizzati.

(c) Dati provvisori.

**Relativa resilienza dei consumi privati, debole crescita degli investimenti**

La più lenta crescita nel complesso della UE nel 1996 può essere attribuita quasi interamente a un più ridotto tasso di espansione della domanda interna che nel 1995, e in particolare degli investimenti fissi (cfr. tav. 2). Il contributo delle esportazioni nette è rimasto piccolo. Nondimeno, nel corso dell'anno domanda interna ed esportazioni nette sono gradualmente migliorate nella maggioranza dei paesi UE. La principale eccezione è stata l'Italia, dove le attese di un ulteriore consolidamento fiscale e l'apprezzamento della lira hanno

continuato a deprimere i consumi e le esportazioni nette, rispettivamente.

La bassa crescita del reddito disponibile delle famiglie in termini reali, gli effetti prodotti sulla fiducia dei consumatori dal persistere di una elevata e, in alcuni paesi crescente, disoccupazione, così come le incertezze circa l'ampiezza e la rapidità del consolidamento fiscale, paiono essere stati tra i principali fattori frenanti l'espansione dei consumi privati. Ciononostante, nel complesso dell'anno i consumi privati si sono moderatamente rafforzati in tutta l'Unione, fino a raggiungere un tasso medio di crescita dell'1,9 per cento circa, analogo a quello registrato nel 1995. I

**Tavola 2**

**Composizione della crescita nella UE nel 1996\***

(variazioni percentuali annue)

	PIL reale							Commercio con l'estero	
	Domanda interna				Investimenti fissi	Variazioni delle scorte <sup>(a)</sup>	Esportazioni		
		Consumi							
		Privati	Pubblici						
Belgio	1,4	1,4	1,3	1,2	2,4	-0,1	4,4	4,6	
Danimarca	2,2	2,2	2,8	2,0	6,9	-0,9	1,8	1,8	
Germania	1,4	0,7	1,4	2,8	-0,7	0,5	4,6	2,0	
Grecia	2,6	3,6	2,2	1,7	9,9	1,7	2,2	6,4	
Spagna	2,2	1,8	2,0	1,0	1,0	0,3	8,5	6,9	
Francia	1,3	0,9	2,3	1,5	-0,6	-0,8	3,6	2,2	
Irlanda	7,3	6,3	6,0	2,0	9,0	0,6	11,3	10,8	
Italia	0,8	0,2	0,7	-0,8	1,7	-0,3	0,5	-2,7	
Lussemburgo	2,4	4,4	2,1	2,0	5,9	0,5	2,1	3,3	
Paesi Bassi	2,8	2,3	2,3	1,3	3,5	0,0	4,4	4,3	
Austria	0,9	0,7	0,8	0,0	1,0	1,3	3,3	2,4	
Portogallo	3,1	3,0	2,7	0,7	6,7	-0,2	7,7	6,5	
Finlandia	3,2	3,5	3,5	2,9	5,3	0,0	3,8	4,9	
Svezia	1,2	0,5	1,5	-2,0	7,4	-1,1	5,2	3,4	
Regno Unito	2,3	2,6	2,9	1,1	4,2	-0,2	6,0	7,1	
UE-15 <sup>(b)</sup>	1,7	1,3	1,9	1,2	1,7	-0,1	4,3	3,0	
Per memoria:									
UE-15 <sup>(b)</sup> (1995)	2,5	2,2	1,8	1,0	3,6	0,5	7,5	6,8	

Fonte: Statistiche nazionali.

\* Dati parzialmente stimati.

(a) Contributo alla variazione del PIL.

(b) I dati sul commercio con l'estero risultano da una media ponderata dei dati dei paesi della UE-15 e pertanto non escludono il commercio intra-UE.

consumi sono aumentati a tassi superiori alla media UE in Danimarca, Grecia, Francia, Irlanda, Paesi Bassi, Portogallo, Finlandia e Regno Unito.

I consumi pubblici sono aumentati nel 1996 dell'1,2 per cento nell'insieme dell'Unione Europea, un tasso vicino a quello osservato nel 1995; questa debole crescita ha rispecchiato gli sforzi delle autorità di politica fiscale di contenere la spesa alla luce della necessità di un risanamento di bilancio (cfr. Sezione 1.4). La variazione dei consumi pubblici è stata negativa in Italia e in Svezia; mentre in Germania e in Finlandia è stata invece positiva per quasi il 3 per cento.

Un elemento chiave alla base del più debole andamento della crescita media europea nel 1996 è stato lo scarso incremento degli investimenti fissi, pari a solo l'1,7 per cento

per il complesso della UE, a dispetto di diffuse e consistenti riduzioni dei tassi di interesse a lungo termine. A fine 1996 non si era ancora stabilizzato un durevole profilo di sviluppo, in particolare uno connesso con un'accelerazione degli investimenti nell'insieme dell'Unione Europea. Tuttavia, si sono registrate notevoli differenze fra Stati membri. L'espansione della spesa per investimenti è stata più sostenuta che nel 1995 in Grecia, Lussemburgo, Portogallo e Regno Unito; determinanti in questi paesi sono stati i tassi relativamente elevati di utilizzo della capacità e le aspettative di crescita più favorevoli. In altri paesi della UE gli investimenti sono aumentati più lentamente che nel 1995; sono diminuiti in Germania e in Francia. Per la Francia, il fenomeno pare in gran parte collegato ad aspettative di debole crescita dell'economia, mentre in Germania hanno apparentemente giocato un ruolo la fine della

### TAVOLA 3

#### Saldo commerciale e saldo delle partite correnti nella UE\*

(in percentuale rispetto al PIL)

	Saldo commerciale				Saldo partite correnti			
	1993	1994	1995	1996 <sup>(a)</sup>	1993	1994	1995	1996 <sup>(a)</sup>
Belgio <sup>(b)</sup>	.	.	4,4	4,4	.	.	4,4	4,4
Danimarca	5,1	4,7	3,4	3,4	3,5	2,0	0,9	0,9
Germania	1,9	2,2	2,5	2,8	-0,7	-1,0	-0,9	-0,7
Grecia	-13,7	-13,8	-15,0	-14,8	-0,8	-0,1	-2,5	-3,4
Spagna	-3,8	-3,9	-3,9	-3,5	-0,4	-0,8	1,5	1,6
Francia	1,2	1,1	1,3	1,5	0,8	0,5	1,1	1,3
Irlanda	14,9	15,5	18,9	19,2	3,9	2,7	2,5	1,2
Italia	3,4	3,5	4,1	4,9	1,1	1,5	2,5	3,6
Lussemburgo <sup>(b)</sup>	-14,2	-12,0	-10,0	.	13,7	14,0	18,2	.
Paesi Bassi	4,9	5,1	5,3	4,1	4,3	5,3	4,5	5,1
Austria	-3,5	-3,5	-3,1	-2,9	-0,4	-0,9	-2,0	-2,0
Portogallo	-7,6	-7,6	-7,0	-7,5	0,4	-1,7	-0,7	-2,3
Finlandia	6,4	6,5	8,7	7,7	-1,3	1,3	4,3	3,4
Svezia	3,7	4,4	6,5	7,3	-2,0	0,4	2,2	2,6
Regno Unito	-1,5	-1,1	-0,8	-1,2	-2,0	-0,4	-0,6	-0,4
UE-15 <sup>(c)</sup>	0,9	1,0	1,5	1,8	-0,0	0,0	0,5	0,8

Fonte: Statistiche nazionali.

\* Avanzo (+), disavanzo (-).

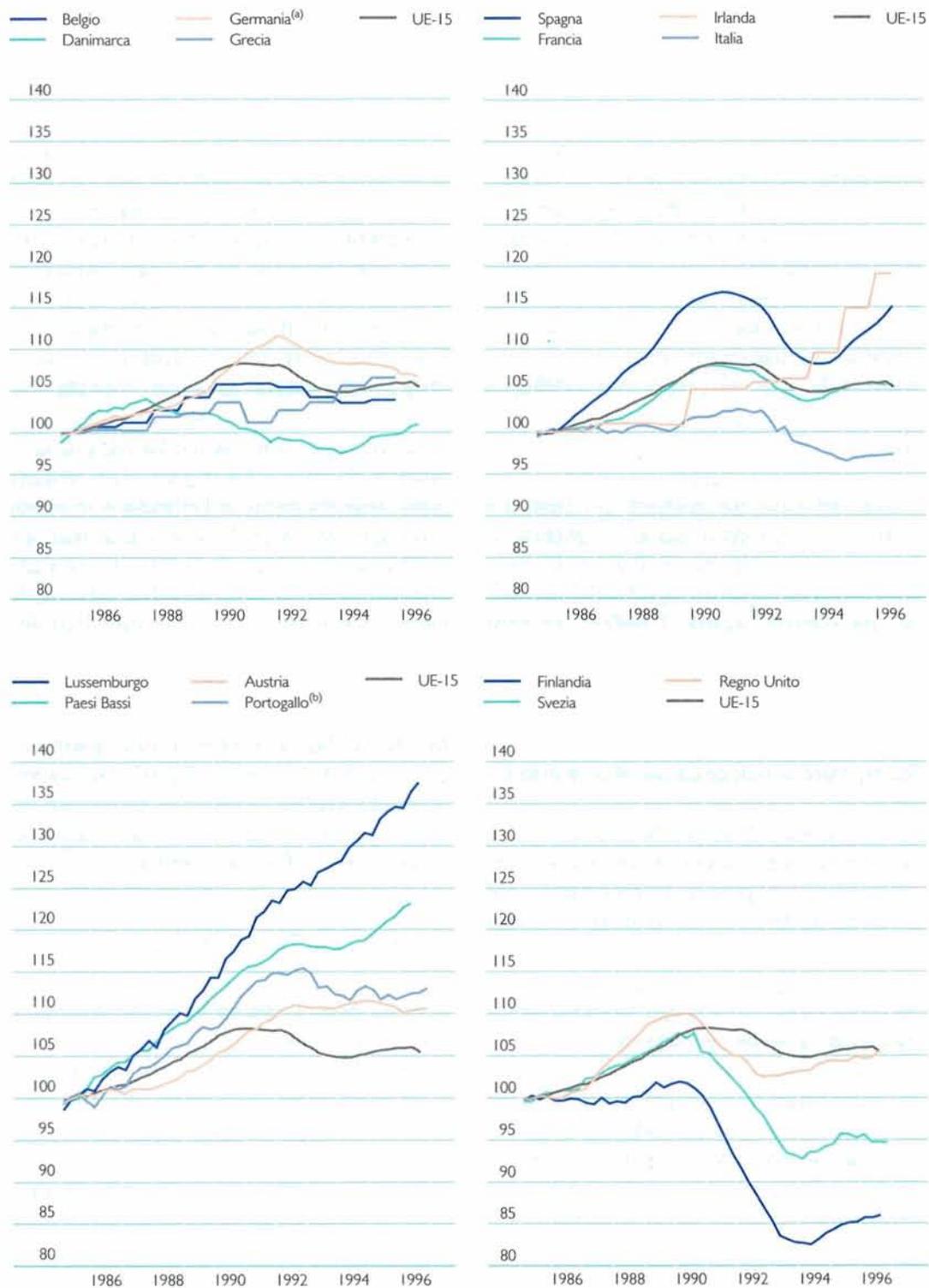
(a) Dati provvisori.

(b) I valori corrispondenti per Belgio/Lussemburgo sono: per il saldo commerciale, 2,6 - 2,7 - 3,6 - 3,6; per i saldi delle partite correnti, 5,0 - 5,1 - 5,2 - 5,2.

(c) Dati della Commissione europea (previsioni autunno 1996). Escluso il commercio intra-UE.

**Figura 2**

**Livelli di occupazione negli Stati membri della UE**  
(dati trimestrali\*; indice, 1985=100)



Fonte: Statistiche nazionali.

\* Con l'eccezione di Belgio, Irlanda e Grecia, dati annui.

(a) Germania occidentale fino al 1991, Germania unita dopo tale data. Le serie sono state riaccolte.

(b) Nuova serie dal 1992. Le serie sono state riaccolte.

fase di forte espansione del settore dell'edilizia residenziale e le incertezze relative al processo di aggiustamento fiscale e strutturale.

La crescita delle esportazioni dei paesi UE nel 1996 è stata in media pari al 4,3 per cento, notevolmente inferiore a quella del 1995. Essa ha riflesso l'indebolirsi della domanda dei principali partner commerciali all'interno dell'Unione, che ha controbilanciato il favorevole impatto della domanda esterna (cfr. anche Sezione I.1). L'aumento delle importazioni è ammontato, in media, a circa il 3,0 per cento. I dati della Commissione europea indicano che il saldo di bilancia dei pagamenti di parte corrente della UE, già positivo nel 1995, è leggermente migliorato nel 1996 (cfr. tav. 3).

I saldi delle partite correnti (in base alle statistiche nazionali) sono migliorati in numerosi Stati membri. In Italia e nei Paesi Bassi si sono registrati significativi aumenti dei già rilevanti avanzi. I deficit correnti sono pure aumentati nel 1996, in particolare in Grecia e in Portogallo.

#### ***Scarsi progressi nella creazione di posti di lavoro***

Nel complesso della UE, la crescita del PIL in termini reali dopo la recessione del 1992-93 si è in genere accompagnata con un aumento trascurabile di posti di lavoro. Sebbene la crescita del PIL negli ultimi tre anni abbia raggiunto complessivamente il 7 per cento circa, quella dell'occupazione è stata praticamente pari a zero.

La figura 2 illustra gli sviluppi del 1996 in una prospettiva di medio periodo, mettendo in luce l'andamento della creazione netta di posti di lavoro nei paesi UE a partire dal 1985. Essa mostra che nel complesso della UE l'occupazione non è cresciuta nel 1996, e che nel periodo 1985-96 è aumentata del solo 5 per cento circa (a fronte di una espansione del PIL pari al 25 per cento). In cinque Stati membri (Belgio, Germania,

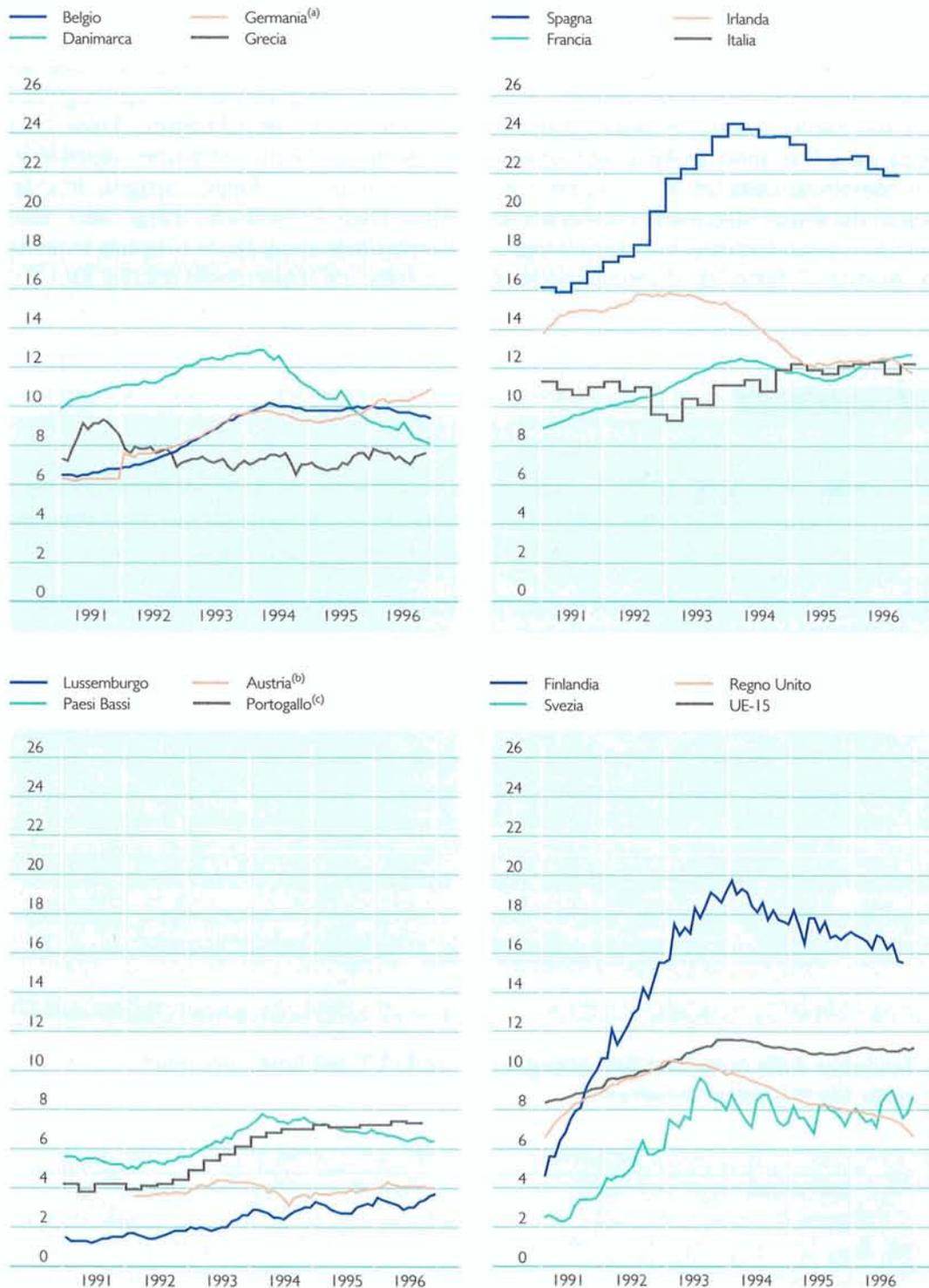
Grecia, Francia e Regno Unito) la crescita del PIL e dell'occupazione è stata prossima alla media UE sin dal 1985 (sebbene nell'arco del periodo essa, così come il contributo relativo dei settori privato e pubblico, abbia seguito profili differenziati). Nel periodo in esame l'incremento dell'occupazione sembra essere stato particolarmente sostenuto in Irlanda, Lussemburgo e Paesi Bassi. In ciascun paese questo può essere fatto risalire a una persistente moderazione salariale. Una maggiore flessibilità del mercato del lavoro può anche aver contato, in particolare nel caso dei Paesi Bassi, mentre in Irlanda e in Lussemburgo la determinante principale è chiaramente stata la forte crescita del prodotto. L'aumento dell'occupazione è risultato superiore alla media UE anche in Spagna, Austria e Portogallo. Nei restanti paesi, segnatamente in Finlandia e, in minor misura, in Svezia, così come in Danimarca e in Italia, l'occupazione è aumentata notevolmente meno che nella media UE. In Finlandia e in Svezia, in particolare, l'insolita gravità della recessione nei primi anni novanta è stata un fattore determinante degli scadenti risultati conseguiti nel mercato del lavoro. Naturalmente, in tutti questi casi gli andamenti dell'occupazione vanno analizzati avendo presenti le differenze nei livelli e nelle variazioni dei tassi di partecipazione fra Stati membri.

#### ***La disoccupazione nella UE è rimasta elevata***

In linea con la debole crescita del PIL e dell'occupazione, il tasso di disoccupazione della UE non è diminuito in misura significativa dalla recessione del 1992-93. Alla luce delle dinamiche di più lungo periodo, ciò indica che la disoccupazione nella UE è in gran parte di natura strutturale, piuttosto che ciclica. Di conseguenza, pur potendosi attendere un aumento dell'occupazione per effetto della crescita del PIL, un allentamento delle rigidità strutturali dei mercati del lavoro (e del prodotto) è *conditio sine qua non* per

**Figura 3**

**Tassi di disoccupazione\***  
(definizioni nazionali; in percentuale delle forze di lavoro)



Fonte: Statistiche nazionali.

\* I dati per la Spagna, l'Italia, il Lussemburgo e la Svezia non sono destagionalizzati. Dati mensili, con l'eccezione di Spagna, Italia e Portogallo (dati trimestrali).

(a) Germania occidentale per il 1991, Germania unita dopo tale data.

(b) Variazione strutturale della definizione nel gennaio 1994.

(c) Nuova serie dal 1992.

alleviare il problema della disoccupazione in Europa (cfr. riquadro 2).

Nel 1996, in base alle statistiche nazionali, il tasso di disoccupazione nel complesso della UE, dopo essere caduto leggermente nella prima metà dell'anno, è poi risalito sopra l'11 per cento. Il tasso di disoccupazione appariva a fine anno molto preoccupante nel complesso della UE, ma i risultati conseguiti dai singoli Stati membri differiscono in misura considerevole. In Lussemburgo e in Austria il tasso di disoccupazione è

rimasto al di sotto del 5 per cento, mentre in Germania, Francia, Irlanda, Italia e Finlandia ha superato il 10 per cento e in Spagna, malgrado il calo degli ultimi anni, è rimasto al di sopra del 20 per cento. Nel corso del 1996 ulteriori progressi nella riduzione del tasso di disoccupazione sono stati registrati in diversi paesi, specialmente in Danimarca e nel Regno Unito ma anche, seppure in minor misura, in Belgio, Spagna, Irlanda, Paesi Bassi e Finlandia. Negli altri Stati membri la disoccupazione è rimasta invariata o è cresciuta leggermente (cfr. fig. 3).

## Riquadro 2

### Le rigidità del mercato del lavoro negli Stati membri della UE

Gli sviluppi macroeconomici di lungo periodo nella UE indicano che esiste un legame piuttosto debole tra crescita del PIL, occupazione e disoccupazione. Ciò è illustrato nella tavola seguente, che mostra l'andamento di questi aggregati nella UE a partire dal 1960 per diversi sotto-periodi, sulla base di dati forniti dalla Commissione europea. Appare evidente che la disoccupazione nella UE è in gran parte di natura strutturale e non ciclica. A partire dagli anni settanta, essa ha mostrato una chiara e continua tendenza al rialzo. In effetti, benché crescita del PIL e occupazione fossero tra loro positivamente correlati, il legame non è stato abbastanza forte da evitare un aumento tendenziale della disoccupazione, dato l'aumento del numero di persone in cerca di lavoro nel periodo in esame. Se tali relazioni continuano ad essere valide nei termini del passato, ne deriva che una più vigorosa crescita del PIL nel 1997 e negli anni a seguire non sarà da sola sufficiente a determinare un calo duraturo della disoccupazione. Oltre alla continuazione della moderazione salariale, minori rigidità nei mercati del lavoro (e del prodotto) sono *conditio sine qua non* per alleviare il problema della disoccupazione in Europa. In particolare, appaiono necessari una riduzione dei disincentivi creati dalla struttura dei contributi sociali, delle imposte e dei trasferimenti, soprattutto in presenza del fenomeno della globalizzazione, che ha accresciuto enormemente la concorrenza internazionale. Tali misure, inoltre, favorirebbero politiche monetarie orientate alla stabilità dei prezzi.

### Tendenze della crescita e dell'occupazione nella UE nel lungo periodo\*

(media delle variazioni percentuali annue)

	1960-73	1974-85	1986-90	1991-96
PIL in termini reali	4,8	2,0	3,3	1,5
Occupazione	0,3	0,0	1,3	-0,5
Per memoria:				
Tasso di disoccupazione <sup>(a)</sup>	2,1	6,8	9,7	10,3

Fonte: Commissione europea (pubblicato in *European Economy* n. 62, aggiornato).

\* UE-12 fino al 1995; UE-15 dopo tale data. I dati aggregati UE sono calcolati utilizzando i dati della Germania occidentale fino al 1995 e della Germania unita dopo tale data.

(a) In percentuale delle forze di lavoro.

Negli ultimi anni, in molti Stati membri sono stati compiuti primi passi per ridurre le rigidità del mercato del lavoro. Fin dalla metà degli anni ottanta il rapporto fra sussidio di disoccupazione e salario è caduto in Germania, Spagna, Irlanda, Austria, Finlandia, Svezia e Regno Unito. La durata di tali sussidi è stata ridotta in Belgio, Francia, Paesi Bassi, Finlandia e Regno Unito. In alcuni paesi (Belgio, Francia, Grecia, Paesi Bassi, Spagna e Regno Unito) vi è stato un allentamento delle norme relative ai minimi salariali; in altri (Grecia e Paesi Bassi) è stata abolita l'indicizzazione dei minimi salariali, mentre in Belgio essa è stata attenuata, fra l'altro, attraverso l'introduzione di un cosiddetto "indice sanitario". Nel Regno Unito sono stati soppressi - salvo che per il settore agricolo - i *Wage Councils*, che fissavano i livelli minimi dei salari per diversi comparti produttivi. In Italia l'indicizzazione salariale è stata abolita nel contesto di una generale riforma del sistema di contrattazione. Anche le norme di tutela dell'occupazione sono state modificate in alcuni Stati membri; i costi e/o gli oneri amministrativi per le dimissioni di personale sono stati ridotti in Germania, Francia, Italia, Portogallo, Svezia e Regno Unito. Infine, i contributi previdenziali a carico dei datori di lavoro e le imposte sul monte salari sono costantemente diminuiti in rapporto al PIL a partire dal 1985 in Danimarca, Francia, Irlanda, Lussemburgo, Paesi Bassi, Svezia e Regno Unito, sebbene in molti casi il loro livello rimanga molto elevato. L'incidenza complessiva dei costi del lavoro extrasalariali è aumentata o è rimasta sostanzialmente invariata in altri paesi UE. In sintesi, tuttavia, come è evidente dagli sviluppi sul mercato del lavoro, le misure prese finora sono state generalmente inadeguate. Ulteriori progressi restano urgentemente necessari al fine di rivitalizzare i mercati del lavoro e di rovesciare la tendenza a una crescita bassa dell'occupazione e a un aumento dei tassi di disoccupazione.

### 1.3 L'andamento dei prezzi

#### *Clima dei prezzi favorevole nella maggior parte degli Stati membri*

In questo paragrafo l'andamento dei prezzi è analizzato con riferimento agli indici nazionali dei prezzi al consumo ai quali si riferiscono, a tutt'oggi le politiche economiche nei singoli paesi. Tuttavia, allorché nella Sezione 3 si affronterà la questione della convergenza, verranno presi in esame gli indici armonizzati, i quali ancora non forniscono una misura completa dell'inflazione interna, ma sono più confrontabili fra loro degli attuali indici nazionali e per questo motivo offrono una base più uniforme per la valutazione della convergenza. Di conseguenza, nella tavola 9 sono riportati i tassi di inflazione per il 1995 basati sugli "Indici Semi-armonizzati dei Prezzi al Consumo" (ISPC), e i tassi di inflazione per il 1996 basati sugli "Indici Armonizzati dei Prezzi al Consumo" (IAPC), di recente elaborazione. I dettagli sui

progressi compiuti nel calcolo degli IAPC sono riportati nel riquadro 7.

In base agli indici nazionali dei prezzi al consumo, nel complesso della UE l'inflazione è scesa a un livello medio del 2,6 per cento nel 1996 (cfr. tav. 4). Tale livello appare favorevole rispetto al 3,1 per cento osservato nel 1995 e rappresenta anche un risultato storicamente importante (cfr. riquadro 3). In Belgio, Danimarca, Germania, Francia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria e Finlandia il tasso di inflazione, che nel 1995 era vicino o prossimo al 2 per cento, è rimasto nel 1996 sostanzialmente invariato. In Irlanda e in Svezia l'inflazione media annua è scesa al di sotto del 2 per cento, rispetto al 2,5 per cento e oltre del 1995. Quanto ai restanti paesi, in Spagna e Portogallo l'inflazione media annua si è ridotta al 3,6 e al 3,1 per cento, rispettivamente, ben al di sotto del 4,7 e 4,1 per cento del 1995. Analogamente, in Italia l'inflazione è caduta dal 5,4 per cento del 1995 al 3,9 del 1996. Nel Regno Unito (esclusi i pagamenti per interessi

**Figura 4**

**Inflazione al consumo\***

(dati mensili; variazioni percentuali annue)



Fonte: Statistiche nazionali non armonizzate.

\* Per ulteriori chiarimenti sui dati utilizzati cfr. le note alla fig. 1.

(a) Basata su dati trimestrali.

ipotecari) essa è variata solo in lieve misura, scendendo appena al di sotto del 3 per cento nel 1996. In Grecia è proseguita la tendenza al ribasso dell'inflazione, ma il ritmo della discesa è stato lento, cosicché nel 1996 l'inflazione si è collocata ancora sull'8,5 per cento.

I tassi medi annui di inflazione celano andamenti infra-annuali differenziati; in alcuni paesi è stata infatti osservata una certa pressione al rialzo dei prezzi nel corso dell'anno, sebbene l'inflazione sia rimasta complessivamente su livelli modesti (cfr. fig. 4). Svezia e Italia hanno mostrato le tendenze più marcate al ribasso; a fine anno, infatti, l'inflazione è scesa a valori negativi in Svezia e al 2,6 per cento in Italia. Una riduzione più modesta si è avuta in Spagna, dove il tasso di crescita dei prezzi è sceso a fine anno al 3,2 per cento. In Portogallo l'inflazione ha oscillato intorno a una linea tendenziale leggermente discendente, per attestarsi a fine anno sul 3,3 per cento. Il rallentamento dell'inflazione osservato in Grecia negli ultimi anni si è temporaneamente interrotto al principio del 1996, ma è ripreso in seguito, cosicché l'inflazione ha raggiunto nel mese di dicembre il 7,5 per cento.

#### ***Fattori sottostanti a sostegno***

Sebbene nel lungo periodo l'inflazione sia un fenomeno monetario, nel breve periodo l'andamento dei prezzi al consumo è influenzato da numerosi fattori di costo e di domanda. Se ne discute nel seguito.

La crescita dei prezzi all'importazione è rallentata nell'insieme della UE, passando dal 4,1 per cento del 1995 all'1,1 per cento nel 1996 (cfr. tav. 4). Tale andamento favorevole si è affermato nella maggior parte degli Stati membri, ed è risultato predominante a dispetto di un netto incremento nei corsi delle materie prime a fine 1995 e all'inizio del 1996. La dinamica dei prezzi all'importazione ha beneficiato in alcuni Stati membri

dell'apprezzamento dei tassi di cambio effettivi. Fra i paesi aderenti agli AEC, la crescita dei prezzi all'importazione è rimasta bassa o negativa in Danimarca, Germania, Francia, Lussemburgo, Austria e Portogallo, mentre in Spagna e Irlanda ha subito una notevole decelerazione, dal 4 per cento e oltre del 1995 al 2,1 e all'1,3 per cento circa, rispettivamente; in Italia i prezzi all'importazione sono rimasti stabili nel 1996 dopo essere caduti dell'11,8 per cento l'anno prima. Di contro, si è osservato uno spostamento verso l'alto, seppure ancora su livelli modesti, in Belgio e nei Paesi Bassi, così come in Finlandia. Anche al di fuori degli AEC, apprezzamenti effettivi delle rispettive valute nel corso del 1996 hanno determinato un significativo decremento dei prezzi all'importazione in Svezia e aumenti considerevolmente più bassi nel Regno Unito. Un profilo analogo, sebbene su un livello più elevato, si è riscontrato nell'inflazione dei prezzi all'importazione della Grecia, che è rallentata rapidamente per effetto della stringente politica del cambio, fino a cadere al di sotto del 4 per cento nel 1996.

Nel complesso dell'Unione le pressioni inflazionistiche interne (misurate dall'incremento del deflatore del PIL) sono diminuite dal 2,9 per cento nel 1995 al 2,4 per cento nel 1996. Nella maggioranza degli Stati membri l'inflazione in base al deflatore del PIL è risultata bassa, collocandosi su un livello prossimo o inferiore al 2 per cento. L'inflazione interna si è ridotta in Spagna e in Portogallo al 3,3 e al 2,8 per cento, rispettivamente. In Grecia l'inflazione così misurata è stata dell'8,8 per cento.

Sebbene la crescita del costo unitario del lavoro sia accelerata nell'insieme della UE, essa rimane ancora piuttosto debole, attestandosi su un livello medio del 2,1 per cento nel 1996. In molti paesi UE questo è stato un importante fattore alla base del modesto incremento dei costi interni. Sono emersi tuttavia andamenti contrastanti, dal momento che i costi unitari del lavoro sono cresciuti alquanto più rapidamente in

Danimarca, Spagna e Portogallo e, in maniera sostenuta, in Grecia, Italia e Svezia (cfr. tav. 4). In alcuni di questi paesi (segnatamente quelli in cui si erano registrati

significativi miglioramenti nella competitività di prezzo nel 1993-95), l'aumento dei costi unitari del lavoro è stato almeno in parte assorbito dai margini di profitto.

**TAVOLA 4**

### Inflazione dei prezzi al consumo e principali fattori determinanti

(variazioni percentuali annue)

		Indici dei prezzi al consumo <sup>(a)</sup>	Prezzi all'importazione	Deflatore del PIL	Costo del lavoro nominale per unità di prodotto	Retribuzione per occupato	Produttività del lavoro
Belgio	1995	1,5	0,5	1,4	0,9	2,7	1,8
	1996	2,1	1,9	1,8	0,0	1,4	1,4
Danimarca	1995	2,1	1,3	1,7	2,6	3,6	1,0
	1996	2,1	1,7	1,8	3,1	3,7	0,6
Germania	1995	1,8	0,5	2,2	1,3	3,6	2,3
	1996	1,5	0,8	1,0	0,1	2,6	2,5
Grecia	1995	9,3	7,2	9,3	11,6	12,7	1,1
	1996	8,5	3,5	8,8	10,1	11,5	1,4
Spagna	1995	4,7	4,2	4,9	1,1	2,2	1,1
	1996	3,6	2,1	3,3	3,2	3,7	0,5
Francia	1995	1,8	1,2	1,7	1,3	2,0	0,7
	1996	2,0	1,1	1,5	2,0	2,5	0,5
Irlanda	1995	2,5	4,0	0,5	-9,3	2,2	11,5
	1996	1,6	1,3	1,6	-0,3	3,5	3,8
Italia	1995	5,4	11,8	5,0	2,1	6,0	3,9
	1996	3,9	0,0	5,0	4,7	5,4	0,7
Lussemburgo	1995	1,9	1,4	1,1	3,3	2,2	-1,1
	1996	1,4	-0,2	2,1	1,4	1,7	0,3
Paesi Bassi	1995	2,0	0,1	1,4	1,2	1,3	0,1
	1996	2,1	1,8	1,3	0,0	0,8	0,8
Austria	1995	2,2	0,9	2,1	1,7	3,8	2,1
	1996	1,9	1,2	1,9	0,9	2,4	1,5
Portogallo	1995	4,1	1,7	5,0	2,9	5,8	2,9
	1996	3,1	1,1	2,8	3,1	5,6	2,5
Finlandia	1995	1,0	-0,1	2,2	2,6	4,9	2,3
	1996	0,6	1,5	1,0	1,7	2,3	0,6
Svezia	1995	2,9	6,2	3,7	2,1	3,4	1,3
	1996	0,7	-3,9	1,3	4,9	5,7	0,8
Regno Unito	1995	2,9	7,2	1,8	1,9	3,4	1,5
	1996	2,9	2,4	2,2	1,9	3,7	1,8
UE-15 <sup>(c)</sup>	1995	3,1	4,1	2,9	1,7	3,6	2,0
	1996	2,6	1,1	2,4	2,1	3,5	1,4

Fonte: Statistiche nazionali, parzialmente stimate.

(a) Per ulteriori dettagli sui dati usati cfr. note alla fig. 1.

(b) La crescita del costo del lavoro nominale per unità di prodotto risulta dallo scarto fra le variazioni delle retribuzioni per occupato e della produttività del lavoro.

(c) I dati dei prezzi all'importazione sono della Commissione europea (previsioni autunno 1996). Escludono il commercio intra-UE.

Nel 1996 la progressione salariale media nella UE è stata del 3,5 per cento, rispetto al 3,6 per cento nel 1995. In linea con il profilo tipico delle pause cicliche, si è verificata nell'Unione Europea una caduta nella crescita della produttività, da un livello medio del 2 per cento nel 1995 all'1,4 per cento nel 1996. Ciò spiega in parte perché la generale tendenza alla moderazione salariale non si sia interamente riflessa sui costi unitari del lavoro.

Variazioni delle imposte indirette hanno contribuito agli aumenti dei prezzi nel 1996 nella maggior parte degli Stati membri, fra cui il Belgio, la Danimarca, la Spagna, i Paesi Bassi, la Finlandia, la Svezia e il Regno Unito. Le maggiori ripercussioni di variazioni delle imposte indirette sono state osservate in Grecia, dove esse hanno innalzato i prezzi al consumo di quasi 1 punto percentuale. Nel 1996 l'inflazione è rallentata sia nei settori protetti sia in quelli non protetti (esposti o non esposti alla concorrenza internazionale) nella maggioranza delle economie UE, ma la disinflazione è stata più pronunciata nei settori tradizionalmente

protetti; di conseguenza, nel 1996 il differenziale di inflazione tra i due settori si è ristretto.

Nel complesso, emergono segnali di un graduale adattamento delle attese di inflazione all'attuale contesto di scarsi impulsi inflazionistici. Un ruolo cruciale è stato rivestito dalla maggiore enfasi che le autorità di politica monetaria hanno posto su un orientamento di medio periodo al raggiungimento e al mantenimento della stabilità dei prezzi. Inoltre, gli andamenti dei prezzi sono stati favoriti dall'accresciuta concorrenza, sia all'interno, come risultato di privatizzazioni o deregolamentazioni, sia nel contesto internazionale, in parte come conseguenza dell'integrazione europea e, in alcuni paesi, per effetto dell'apertura dell'Europa dell'Est. Nel 1996 la riduzione nei tassi d'inflazione è stata anche favorita dalla crescita lenta dei prezzi all'importazione e da più deboli impulsi inflazionistici interni, questi ultimi in ragione di bassa domanda e moderati aumenti nei costi unitari del lavoro in molti Stati membri.

### **Riquadro 3**

#### **Progressi verso la stabilità dei prezzi negli Stati membri della UE**

In media, l'inflazione al consumo nell'insieme dell'Unione Europea si è attestata sul 2,6 per cento nel 1996. Nel confronto con l'esperienza passata questo risultato rappresenta un progresso verso la stabilità dei prezzi.

Nel lungo periodo sono evidenti differenze significative negli andamenti dell'inflazione nei singoli paesi UE. Nell'intero periodo dal 1960, l'inflazione più bassa si è registrata in Germania, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria e Belgio (cfr. la tavola). I tassi di inflazione più alti sono stati osservati in Portogallo, Grecia, Spagna e Italia.

La volatilità, misurata dalla deviazione standard dei tassi di inflazione, risulta essere più o meno in linea con l'inflazione media: è stata minima nei paesi con una contenuta dinamica dei prezzi, come Germania, Austria, Paesi Bassi, Lussemburgo e Belgio, e massima in Portogallo, Grecia, Italia e Irlanda, dove l'ascesa e la successiva caduta dell'inflazione sono state più pronunciate.

Appare evidente che l'inflazione ha subito diverse variazioni di regime negli ultimi tre decenni. Il primo "punto di svolta", nel 1972-73, è segnato dal primo shock petrolifero e dalla fine del sistema di cambi fissi instaurato con gli accordi di Bretton Woods. Il secondo punto di svolta, nel 1987-88,

coincide con la caduta dei prezzi del petrolio e con l'inizio di un periodo di tassi di cambio stabili nell'ambito degli AEC. Ciò giustifica la suddivisione dell'arco temporale di riferimento in tre sotto-periodi, precisamente: 1961-1972; 1973-1987; 1988-1996. Nel primo sotto-periodo, 1961-1972, il tasso di inflazione fu in media del 4,6 per cento. Di contro, nel periodo 1973-1987, i tassi di inflazione medi furono molto più elevati, collocandosi intorno al 10 per cento, e furono inoltre più volatili. Nell'ultimo sotto-periodo, 1988-1996, i tassi di inflazione medi sono fortemente diminuiti in tutti i paesi, raggiungendo un livello medio UE di poco superiore al 4 per cento. Il calo più consistente si è in genere verificato nei paesi con inflazione più elevata nell'intero periodo. Inoltre, la volatilità si è ridotta nella maggioranza degli Stati membri e la deviazione standard dell'inflazione nella UE-15 ha raggiunto livelli modesti rispetto ai periodi precedenti.

La convergenza dei tassi di inflazione può essere analizzata anche utilizzando i differenziali di inflazione dei paesi UE rispetto alla Germania, il paese con la più lenta crescita dei prezzi nell'intero periodo. I differenziali sono stati positivi per tutti i paesi in tutti i periodi esaminati, fatta eccezione per la Grecia negli anni 1961-1972, e per Belgio, Danimarca, Francia, Irlanda, Lussemburgo, Paesi Bassi e Austria negli anni 1988-1996. Usando medie ponderate, i differenziali degli altri paesi della UE-15 rispetto alla Germania sono stati del 4 per cento nell'intero periodo 1961-1996. Si sono invece collocati sull'1,5 per cento circa nel sotto-periodo 1961-1972, su un livello appena inferiore al 7,5 per cento nel sotto-periodo 1973-1987 e sull'1,5 per cento nel sotto-periodo 1988-1996. Pertanto la convergenza con i tassi di inflazione tedeschi degli ultimi anni ha riportato il differenziale medio al livello precedente la prima crisi petrolifera.

Riassumendo, la convergenza dei tassi di inflazione è pronunciata se si pone a confronto il periodo 1988-1996 con gli anni di più rapida crescita dei prezzi, 1973-1987; l'inflazione è poi fortemente caduta, specie nei paesi dove aveva raggiunto i livelli più elevati. Tuttavia, tale risultato non appare eccezionale se il periodo 1988-1996 è comparato con il precedente periodo di bassa inflazione, che si estende dal 1961 al 1972.

#### Medie e deviazioni standard dei livelli del tasso di inflazione al consumo nella UE

	BE	DK	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI	SE	UK	UE-15
1961-96																
Media	4,6	6,4	3,4	12,1	9,4	6,0	7,8	8,6	4,2	4,3	4,4	12,2	6,7	6,4	7,3	7,1
Deviazioni standard	3,0	3,5	1,8	8,3	5,5	3,8	6,0	6,0	2,9	2,8	2,1	8,9	4,4	3,4	5,4	3,7
1961-72																
Media	3,3	5,9	3,0	2,4	6,6	4,4	5,4	4,0	2,9	4,9	4,2	4,7	5,2	4,5	4,7	4,6
Deviazioni standard	1,4	1,6	1,3	1,8	3,3	1,5	2,6	2,0	1,4	2,5	1,3	3,0	2,7	2,0	2,3	1,5
1973-87																
Media	6,8	8,9	4,0	18,7	14,2	9,3	12,6	14,1	6,2	5,2	5,3	20,5	9,9	8,8	11,0	9,7
Deviazioni standard	3,4	3,5	2,2	5,6	4,9	3,5	6,1	5,3	2,5	3,2	2,4	7,1	4,4	2,8	6,3	3,5
1988-96																
Media	2,4	2,7	2,9	14,0	5,3	2,5	2,7	5,4	2,7	2,2	2,9	8,3	3,3	4,9	4,6	4,2
Deviazioni standard	0,8	1,2	1,4	4,2	1,1	0,7	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8	3,7	2,3	3,3	2,7	1,0

Fonte: Statistiche nazionali.

## **1.4 L'andamento della finanza pubblica**

### *Si intensificano gli sforzi di consolidamento fiscale*

In uno scenario caratterizzato dal perdurare di elevati rapporti del disavanzo e del debito delle Amministrazioni pubbliche al prodotto interno lordo nella maggioranza degli Stati membri, nel 1996 la politica di bilancio ha continuato ad essere indirizzata verso il consolidamento fiscale. Il risanamento dei conti pubblici è stato sorretto dal miglioramento delle condizioni economiche nel corso dell'anno. I dati qui commentati sono quelli ufficiali della Commissione europea presentati in occasione dell'esercizio previsivo dell'autunno, illustrati nella tavola 5. Si tratta però di dati elaborati a partire da informazioni incomplete sul 1996, il cui aggiornamento è previsto per la prossima primavera, ossia dopo la pubblicazione del presente Rapporto. Pertanto, nella tavola 6 sono state riportate a titolo informativo le ultime statistiche nazionali disponibili, anch'esse tuttavia di natura provvisoria. Queste stime più recenti sono sostanzialmente in linea con le previsioni fatte a novembre dalla Commissione europea. Per il Belgio, la Danimarca, la Francia e l'Italia, esse suggeriscono disavanzi leggermente più elevati di quelli previsti dalla Commissione in novembre. Germania, Grecia, Irlanda, Paesi Bassi, Austria, Finlandia, Svezia e Regno Unito dovrebbero presentare disavanzi inferiori al previsto, con una più significativa riduzione al ribasso nel caso della Svezia. Rapporti debito/PIL più elevati di quelli previsti in precedenza sono attesi in Grecia, Spagna, Italia e Svezia, mentre in altri paesi per i quali sono disponibili dati aggiornati le stime del rapporto debito/PIL risultano essere inferiori alle proiezioni. Le revisioni più consistenti sono quelle di Spagna, Irlanda, Austria e Finlandia.

Nell'insieme della UE vi è stata una continua riduzione dei disavanzi di bilancio dopo il picco raggiunto nel 1993 (cfr. tav. 5). Nondimeno, ci si attendeva che il rapporto medio disavanzo/PIL ancora raggiungesse il 4,4 per cento nel 1996, continuando pertanto a costituire motivo di seria preoccupazione per i responsabili delle politiche economiche. L'andamento nei singoli paesi è stato nel 1996 più omogeneo che nel passato; sembra infatti che il rapporto tra il disavanzo delle Amministrazioni pubbliche e il prodotto interno lordo si sia ridotto in tutti i paesi eccetto che in Germania. La riduzione più consistente, di oltre 4 punti percentuali, si è osservata in Svezia (dove il disavanzo stimato è inferiore di 8 punti percentuali al livello del 1993). Secondo le stime della Commissione, i miglioramenti dei conti pubblici nella UE sono almeno in parte dovuti alla riduzione dei disavanzi strutturali; la principale eccezione è stata l'Irlanda.

Il rapporto medio debito/PIL nella UE è aumentato incessantemente da meno del 60 per cento nel 1991 a ben più del 70 per cento nel 1996 (cfr. tav. 5). Alcuni paesi sono tuttavia riusciti a ridurre l'incidenza del debito negli ultimi anni. La Danimarca e l'Irlanda hanno registrato continue riduzioni a partire dal 1993 e un'analoga tendenza si è riscontrata in Belgio, sebbene in questo paese si osservi ancora il più alto rapporto debito/PIL di tutta l'Unione. Nel 1995 e nel 1996 si sono avute successive riduzioni del rapporto debito/PIL della Svezia e in quello, tuttora molto elevato, dell'Italia. Nel 1996 una qualche diminuzione del rapporto si è anche osservata nei Paesi Bassi e in Portogallo; si attendeva un declino anche nell'elevatissimo rapporto debito/PIL prevalente in Grecia.

### *La struttura del consolidamento è meno favorevole*

Sebbene la tendenza alla riduzione dei disavanzi sia continuata nel 1996, la

composizione del consolidamento fiscale ha rappresentato una fonte di preoccupazione, dal punto di vista della sostenibilità delle dinamiche delle entrate e spese (cfr. riquadro 4). Ciò risulta evidente dalla

recente configurazione della loro crescita. Per quanto concerne gli andamenti dei primi anni novanta, illustrati con riguardo al complesso della UE, si può osservare dalla figura 5 che l'incremento del rapporto

## Figura 5

### Condizioni della finanza pubblica

(in percentuale rispetto al PIL)

	Avanzo (+) o disavanzo (-) netto delle Amministrazioni pubbliche					
	1991	1992	1993	1994	1995	1996 <sup>(a)</sup>
Belgio	-6,5	-7,2	-7,5	-5,1	-4,1	-3,3
Danimarca	-2,1	-2,9	-3,9	-3,5	-1,6	-1,4
Germania	-3,3	-2,8	-3,5	-2,4	-3,5	-4,0
Grecia	-11,5	-12,3	-14,2	-12,1	-9,1	-7,9
Spagna	-4,9	-3,6	-6,8	-6,3	-6,6	-4,4
Francia	-2,2	-3,8	-5,6	-5,6	-4,8	-4,0
Irlanda	-2,3	-2,5	-2,4	-1,7	-2,0	-1,6
Italia	-10,2	-9,5	-9,6	-9,0	-7,1	-6,6
Lussemburgo	1,9	0,8	1,7	2,6	1,5	0,9
Paesi Bassi	-2,9	-3,9	-3,2	-3,4	-4,0	-2,6
Austria	-2,6	-1,9	-4,2	-4,4	-5,9	-4,3
Portogallo	-6,7	-3,6	-6,9	-5,8	-5,1	-4,0
Finlandia	-1,5	-5,9	-8,0	-6,2	-5,2	-3,3
Svezia	-1,1	-7,8	-12,3	-10,8	-8,1	-3,9
Regno Unito	-2,6	-6,3	-7,8	-6,8	-5,8	-4,6
UE-15	-4,3	-5,1	-6,2	-5,4	-5,0	-4,4

	Debito lordo delle Amministrazioni pubbliche					
	1991	1992	1993	1994	1995	1996 <sup>(a)</sup>
Belgio	129,4	130,6	137,0	135,0	133,7	130,6
Danimarca	64,6	68,7	80,1	76,0	71,9	70,2
Germania	41,5	44,1	48,2	50,4	58,1	60,8
Grecia	92,3	99,2	111,8	110,4	111,8	110,6
Spagna	45,8	48,4	60,5	63,1	65,7	67,8
Francia	35,8	39,6	45,6	48,4	52,8	56,4
Irlanda	95,0	92,0	94,5	87,9	81,6	74,7
Italia	101,4	108,5	119,3	125,5	124,9	123,4
Lussemburgo	4,2	5,2	6,2	5,7	6,0	7,8
Paesi Bassi	78,8	79,6	80,8	77,4	79,7	78,7
Austria	58,7	58,3	62,8	65,1	69,0	71,7
Portogallo	71,1	63,3	68,2	69,6	71,7	71,1
Finlandia	23,0	41,5	57,3	59,5	59,2	61,3
Svezia	53,0	67,1	76,0	79,3	78,7	78,1
Regno Unito	35,7	41,9	48,5	50,4	54,1	56,2
UE-15	56,1	60,4	66,1	68,1	71,3	73,5

Fonte: Commissione europea (previsioni autunno 1996).

(a) Proiezioni della Commissione europea.

## Tavola 6

### Condizioni della finanza pubblica nel 1996 - ultime proiezioni nazionali

(in percentuale rispetto al PIL)

	BE	DK	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI	SE	UK <sup>(a)</sup>
Saldo di bilancio*	-3,4	-1,6	-3,9	-7,4	-4,4	-4,1	-1,0	-6,8	1,9	-2,1	-4,1	-4,0	-2,6	-3,0	-4,3
Debito lordo**	130,0	69,8	60,7	111,8	69,3	55,4	73,3	123,7	6,8	78,5	70,0	70,3	58,0	78,6	55,3

Fonte: Statistiche nazionali.

\* Avanzo (+) o disavanzo (-) netto delle Amministrazioni pubbliche.

\*\* Debito lordo delle Amministrazioni pubbliche.

(a) Saldo di bilancio: Interpolazione nell'anno solare delle previsioni per gli anni finanziari.

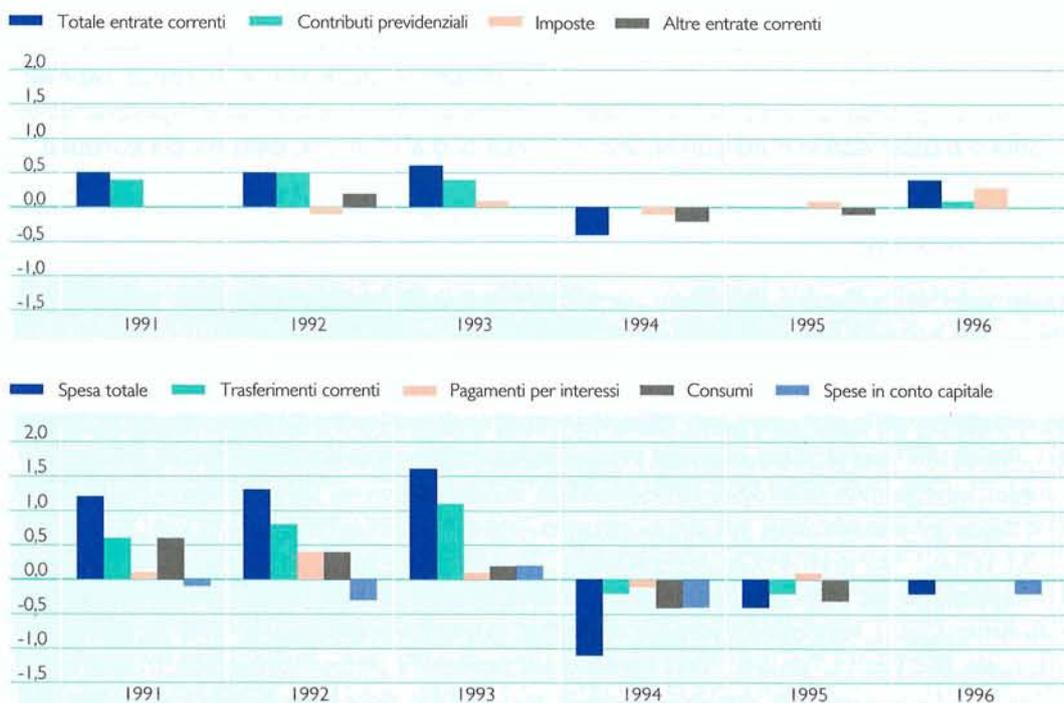
Debito lordo: Previsioni di bilancio 1996 per l'anno finanziario, fine marzo 1997.

disavanzo/prodotto interno lordo si è accompagnato fino al 1993 a una espansione sia delle entrate che delle uscite in rapporto al PIL. Più di recente, nel 1994-95, sono stati effettuati alcuni aggiustamenti

che si sono riflessi in una riduzione nell'incidenza del disavanzo, dovuta principalmente a restrizioni di spesa. Nel 1996, tuttavia, ci si è orientati di preferenza verso un incremento delle entrate.

## Figura 5

### Variazioni nella struttura delle entrate e della spesa delle Amministrazioni pubbliche nella UE\* (variazione annua in percentuale del PIL)



Fonte: Commissione europea (previsioni autunno 1996).

\* Escluso il Lussemburgo.

Secondo le stime della Commissione europea, nel 1996 solo tre Stati membri hanno ridotto il rapporto disavanzo/PIL per mezzo di tagli alla spesa, riuscendo nel contempo a diminuire le entrate; specificamente, Irlanda, Paesi Bassi e Regno Unito. In Belgio, Grecia, Spagna, Austria, Finlandia e Svezia la riduzione del disavanzo è stata conseguita in parte grazie al contenimento della spesa e in parte per mezzo di maggiori entrate. Si prevede che in Danimarca, Francia, Italia e Portogallo vi sia un aumento dell'incidenza della spesa nel 1996, e che il disavanzo in rapporto al PIL diminuisca solo a seguito di maggiori, ma a volte solo temporanei, incassi del settore pubblico.

Sul totale delle entrate dello Stato, la quota dei contributi previdenziali nella media della UE è aumentata in modo particolarmente sostenuto nel periodo 1990-93 e non è mai più scesa al di sotto del valore elevato raggiunto in quegli anni (cfr. fig. 5). A livello dei singoli paesi, l'incidenza dei contributi sociali sul PIL si è ridotta dopo il 1990 solo in Irlanda e Svezia. Tuttavia, nell'insieme della UE le maggiori entrate del 1996 sono provenute dal gettito tributario piuttosto che dai contributi previdenziali.

Per quanto riguarda la spesa, nei primi anni novanta si è osservato in media un notevole

incremento dei trasferimenti pubblici, sebbene i tassi di variazione siano divenuti in seguito leggermente negativi. Pertanto, un profilo simile a quello osservato per i contributi sociali dal lato delle entrate può essere riscontrato per i trasferimenti dal lato delle uscite. Nel complesso, dunque, la posizione finanziaria del settore previdenziale impone un onere crescente sui bilanci di molti paesi UE, oltre a porre rischi per il futuro alla luce del progressivo invecchiamento della popolazione.

Nel 1996 gli aggiustamenti dei bilanci sembrano essere stati strettamente correlati con i tagli agli investimenti pubblici; le spese per investimenti sono state le sole ad essere ridotte, in media, nei paesi della UE. Sebbene ciò possa risultare relativamente "indolore" nel breve periodo, si può tuttavia correre il rischio di appesantire la situazione economica e di bilancio nel più lungo termine. Prendendo in esame i singoli paesi, solo l'Irlanda ha accresciuto la spesa pubblica per investimenti in rapporto al prodotto interno lordo dal 1993, riuscendo altresì a ridurre il rapporto deficit/PIL. Per contro, in Grecia e Spagna una quota particolarmente ampia della diminuzione del disavanzo dopo il 1993 è stata ottenuta per mezzo di una contrazione delle spese in conto capitale, anche se il loro livello rimane rispettivamente vicino, o al di sopra, della media europea.

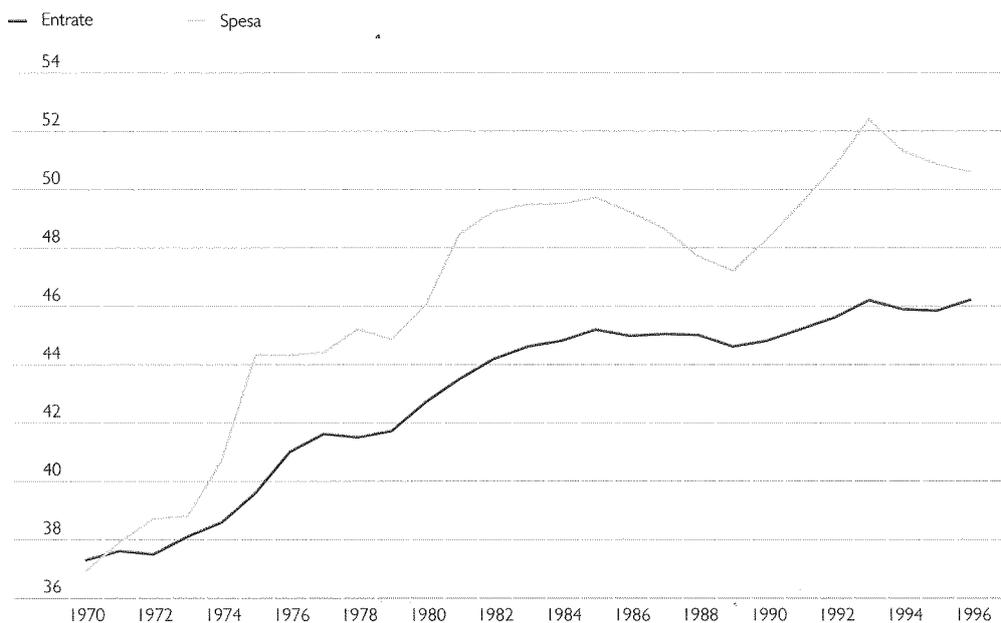
## **Riflettendo 74**

### **Andamenti della spesa e delle entrate pubbliche e loro sostenibilità**

La generale propensione all'aumento delle uscite e delle entrate pubbliche in rapporto al PIL osservata fin dai primi anni novanta rappresenta una prosecuzione di tendenze passate. Sebbene sussistano notevoli differenze fra i diversi paesi, l'incidenza media della spesa nella UE è aumentata dal 37 per cento del 1970 a oltre il 50 per cento del 1996, ancor più rapidamente della quota media delle entrate in rapporto al PIL, passata dal 37 al 46 per cento (cfr. la figura seguente). Pertanto, una parte crescente delle risorse economiche nella UE è stata assorbita dall'attività del governo.

Una implicazione del fatto che la spesa pubblica cresce con rapidità costantemente più elevata rispetto al prodotto, è che i rapporti entrate/PIL e deficit/PIL si innalzano conseguentemente. In entrambi i casi, comunque, l'attività privata può subire uno spiazzamento, il che può danneggiare le prospettive di crescita a lungo termine. Inoltre, esaminando la composizione della spesa pubblica, si osserva che una parte crescente delle uscite è utilizzata per il pagamento degli interessi, con influssi negativi

### Entrate e spesa delle Amministrazioni pubbliche nella UE\* (in percentuale del PIL della UE)



Fonte: Commissione Europea (previsioni autunno 1996).

\* La spesa non comprende il Lussemburgo fino al 1995, le entrate non comprendono Grecia, Portogallo e Finlandia fino al 1973 e il Lussemburgo fino al 1993. Dati della Germania occidentale fino al 1991, della Germania unita dopo tale data.

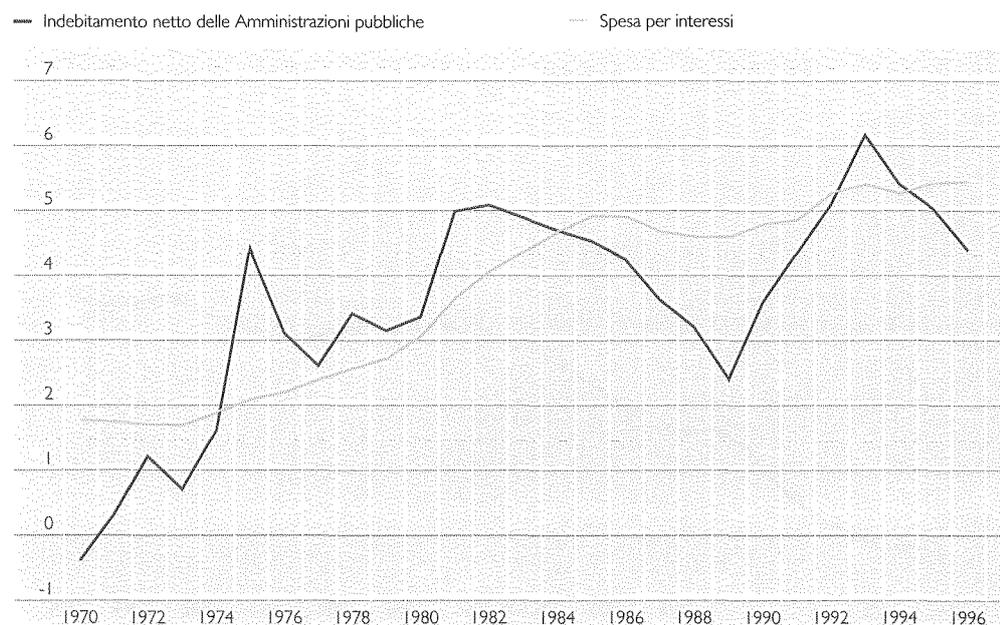
sulla flessibilità delle politiche di bilancio nel breve e medio termine. L'esborso per interessi sul debito pubblico in rapporto al PIL è cresciuto nella UE da poco meno del 2 per cento nel 1970 a oltre il 5 per cento nel 1996; nello stesso arco di tempo l'incidenza dell'onere per il servizio del debito sulla spesa pubblica totale è raddoppiata. Nella maggior parte degli anni seguenti il 1984 l'esborso per interessi ha assorbito più risorse finanziarie di quelle generate dall'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche (cfr. la figura seguente).

Sebbene tali andamenti della finanza pubblica possano difficilmente essere ritenuti sostenibili nel più lungo periodo, è necessario un approccio analitico più puntuale al fine di valutarne la sostenibilità complessiva. In questo contesto, si ritiene che gli strumenti per compiere tale valutazione possano essere ricavati da diverse procedure analitiche focalizzate sui criteri di pareggiamento del bilancio entro diversi orizzonti temporali. Si possono inoltre formulare suggerimenti relativi al giusto dosaggio, nell'attuazione del consolidamento fiscale, fra tagli alle spese e incrementi delle entrate.

Una indicazione di breve periodo sulla sostenibilità delle strategie di consolidamento può essere ottenuta discernendo le misure con effetti permanenti da quelle con effetti di breve periodo sugli andamenti tendenziali di spesa ed entrate. Le misure a breve termine, o *una tantum*, che producono effetti solo per un anno o che migliorano la posizione del bilancio attuale a spese dei bilanci futuri, o che producono meri effetti di presentazione, non possono essere considerate dei contributi alla sostenibilità.

Nel medio termine la raggiungibilità di determinati obiettivi di bilancio può essere giudicata stimando gli aggiustamenti fiscali che sarebbero necessari per raggiungere tali obiettivi. In questo caso l'attenzione è incentrata sulla correzione delle poste che in genere ricadono sotto il controllo del governo, ossia il saldo primario risultante da tutte le voci di spesa, al netto dei pagamenti per interessi, e le entrate. Ad esempio, il saldo primario attuale può essere confrontato con quello necessario a ridurre il rapporto

### Indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche e spesa per interessi nella UE\* (in percentuale del PIL della UE)



Fonte: Commissione europea (previsioni autunno 1996).

\* I dati dell'indebitamento netto non comprendono Grecia, Portogallo e Finlandia fino al 1973 e il Lussemburgo fino al 1993. Dati della Germania occidentale fino al 1991, della Germania unita dopo tale data.

debito/PIL nell'anno in corso. Questo concetto, definito come "divario primario (o di convergenza del debito)", può essere integrato con il calcolo del saldo primario necessario per ridurre il rapporto del debito a un valore specifico nell'arco di un determinato periodo di tempo (cfr. il rapporto dell'IME sui "Progressi verso la convergenza 1996", Novembre 1996). Inoltre, la correzione delle cifre relative alla spesa e alle entrate per effetti ciclici e non strutturali fornisce un'indicazione del grado in cui una determinata riduzione del deficit riflette autentici sforzi di risanamento dei conti pubblici. Tuttavia, va rilevato che i calcoli dei dati strutturali di spese ed entrate differiscono a seconda dei metodi applicati, e che i dati di stock sono tipicamente meno affidabili di quelli di flusso. Inoltre, alcuni elementi non ricorrenti, come le misure *una tantum*, possono avere un effetto distortivo sulle stime.

Per quanto riguarda la sostenibilità nel lungo termine, la situazione di bilancio deve essere giudicata alla luce delle proiezioni e previsioni relative agli sviluppi demografici ed economici che si ripercuotono sui conti pubblici. Lo stato della finanza pubblica, a tassazione e politiche dei trasferimenti invariate, può subire pesanti sollecitazioni allorché i problemi attesi dall'invecchiamento della popolazione emergono nell'arco di pochi decenni. Un valido concetto, sempre più utilizzato per cogliere il nesso tra politica di bilancio, mutamenti demografici e redistribuzione inter-generazionale risultante da politiche tributarie e contributive è noto come "contabilità generazionale".

In ogni caso, alla luce degli elevati oneri tributari e previdenziali nella UE, il risanamento di bilancio dovrebbe essere basato primariamente su restrizioni di spesa. Una maggiore incidenza delle entrate accentuerebbe le distorsioni esistenti. Inoltre, queste potrebbero essere percepite dagli operatori privati come insostenibili nel lungo periodo e pertanto danneggiarne la fiducia, in particolare sui mercati finanziari. Ma non tutte le forme di riduzione della spesa possono essere considerate ugualmente sostenibili. Ad esempio, tagli sistematici alla spesa pubblica per investimenti possono avere un impatto avverso sulle prospettive di crescita a lungo termine, dati gli effetti espansivi di alcuni tipi di investimenti pubblici per infrastrutture.

## 1.5 I tassi di cambio intra-UE

*Situazione di relativa calma all'interno degli AEC, maggiore volatilità di alcune valute non AEC*

Nel corso del 1996 gli andamenti dei tassi di cambio all'interno degli AEC sono stati caratterizzati da relativa calma. In particolare, tra la fine di maggio e metà ottobre 1996, i cambi bilaterali tra le valute partecipanti hanno oscillato entro bande relativamente ristrette (cfr. fig. 6). Nell'ultimo trimestre la divergenza bilaterale massima rispetto alle parità centrali si è ampliata, fino a raggiungere nel mese di dicembre il 7-8 per cento. La volatilità dei tassi di cambio tra le valute della UE è sensibilmente diminuita rispetto al 1995; la maggior parte delle divise aderenti agli Accordi ha registrato nel 1996 il punto minimo di volatilità nei confronti del marco tedesco dopo l'ampliamento della banda di fluttuazione degli AEC, nell'agosto 1993.

Alcune valute - franco belga/lussemburghese, marco tedesco, fiorino olandese e scellino austriaco - sono rimaste strettamente allineate, e i rispettivi differenziali d'interesse a breve e a lungo termine, già contenuti, si sono ulteriormente ristretti. A partire dall'inizio di maggio, il franco francese si è alternato con la corona danese nella posizione di valuta più debole della griglia, sebbene entrambe le valute siano rimaste per tutto il 1996 relativamente vicine alle rispettive parità centrali con il marco tedesco. Il franco francese ha subito pressioni limitate e temporanee al ribasso tra metà luglio e il principio di settembre nonché, in minor misura, tra novembre e dicembre. Da gennaio fino a settembre 1996 la peseta spagnola è rimasta relativamente stabile, configurandosi come la valuta più forte all'interno della griglia, sebbene fosse vicina al punto mediano della sua banda di fluttuazione. In seguito, tale primato è stato ottenuto dalla sterlina irlandese, che nei primi quattro mesi dell'anno era stata la più debole e che più tardi aveva guadagnato costantemente terreno nei confronti delle altre divise aderenti agli AEC. L'escudo portoghese

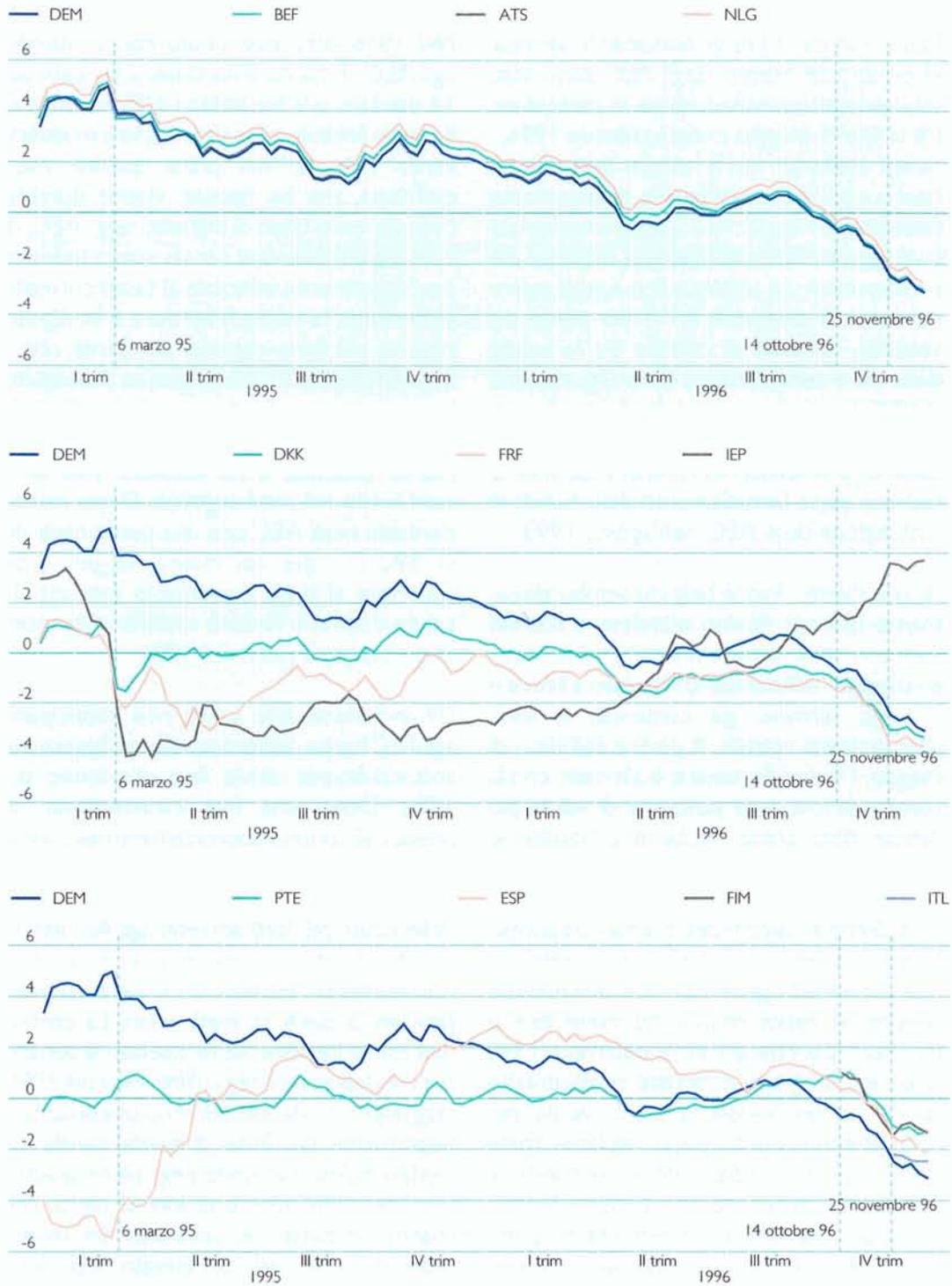
si è rafforzato, pur rimanendo per tutto il 1996 all'interno di una banda di fluttuazione del  $\pm 2$  per cento rispetto alla sua parità centrale con il marco tedesco.

Nel 1996 altre due valute hanno aderito agli AEC: il marco finlandese, a far data dal 14 ottobre, e la lira italiana il 25 novembre. Il marco finlandese ha continuato a muoversi verso il basso nei primi quattro mesi dell'anno, ma ha ripreso vigore durante l'estate. Il suo tasso di ingresso negli AEC, di 3,04 marchi finlandesi per un marco tedesco, era leggermente inferiore al tasso corrente di mercato; la valuta finlandese è in seguito rimasta più forte rispetto alla parità con il marco tedesco. La lira italiana ha proseguito la sua ascesa nella prima metà del 1996, infrangendo la soglia di 1.000 lire per un marco tedesco, e ha oscillato intorno a quel livello nei mesi seguenti. Dopo essere rientrata negli AEC con una parità centrale di 990 lire per un marco, leggermente superiore al tasso corrente di mercato, la valuta italiana è rimasta appena al di sopra di questa per il resto del 1996.

Gli andamenti delle valute non partecipanti agli AEC hanno presentato una configurazione sostanzialmente simile fino all'autunno del 1996. Dopo una fase caratterizzata da pressoché continui apprezzamenti nella prima metà del 1996, in luglio e in agosto esse si sono leggermente deprezzate nei confronti delle valute più forti aderenti agli Accordi. In seguito, la dracma greca si è apprezzata notevolmente, terminando il 1996 su livelli prossimi a quelli di metà anno. La corona svedese ha inizialmente recuperato le perdite, ma si è deprezzata negli ultimi mesi del 1996, raggiungendo alla fine dell'anno una posizione leggermente più forte di quella iniziale. La sterlina inglese ha subito negli ultimi quattro mesi del 1996 forti pressioni al rialzo, che l'hanno sospinta nei confronti del marco tedesco fino al livello più elevato degli ultimi tre anni.

**Figura 6**

**Posizione delle valute all'interno degli AEC**  
(in punti percentuali)



Fonte: Statistiche nazionali.

Le linee verticali indicano i riallineamenti dello scudo portoghese e della peseta spagnola del 6 marzo 1995, l'entrata negli AEC del marco finlandese, il 14 ottobre 1996, e il rientro della lira italiana, il 25 novembre 1996. La posizione di una valuta nella banda di oscillazione è determinata dal suo scostamento rispetto al punto centrale fra la valuta più forte e 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.

### *Favorevoli fattori sottostanti, all'interno e all'esterno della UE*

Numerosi fattori paiono aver contribuito agli sviluppi illustrati più sopra. Il movimento in ascesa del dollaro USA, che ha rappresentato una correzione del precedente deprezzamento della valuta statunitense, congiunto a una minore volatilità, ha contribuito alla stabilità dei cambi all'interno degli AEC. I progressi verso la convergenza, insieme alle reiterate espressioni di un risoluto impegno politico alla prosecuzione del processo verso l'Unione Economica e Monetaria - impegno ribadito nelle conclusioni delle riunioni di Madrid, Firenze e Dublino del Consiglio europeo - hanno gradualmente rafforzato le attese del mercato riguardo al puntuale avvio della Terza Fase della UEM (con riflessi anche sul mercato dell'ECU, cfr. riquadro 5). Tuttavia, sembra difficile discernere la valutazione positiva dei mercati sulle prestazioni macroeconomiche complessive dei paesi membri e sulla sostenibilità delle loro politiche economiche dalle aspettative del mercato circa la loro possibile partecipazione alla Terza Fase. In ogni caso, cospicui flussi di capitali si sono indirizzati verso alcune delle valute, aderenti o no agli AEC, in passato considerate "ad alto rendimento", sospingendo verso l'alto i loro tassi di cambio e verso il basso i loro tassi d'interesse relativamente a quelli tedeschi. L'anticipazione dell'ingresso negli AEC può aver avuto un ruolo nel rafforzamento di alcune valute della UE. Inoltre, in un contesto di deboli pressioni inflazionistiche nei paesi dell'Europa continentale, l'ulteriore graduale allentamento delle condizioni monetarie in Germania sul finire del mese di agosto ha agevolato tagli sostanziali dei tassi di interesse ufficiali nella maggior parte degli altri paesi dell'Unione.

### *Movimenti correttivi nei tassi di cambio effettivi*

In linea con i contenuti differenziali di inflazione, l'andamento dei tassi di cambio effettivi reali nel corso del 1996 ha rispecchiato fedelmente le oscillazioni dei cambi effettivi nominali

(cfr. fig. 7) La maggior parte delle valute aderenti agli AEC, compreso il marco finlandese, si sono deprezzate in termini effettivi reali<sup>1</sup>. Di contro, la sterlina irlandese e la lira italiana hanno guadagnato terreno. La peseta spagnola e l'escudo portoghese hanno presentato profili contrastanti, dipendenti dagli indicatori utilizzati. Tutte le valute non aderenti agli Accordi, segnatamente la sterlina inglese, si sono apprezzate in termini effettivi reali. Nel complesso, si può affermare che a fine 1996 molte valute della UE sono tornate su livelli di cambio più sostenibili rispetto alle posizioni competitive sottostanti. Un fattore di importanza cruciale può essere stata l'attesa di un rallentamento dell'inflazione, unita alla limitata traslazione dei precedenti deprezzamenti sull'inflazione interna.

### *Leggere diversità nelle risposte delle politiche economiche*

Le autorità monetarie hanno risposto alle distese condizioni di mercato prevalse nel 1996 in modi diversi, che hanno riflesso varie esigenze economiche interne e differenti strategie di politica monetaria e del cambio (cfr. anche Sezione 2). In particolare, le pressioni al rialzo subite da alcune valute nei confronti del marco tedesco sono state assecondate per mezzo di una combinazione di approcci - ossia consentendo alle valute di apprezzarsi riducendo i tassi di interesse a breve ed effettuando acquisti di riserve valutarie sul mercato dei cambi - il cui dosaggio relativo è stato diverso di paese in paese.

Talune banche centrali della UE hanno consentito notevoli apprezzamenti dei propri tassi di cambio allo scopo di sostenere l'orientamento antinflazionistico della politica economica o di contrastare le potenziali

---

<sup>1</sup> Il calcolo dei tassi di cambio effettivi reali è basato sui seguenti deflatori: indice dei prezzi al consumo, indice dei prezzi alla produzione e costi unitari del lavoro nel settore manifatturiero.

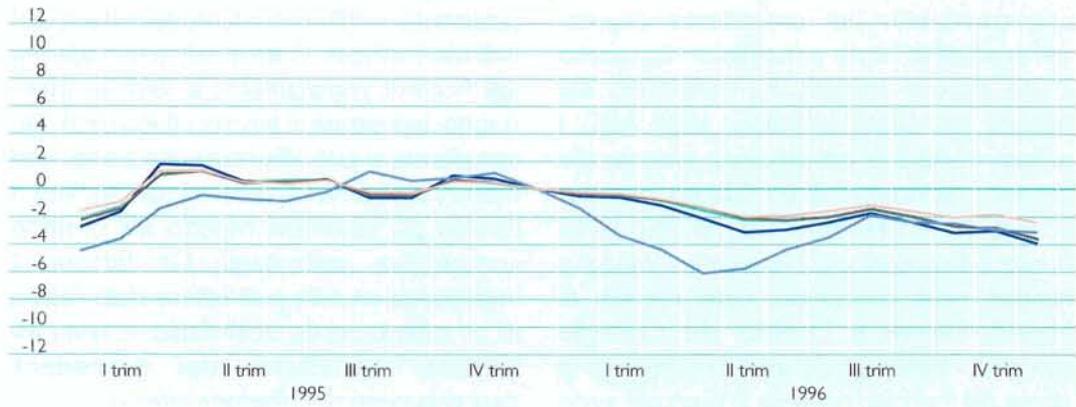
**Figura 7**

**Tassi di cambio effettivi nominali\***

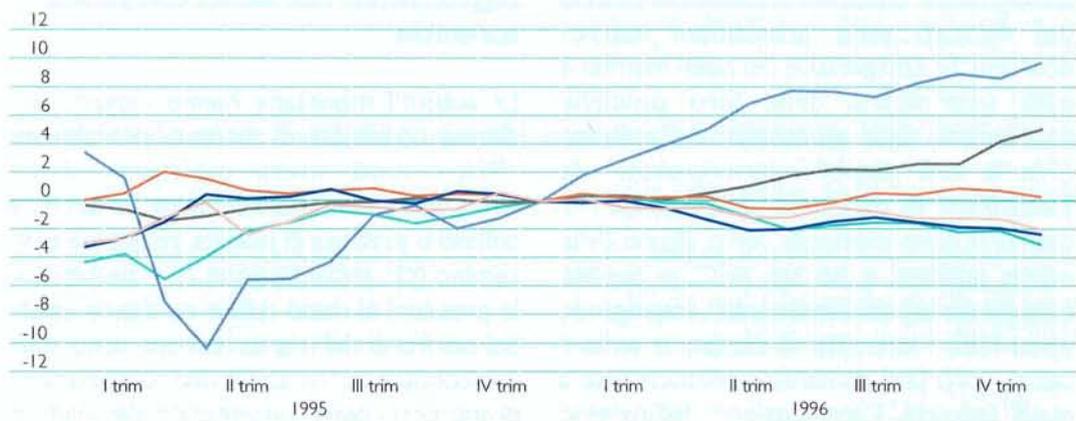
(medie mensili; variazioni percentuali rispetto a dicembre 1995)

Valute aderenti agli AEC

DEM BEF ATS NLG FIM

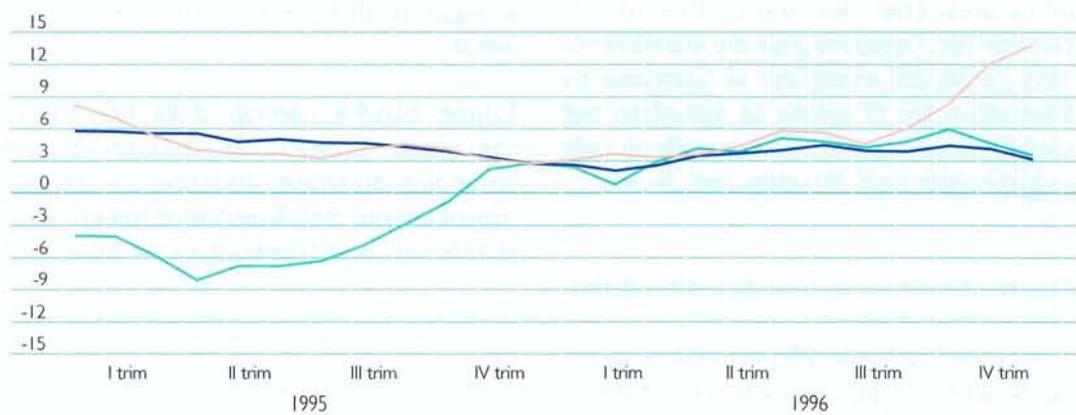


DKK ESP FRF IEP ITL PTE



Valute non aderenti agli AEC

GRD SEK GBP



Fonte: BRL.

\* Nei confronti di un paniere comprendente le valute di ventisei paesi industrializzati.

spinte inflazionistiche alla luce della vigorosa espansione economica interna. In molti paesi membri i differenziali di interesse con i tassi tedeschi hanno registrato una netta flessione lungo la curva dei rendimenti. Nel complesso, gli interventi sul mercato dei cambi sono stati limitati rispetto al 1995.

Poche banche centrali della UE hanno acquistato un cospicuo ammontare di valute estere al fine di ricostituire le proprie riserve o di preservare ordinate condizioni sul mercato, mantenendo al contempo le condizioni monetarie in linea con le necessità interne di politica economica.

## Riquadro 5

### I mercati dell'ECU privato

Nel 1996 i mercati finanziari e bancari dell'ECU privato hanno subito la quarta contrazione consecutiva su base annua (cfr. la tavola seguente). Le dimensioni complessive del mercato dell'ECU privato si stima siano diminuite dell'8,6 per cento tra fine settembre 1995 e fine settembre 1996, collocandosi sui 153,6 miliardi di ECU. Tale livello è del 20,5 per cento inferiore al picco registrato nel settem-

#### I mercati finanziari dell'ECU

(Consistenze di fine periodo; in miliardi di ECU)

	1992	1993	1994	1995	1996			
	III trim	III trim	III trim	III trim	I trim	II trim	III trim	IV trim
Emissioni obbligazionarie, di cui:	130,3	124,5	125,4	119,1	111,7	110,8	110,1	109,5
- internazionali	86,3	78,2	69,1	62,5	55,7	53,6	51,8	50,1
- nazionali	44,0	46,3	56,3	56,6	56,0	57,2	58,3	59,4
Buoni del Tesoro (nazionali)	6,9	8,3	4,7	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Carta commerciale e <i>euronotes</i>	8,6	6,5	6,4	8,2	9,3	8,8	9,0	9,9
Finanziamenti bancari (stima) <sup>(a)</sup>	67,5	66,6	59,9	57,3	55,9	53,2	51,0	.
Dimensione totale del mercato (stima) <sup>(b)</sup>	193,3	185,9	176,4	168,1	160,4	156,3	153,6	.
Attività bancarie, di cui:	198,0	196,0	178,4	164,5	153,1	144,3	141,6	.
- nei confronti di entità non bancarie <sup>(c)</sup>	61,6	61,0	55,6	52,6	50,0	48,4	46,5	.
Passività bancarie, di cui:	200,7	191,9	174,7	157,7	148,3	140,2	136,5	.
- nei confronti di entità non bancarie <sup>(c)</sup>	34,9	30,9	27,1	23,1	24,6	22,6	21,0	.
Per memoria:								
ECU privati detenuti dalle Banche centrali	18,9	19,1	24,0	23,3	19,9	20,0	21,8	22,8
Volume degli scambi di titoli in ECU <sup>(d)</sup>	1473,6	333,6	402,0	479,6	474,1	422,9	392,5	418,5
in percentuale del totale degli scambi in tutte le valute	13,3	6,1	6,9	7,4	5,3	4,8	4,1	4,3

Fonti: BRI, Euroclear e Cedel.

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

(b) Sono dedotti 20 miliardi di ECU per tener conto dei fenomeni di doppia contabilizzazione (dato stimato): la duplicazione fra 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 esse svolgono sul mercato finanziario in quanto emittenti e investitori in titoli in ECU. In mancanza di dati precisi, l'entità della duplicazione può essere solo stimata.

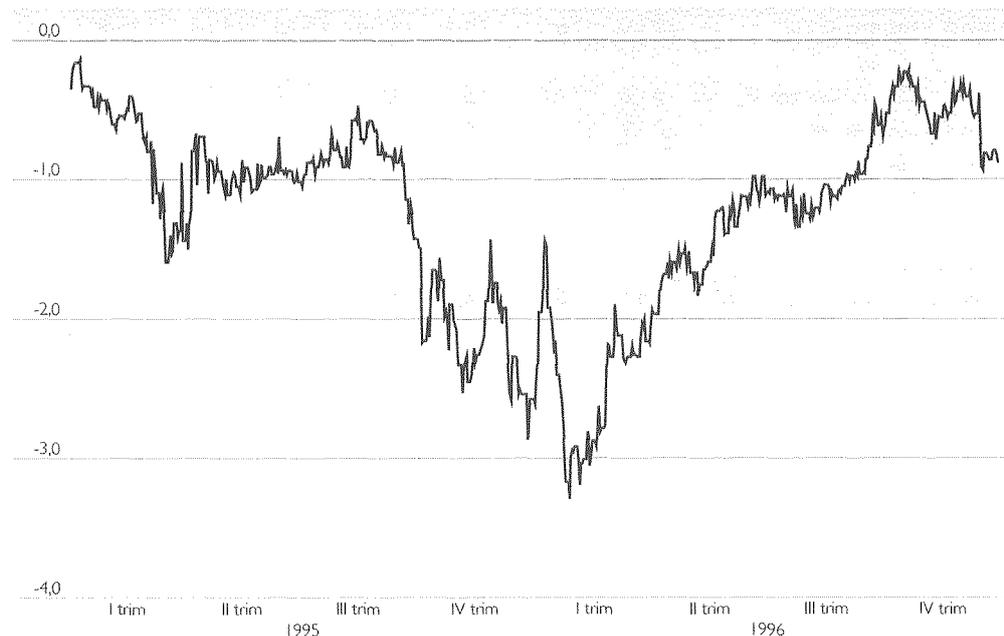
(c) Comprende solo le entità non bancarie identificate.

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

bre 1992. Una riduzione nel volume delle emissioni obbligazionarie internazionali in essere, da 62,5 a 51,8 miliardi di ECU tra fine settembre 1995 e fine settembre 1996, è stata in gran parte responsabile della contrazione complessiva del mercato. Il rimborso dei titoli in scadenza ha continuato ad essere elevato e superiore alle nuove emissioni. Nel contesto di una fiorente attività di emissione sui mercati obbligazionari internazionali, la contrazione degli strumenti internazionali in ECU ha abbassato, in dodici mesi, la quota di emissioni in questa valuta dal 3,7 al 2,8 per cento, a fine settembre 1996. Altri settori dell'attività in ECU sono stati più dinamici. Le consistenze di obbligazioni nazionali denominate in ECU, che hanno riflesso principalmente nuove emissioni del settore pubblico, sono aumentate da 56,6 a 58,3 miliardi. Gli strumenti a breve termine in circolazione sono leggermente aumentati nello stesso periodo, a causa di una impennata nelle emissioni di *euronotes* denominate in ECU. Anche in questo caso, tuttavia, il volume globale delle *euronotes* è cresciuto più rapidamente del segmento dell'ECU, il che ha comportato una flessione nella quota di mercato dell'ECU dall'1,9 all'1,5 per cento. I finanziamenti bancari stimati (totale dei finanziamenti bancari al beneficiario finale e finanziamenti a banche residenti al di fuori dell'area di rilevazione della BRI) sono diminuiti dell'11,0 per cento, risultando pari a 51,0 miliardi di ECU a fine settembre 1996, in confronto ai 57,3 miliardi di fine settembre 1995. Per quanto concerne le passività, i depositi in ECU detenuti da entità non bancarie si sono ridotti del 9,1 per cento. La quota di mercato dell'ECU sul totale delle attività e passività bancarie internazionali è diminuita ulteriormente, passando dal 2,4 all'1,9 per cento per le attività e dal 2,3 all'1,8 per cento per le passività.

Il differenziale tra il tasso di cambio di mercato dell'ECU e quello teorico, o "paniere", era tradizionalmente rimasto nella fascia dei  $\pm 20$  punti base, tranne che nei periodi di turbolenze sui mercati dei cambi. Al principio del 1996 il divario negativo si è notevolmente ampliato, per raggiungere e superare il -3 per cento, lo scarto più ampio mai registrato (cfr. la figura). Tuttavia, a partire dal mese di marzo, si è osservata una rapida e pronunciata inversione di tendenza, che ha riportato il differenziale a circa -0,5 per cento a dicembre 1996. Il divario tra il rendimento di mercato delle obbligazioni in ECU e quello teorico si è ampliato dal livello prossimo allo zero di inizio 1996 a -0,2 punti percentuali in aprile ed è rimasto vicino a questo valore per il resto dell'anno.

Differenza tra il tasso di cambio di mercato dell'ECU e quello teorico  
(in punti percentuali)



Fonte: Statistiche nazionali.

Il brusco ampliamento del differenziale dei tassi di cambio a inizio 1996, in un momento in cui le tensioni valutarie non erano particolarmente pronunciate, può aver rispecchiato vari fattori, segnatamente incertezze sulla data di avvio e sull'attesa composizione iniziale della Terza Fase della UEM, come pure sullo stato giuridico dell'ECU privato e sulla continuità dei contratti denominati in questa valuta. Il seguente assottigliamento del differenziale, registrato fin dal primo trimestre del 1996, può essere dovuto all'attenuarsi di tensioni e incertezze, come emerge dalla situazione di stabilità all'interno dello SME. Esso può inoltre rispecchiare il maggiore ottimismo dei mercati finanziari sulla probabilità di avvio della UEM, nonché l'accordo raggiunto alla riunione del Consiglio europeo di Dublino il 13-14 dicembre 1996, a proposito del quadro normativo per l'utilizzo dell'euro.

## 1.6 I mercati finanziari nei paesi della UE

### *Tassi di interesse a lungo termine e differenziali in diminuzione*

I rendimenti nominali sui titoli a 10 anni sono diminuiti nel corso del 1996 in tutti i paesi della UE, ad eccezione del Regno Unito. In media, i rendimenti obbligazionari nella UE hanno subito una flessione di 1,1 punti percentuali (cfr. tav. 7). Una valutazione comparata mette in luce forti differenze: in Italia, Portogallo e Spagna i tassi a lungo termine sono calati di 3,3, 2,9 e 2,8 punti percentuali, rispettivamente, mentre in Svezia si sono ridotti di 1,7 punti percentuali. In Belgio, Danimarca, Francia, Irlanda, Lussemburgo e Finlandia i rendimenti delle obbligazioni decennali sono diminuiti in una misura compresa tra circa 0,7 e 1,0 punti percentuali. Il declino è stato meno pronunciato in Germania, Paesi Bassi e Austria, dove il livello dei tassi di interesse era già basso.

Due aspetti principali emergono dall'analisi dei fattori sottostanti agli sviluppi del mercato dei titoli nella UE nel corso del 1996. Uno è il ruolo rivestito dal mercato statunitense. Date le dimensioni di tale mercato, i suoi sviluppi tendono in genere a esercitare un influsso fondamentale sui movimenti a breve termine dei rendimenti obbligazionari nella UE. Tuttavia, i fattori di base che nel 1996 hanno influenzato gli sviluppi del mercato dei titoli nella UE differiscono in certa misura da quelli che hanno agito negli Stati

Uniti, creando con ciò una parziale "separazione" fra i due mercati. Sebbene il differenziale fra i rendimenti dei titoli USA a dieci anni e i corrispondenti tassi tedeschi abbia fluttuato dal 1990 in una banda storicamente molto ristretta, riflettendo in gran parte il miglioramento di più lungo periodo conseguito dagli USA in termini di inflazione, esso è mutato da negativo in positivo nel corso del 1996 allorché i rendimenti statunitensi hanno superato quelli tedeschi per la prima volta dalla fine del 1994 (cfr. fig. 8). Il principale fattore sottostante è stato la diversa posizione ciclica degli Stati Uniti rispetto alla maggior parte dei paesi UE, che ha a sua volta generato aspettative divergenti sul futuro andamento dei tassi a breve. Inoltre, la ripresa del dollaro USA nel corso dell'anno ha rafforzato questa tendenza. Aspettative divergenti sui tassi a breve legate a considerazioni cicliche sono anche state alla base della differenza dai rendimenti obbligazionari nominali fra il Regno Unito e la Germania.

Un secondo aspetto concerne gli sviluppi dei differenziali di rendimento intra-UE. In tutti i paesi della UE, ad eccezione del Regno Unito, i differenziali di interesse a lunga rispetto ai paesi con i più bassi rendimenti obbligazionari si sono notevolmente assottigliati nel corso del 1996 (cfr. fig. 8). Nella prima parte dell'anno è emersa una tendenza al restringimento dei differenziali, in particolare nei paesi "ad alto rendimento", nonostante la svolta ascendente dei rendimenti obbligazionari

**Tavola 7****Tassi di interesse a lungo termine***(rendimenti sui titoli a lungo termine; dati di fine mese; valori percentuali)*

	Dicembre 1994	Dicembre 1995	Giugno 1996	Dicembre 1996	Variazione <sup>(a)</sup> 1995	Variazione <sup>(a)</sup> 1996
Belgio	8,34	6,69	6,80	5,86	-1,65	-0,83
Danimarca	9,14	7,23	7,44	6,52	-1,91	-0,71
Germania	7,66	6,02	6,56	5,77	-1,64	-0,25
Grecia <sup>(b)</sup>	19,00					
Spagna	11,79	9,70	8,90	6,89	-2,09	-2,81
Francia	8,28	6,64	6,47	5,82	-1,64	-0,82
Irlanda	8,76	7,34	7,49	6,58	-1,42	-0,76
Italia	12,40	10,87	9,44	7,55	-1,53	-3,32
Lussemburgo	7,78	6,68	6,55	5,78	-1,10	-0,90
Paesi Bassi	7,76	6,01	6,41	5,67	-1,75	-0,34
Austria	7,63	6,36	6,64	5,84	-1,27	-0,52
Portogallo	11,81	9,77	8,74	6,86	-2,04	-2,91
Finlandia	10,09	7,20	7,06	6,21	-2,89	-0,99
Svezia	10,88	8,41	8,11	6,68	-2,47	-1,73
Regno Unito	8,87	7,53	8,03	7,64	-1,34	0,11
UE-15	9,49	7,80	7,68	6,67	-1,69	-1,13
Stati Uniti	7,84	5,58	6,73	6,43	-2,26	0,85
Giappone	4,59	2,91	3,17	2,57	-1,68	-0,34

Fonte: Per la UE-15, rendimenti armonizzati secondo i criteri di convergenza (cfr. anche nota (b)). Rendimenti sui titoli a 10 anni per gli Stati Uniti e sui titoli *benchmark* a 10 anni per il Giappone.

(a) Punti percentuali, fine anno su fine anno.

(b) Tasso d'interesse (valore cedola) all'emissione di titoli pubblici quinquennali (con rendimento legato al tasso d'interesse dei certificati del Tesoro a 12 mesi). Questi titoli non sono stati emessi tutti i mesi. Ciò spiega la mancanza di alcuni valori.

internazionali. Tale evoluzione contrasta con i precedenti episodi di incremento dei rendimenti internazionali, che di norma si accompagnano a un ampliamento dei differenziali. Insieme con il declino della volatilità nei mercati obbligazionari dei paesi "ad alto rendimento", ciò è indicativo, fra l'altro, di un abbassamento dei premi per il rischio di inflazione in questi paesi.

In particolare, i paesi che presentavano i differenziali più ampi al principio dell'anno, e dove è possibile che i premi di rischio fossero corrispondentemente i più elevati, come Spagna, Italia, Portogallo e Svezia, hanno mostrato la tendenza più spiccata all'assottigliamento. Una combinazione di fattori sembra aver contribuito a tale sviluppo, tra cui una significativa riduzione nei differenziali di inflazione attesa all'interno

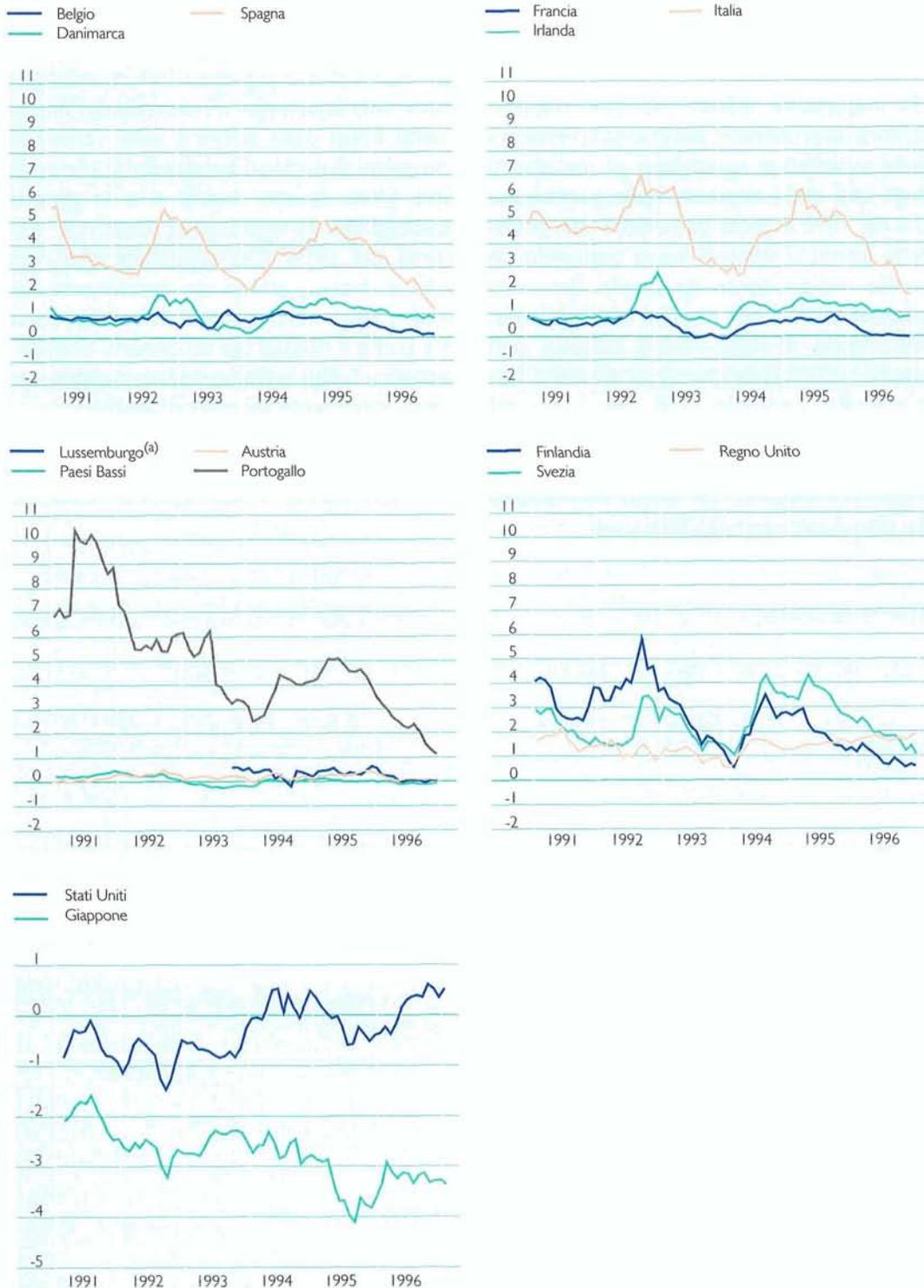
della UE, percezioni di progressi verso il consolidamento fiscale, la relativa stabilità dei tassi di cambio e minori incertezze politiche in alcuni paesi. I mercati hanno ritenuto inoltre che questi fattori migliorassero le prospettive dell'Unione Economica e Monetaria, elemento che a sua volta può aver rivestito un ruolo indipendente nella contrazione dei differenziali, sia in maniera diretta, sia rafforzando ulteriormente le prospettive di stabilità dei cambi.

#### **Forte espansione dei mercati azionari della UE nel 1996**

Nella maggior parte dei paesi UE gli indici dei prezzi azionari sono aumentati del 20-25 per cento nel 1996. Questo andamento

**Figura 8**

**Differenziali di interesse con i titoli a lungo termine della Germania\***  
(dati medi mensili; in punti percentuali)



Fonte: Statistiche nazionali.

\* Per ulteriori chiarimenti sui dati utilizzati cfr. le note alla tav. 7. Per gli Stati Uniti, rendimento sui titoli a 10 anni; per il Giappone, rendimento sui titoli *benchmark* a 10 anni. Per ragioni di confrontabilità, i dati per la Grecia non vengono riportati.

(a) Dati comparabili sono disponibili solo dal 22 ottobre 1993.

omogeneo è, in certa misura, indicativo di aspettative sostanzialmente simili riguardo agli sviluppi macroeconomici reali nei paesi della UE. Tuttavia, l'ascesa dei corsi azionari non ha rispecchiato unicamente le aspettative sugli utili delle imprese.

Un importante influsso su tale sviluppo sembra sia provenuto, più che dalla revisione delle aspettative riguardanti gli andamenti degli utili delle imprese, dalla percezione che nel 1995 in molti paesi della UE i prezzi delle azioni si fossero mossi seguendo un profilo indipendente da quello dei corsi azionari USA e dei mercati obbligazionari dell'Unione. In certa misura, tuttavia, può esservi stata una tendenza ad allinearsi con il mercato azionario USA nel corso del 1996, poiché i gestori dei fondi internazionali hanno accresciuto il peso dei titoli UE nei propri portafogli di pari passo con l'ascesa dei prezzi azionari negli Stati Uniti.

Anche i rendimenti obbligazionari possono aver rivestito un ruolo determinante. Il divario tra i rendimenti dei titoli a lungo termine e quelli delle azioni può offrire una indicazione dell'influsso esercitato dagli sviluppi dei mercati obbligazionari sui mercati azionari e di conseguenza fornire informazioni sulle aspettative di crescita dei rendimenti futuri delle azioni o sulle variazioni dei premi di rischio. Diversamente che negli Stati Uniti, questo divario si è in genere assottigliato in molti paesi della UE nel corso del 1996. Ciò suggerisce che non solo il declino atteso nei rendimenti dei titoli a lungo termine nell'Unione Europea ma anche il ribasso dei rendimenti obbligazionari a lungo termine hanno rivestito un ruolo importante sui mercati azionari.

## 2 Le politiche monetarie degli Stati membri

In questo paragrafo si descrivono i cambiamenti intervenuti nelle condizioni monetarie nei singoli paesi della UE nel 1996. Il suo contenuto riflette il compito attribuito all'IME nella Seconda Fase della UEM di rafforzare la cooperazione fra banche centrali nazionali e il coordinamento delle politiche monetarie degli Stati membri al fine di garantire la stabilità dei prezzi. In connessione con tali responsabilità, l'IME vaglia con regolarità l'adeguatezza e la compatibilità delle politiche monetarie e di cambio.

Nella maggior parte dei paesi UE il contesto economico e finanziario nel 1996 ha permesso un ulteriore, costante ma prudente allentamento delle politiche monetarie attraverso riduzioni dei tassi di interesse ufficiali e dei tassi guida (cfr. figg. 9, 10 e la cronologia nell'allegato 1); il tasso di crescita dell'offerta di moneta in senso ampio (in termini di M3 armonizzata) nell'insieme dell'Unione è salito dal 2,9 per cento nel 1995 al 6,4 per cento nel 1996. Nel complesso, nella maggioranza degli Stati membri (segnatamente Belgio/Lussemburgo, Danimarca, Germania, Francia, Paesi Bassi, Austria, Finlandia e Svezia) i tassi ufficiali e quelli guida sono diminuiti a livelli bassi e strettamente allineati. La convergenza dei tassi di interesse a breve e dei tassi di inflazione nel 1996, insieme con il raggiungimento di un elevato grado di stabilità dei cambi, segnala l'emergere di una intonazione allineata delle politiche monetarie fra questi paesi della UE. Nella maggior parte degli altri paesi della UE le condizioni economiche e dei cambi nel 1996 hanno gradualmente favorito un orientamento più disteso delle politiche monetarie. Di conseguenza, i loro differenziali di interesse a breve termine con il marco tedesco si sono notevolmente ridotti (cfr. fig. 10). Ciò ha determinato una progressiva convergenza del più differenziato orientamento delle politiche monetarie che per gran parte del 1995 era stato richiesto

dalla necessità di contrastare le crescenti pressioni inflazionistiche e/o le rinnovate turbolenze sul mercato dei cambi in alcuni paesi della UE. Hanno fatto eccezione l'Irlanda, che verso la fine dell'anno ha scelto di rendere più restrittive le condizioni monetarie, e il Regno Unito, che ha innalzato i tassi di interesse ufficiali nella seconda metà del 1996.

In Germania la prospettiva che l'inflazione rimanesse a un livello considerato compatibile con la stabilità dei prezzi ha consentito alla Deutsche Bundesbank di allentare ulteriormente le condizioni monetarie. Il tasso sulle operazioni pronti contro termine, che si collocava sul 3,75 per cento al principio del 1996, è stato pilotato al 3,4 per cento a fine gennaio e stabilizzato sul 3,3 per cento a partire da febbraio. In aprile la banca centrale ha deciso di ridurre il tasso ufficiale di sconto di 0,5 punti percentuali, portandolo al minimo storico del 2,5 per cento. Nel contempo, il tasso lombard è stato abbassato dal 5,0 al 4,5 per cento. In presenza di prospettive di inflazione ancora favorevoli, il tasso pronti contro termine è stato ulteriormente ridotto in agosto e si è stabilizzato sul 3,0 per cento per il resto dell'anno. Inoltre, è continuata la correzione del forte apprezzamento registrato dal marco tedesco al principio del 1995.

L'espansione della moneta M3 è rimasta la variabile determinante delle decisioni di politica economica della Deutsche Bundesbank. Nel quarto trimestre del 1996 il ritmo di crescita di M3, su base annua, è stato dell'8,1 per cento e ha quindi superato la fascia-obiettivo del 4-7 per cento (cfr. tav. 8). Tale fenomeno è stato attribuito a una lieve ripresa dei finanziamenti bancari al settore privato e, soprattutto, alla esitante domanda di attività finanziarie a lungo termine non incluse in M3. Tuttavia, poiché nei tre anni scorsi l'espansione media di M3

## Tavola 8

### Obiettivi e linee-guida della politica monetaria degli Stati membri

#### a) Aggregati monetari - obiettivi e fasce di riferimento (variazioni percentuali annue\*)

Paese	Variabile di riferimento	1995		1996		1997
		Obiettivo/fascia di riferimento <sup>(a)</sup>	Andamento effettivo	Obiettivo/fascia di riferimento <sup>(a)</sup>	Andamento effettivo	Obiettivo/fascia di riferimento <sup>(a)</sup>
Germania	M3	4-6	2,1	4-7	8,1	3,5-6,5
Grecia	M3	7-9	10,3	6-9	9,0	6-9
Spagna	ALP	<8	9,2	<8	6,5	≤7
Francia	M3	5,0	4,0	5,0	-1,5	5,0
Italia	M2	5,0	1,9	5,0	2,6	<5
Regno Unito	M0	0-4	7,1	0-4	5,6	0-4
	M4	3-9	5,5	3-9	9,8	3-9

Fonte: Statistiche nazionali.

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

(a) Obiettivo di medio periodo per Spagna e Francia. Per il Regno Unito fasce di *monitoring*.

#### b) Obiettivi formali di inflazione (variazioni percentuali annue)

Paese	Variabile obiettivo <sup>(a)</sup>	1995		1996		1997	Obiettivo di medio termine
		Obiettivo	Andamento effettivo	Obiettivo	Andamento effettivo	Obiettivo	
Spagna	CPI	-	4,7	3,5-4 <sup>(b)</sup>	3,7	<3	2 <sup>(c)</sup>
Finlandia	CPIY	~2	-0,1	~2	0,2	~2	~2
Svezia	CPI	2 ± 1	2,9	2 ± 1	0,7	2 ± 1	2 ± 1
Regno Unito	RPIX	1-4	2,9	1-4	2,9	≤2,5 <sup>(d)</sup>	≤2,5

Fonte: Statistiche nazionali.

(a) CPI = indice dei prezzi al consumo. CPIY = CPI esclusa la tassazione indiretta, i sussidi, e i costi in conto capitale per le abitazioni occupate dai proprietari (interessi sui mutui ipotecari e deprezzamento).

RPIX = indice dei prezzi al dettaglio esclusi gli interessi sui mutui ipotecari.

(b) Si riferisce al primo trimestre del 1996.

(c) Si riferisce al 1998.

(d) Segmento inferiore della fascia 1-4 per cento entro la primavera del 1997; 2,5 per cento o inferiore, successivamente.

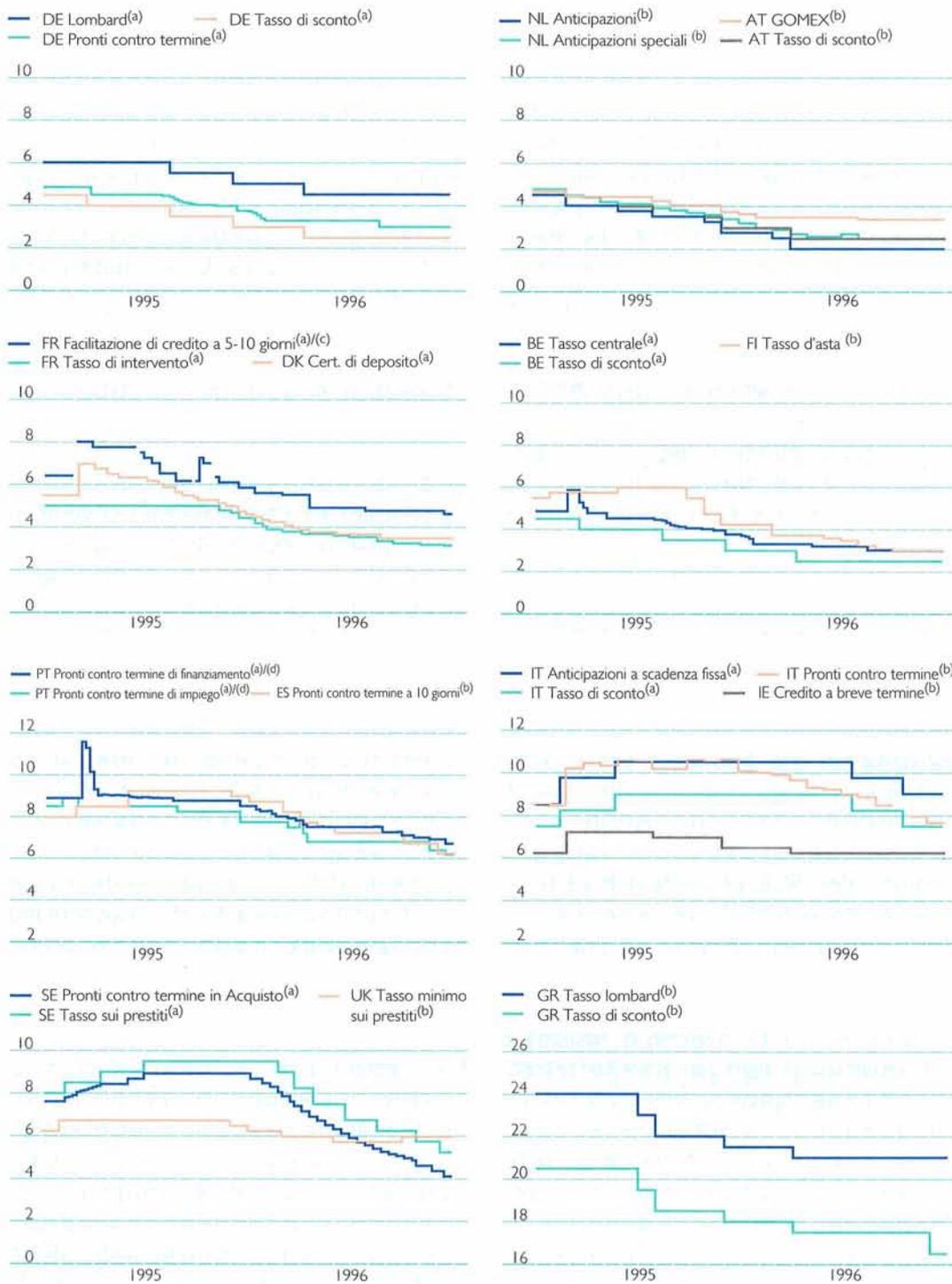
è stata del 5 per cento circa, la tendenza monetaria di fondo è parsa essere sostanzialmente coerente con gli obiettivi prefissati e non è stata considerata fonte di serie preoccupazioni. A seguito delle occasionali distorsioni registrate negli ultimi anni nella crescita di M3, la banca centrale ha attribuito maggiore importanza alle tendenze monetarie di medio periodo (cfr. riquadro 6). Per fronteggiare la maggiore volatilità negli sviluppi monetari a breve termine, la Deutsche Bundesbank ha anche

deciso di ampliare il corridoio-obiettivo per la crescita di M3 nel 1996 da 2 a 3 punti percentuali. Inoltre, è stata prestata dovuta attenzione all'informazione contenuta in indicatori supplementari riguardanti l'inflazione futura.

La discesa dei tassi ufficiali tedeschi ha trovato riscontro in molti altri paesi della UE. La forza del fiorino olandese ha consentito alla Nederlandsche Bank di mantenere i tassi guida appena al di sotto di

**Figura 9**

**Tassi di interesse ufficiali e tassi guida**  
(valori percentuali)



Fonte: Statistiche nazionali (i tassi indicati sono quelli più significativi per la politica monetaria in ciascun paese).

(a) Dati di fine settimana. Per il Portogallo dati di inizio settimana.

(b) Dati di fine mese.

(c) Salto di serie dall'8 marzo al 21 giugno incluso e dal 6 ottobre all'8 novembre 1995 incluso, quando la Banque de France sospese i prestiti a 5-10 giorni per sostituirli con pronti contro termine a 24 ore.

(d) Se la comunicazione del tasso sulle operazioni regolari di offerta di liquidità viene sospesa, il tasso di interesse corrisponde a quelli su operazioni occasionali.

quelli tedeschi per tutto il 1996. Questa posizione si è riflessa in valori leggermente negativi dei differenziali di interesse a breve con il marco tedesco (cfr. fig. 10). In Austria i tassi del mercato monetario sono rimasti strettamente allineati ai corrispondenti tassi tedeschi, coerentemente con la ferma intenzione di mantenere un rapporto stabile fra scellino e marco tedesco. Le grandezze economiche fondamentali hanno contribuito all'alto grado di stabilità del franco belga/lussemburghese nei confronti del marco tedesco. Nel corso dell'anno il differenziale di interesse a tre mesi con la Germania ha fluttuato in una ristretta banda intorno allo zero. A seguito del rafforzamento delle rispettive valute all'interno degli AEC, le banche centrali di Danimarca e Francia hanno gradualmente ridotto i loro tassi ufficiali fino a livelli non di molto superiori a quelli di Germania, Paesi Bassi, Austria e Belgio.

In Francia, una caratteristica peculiare è stata la spiccata decelerazione dell'espansione della moneta in senso ampio nel corso dell'anno, poiché la ripida curva dei rendimenti ha innescato un diffuso spostamento dai depositi a breve verso attività a più lungo termine e altri sostituti della moneta, come ad esempio alcune forme di risparmio contrattuale. Nel quarto trimestre del 1996 la crescita di M3 è scesa al tasso annuo dell'1,5 per cento, a fronte dell'obiettivo della Banque de France di assecondare un incremento annuo del 5 per cento nel medio periodo (cfr. tav. 8). Al tempo stesso, la formazione di liquidità è stata dinamica; gli aggregati monetari ristretti M1 e M2, che coprono i saldi monetari per transazione e il risparmio liquido, hanno mostrato tassi annui di crescita del 3,7 e del 6,0 per cento rispettivamente nel quarto trimestre del 1996. Il tasso di crescita del debito interno totale lordo, che la Banque de France tiene sotto controllo come indicatore dei finanziamenti all'economia, ha decelerato dal 5,0 al 3,6 per cento.

In Finlandia segnali di pressioni inflazionistiche molto deboli hanno consentito alla Suomen Pankki di ridurre ulteriormente il tasso d'asta, non rinunciando tuttavia all'obiettivo di stabilizzare l'inflazione di fondo sul 2 per cento circa (cfr. tav. 8). A partire dal mese di ottobre, i tassi del mercato monetario sono rimasti praticamente allineati ai corrispondenti tassi tedeschi. In occasione dell'ingresso del marco finlandese negli AEC il 14 ottobre 1996, la banca centrale ha dichiarato che sebbene le decisioni di politica monetaria sarebbero state prese tenendo sempre presente l'obiettivo di inflazione, a partire da quel momento sarebbe stata attribuita maggiore importanza all'obiettivo di assicurare la stabilità del cambio.

Al di fuori degli AEC, la Sveriges Riksbank ha adottato a partire dall'inizio di gennaio una intonazione meno restrittiva della politica monetaria in risposta al rapido miglioramento delle prospettive di inflazione in Svezia, che ha fatto seguito alla forte ripresa della corona e alla stringente politica di bilancio. Il ritmo della conseguente, graduale, riduzione dei tassi ufficiali è stato subordinato al rispetto dell'obiettivo di inflazione, fissato dalla Riksbank al 2 per cento (con un margine di fluttuazione di 1 punto percentuale su ciascun lato). Nel complesso dell'anno il tasso svedese a tre mesi è caduto a causa di anticipazioni di più bassi tassi-guida, mentre il tasso pronti contro termine è sceso di 481 punti base in totale al 4,1 per cento.

Fra i restanti paesi, in Portogallo segni di progressi in direzione del consolidamento fiscale e dinamiche salariali coerenti con gli accordi di politica dei redditi hanno contribuito a favorevoli prospettive di inflazione, le quali hanno sorretto la stabile tendenza al rialzo mostrata dallo scudo all'interno degli AEC. Ciò ha spianato la strada a una riduzione dei tassi di interesse ufficiali sostanzialmente in linea con quella di molti altri paesi aderenti agli Accordi e a un sensibile assottigliamento del differenziale

di interesse a tre mesi con la Germania (il tasso sulle operazioni pronti contro termine si è ridotto complessivamente di 180 punti base, fino a raggiungere il 6,7 per cento).

Anche il Banco de España ha ritenuto che vi fosse un margine per proseguire il cauto allentamento delle condizioni monetarie avviato nel dicembre 1995, pur continuando ad assicurare che la tendenza al ribasso mostrata dall'inflazione corrente e da quella attesa si mantenesse in linea con l'obiettivo di portare il tasso di crescita dei prezzi stabilmente al di sotto del 3 per cento nel 1997. Due fattori chiave a sostegno di questa valutazione sono stati la stabile posizione della peseta all'interno degli AEC e la decelerazione nel ritmo di crescita delle attività liquide detenute dal pubblico (ALP) al 6,5 per cento, ben al di sotto del limite di medio periodo dell'8 per cento (cfr. tav. 8). Inoltre, l'inasprimento della politica di bilancio ha comportato un deciso miglioramento nella combinazione delle politiche economiche. Di conseguenza, il tasso di intervento è stato ridotto a più riprese, dal 9,0 per cento dell'inizio dell'anno al 6,25 di dicembre. Benché il connesso declino dei tassi di interesse a breve avesse determinato un notevole assottigliamento del differenziale fra i tassi spagnoli e quelli tedeschi, l'ampio margine ancora esistente suggeriva un orientamento relativamente restrittivo della politica monetaria.

La Banca d'Italia aveva annunciato l'obiettivo di garantire un tasso di inflazione al consumo (al netto delle imposte indirette) inferiore al 4 per cento nel 1996 e a meno del 3 per cento nel 1997. Conseguentemente, la soddisfacente dinamica dei prezzi - sorretta, fra l'altro, da un forte recupero della lira - ha consentito alla banca centrale di ridurre gradualmente i tassi a breve nel corso del 1996. Inoltre, l'espansione dell'offerta di moneta M2 è rimasta ben al di sotto dell'obiettivo del limite di riferimento del 5 per cento (cfr. tav. 8). Nella seconda metà dell'anno sia il tasso di sconto che il tasso sulle anticipazioni a scadenza fissa sono stati

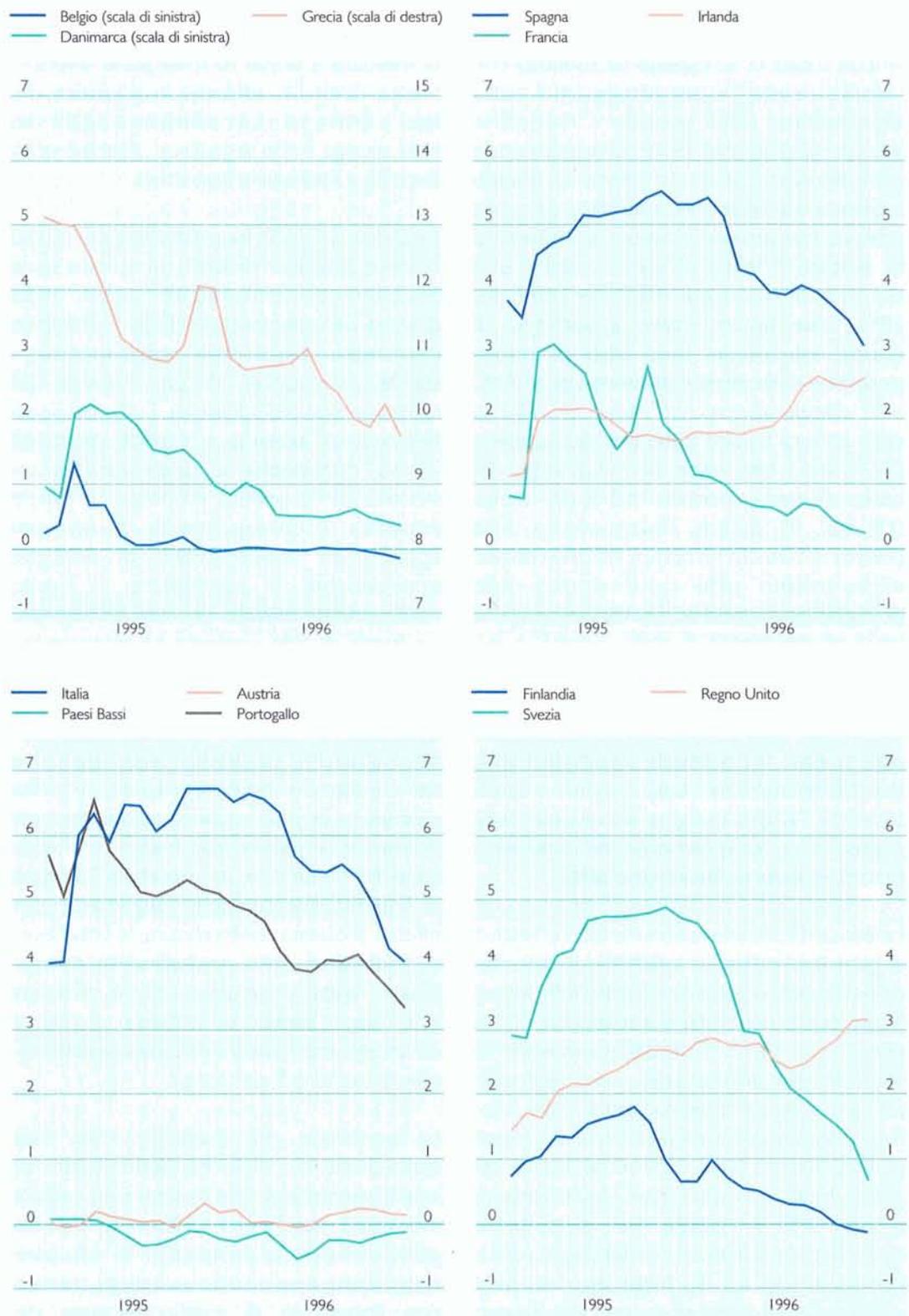
abbassati in due riprese, di 75 punti base in ciascuna occasione, fino al 7,5 e 9 per cento, rispettivamente. Successivamente, dopo il rientro della lira nella griglia degli AEC, avvenuto il 25 novembre 1996, i tassi di mercato a breve termine sono ulteriormente diminuiti, sebbene la riduzione dei tassi a breve sia stata inferiore a quella dei tassi a lunga, il che segnala un orientamento di politica monetaria restrittivo.

La Banca di Grecia ha gradualmente ridotto i tassi di interesse ufficiali, riflettendo sia la posizione sostanzialmente stabile della dracma nei confronti dell'ECU - obiettivo intermedio chiave della banca centrale - sia le prospettive di una ripresa del rallentamento dell'inflazione. Tuttavia, elevati disavanzi di bilancio e rigidità strutturali hanno continuato a rappresentare un vincolo per la politica monetaria e hanno impedito il conseguimento di una più appropriata combinazione di politiche economiche. In particolare, il livello relativamente elevato dei tassi di interesse risultante da tale contesto ha incoraggiato cospicui afflussi di capitale, benché i differenziali di interesse con gli altri paesi della UE si fossero considerevolmente assottigliati. Per frenare la rapida espansione del credito che ne è conseguita, la banca centrale ha dovuto inasprire i requisiti minimi di riserva a partire dal mese di giugno, oltretutto continuare ad assorbire l'eccesso di liquidità interbancaria. Largamente per effetto di questa contromisura, le condizioni di liquidità si sono gradualmente normalizzate, l'espansione del credito è rallentata e il tasso annuo di crescita di M3 è diminuito, ritornando all'interno della fascia-obiettivo del 6-9 per cento.

La posizione più avanzata nella fase ascendente del ciclo ha determinato un orientamento alquanto diverso nella politica monetaria del Regno Unito. Nella prima parte dell'anno le prospettive di inflazione sembravano essere sostanzialmente coerenti con l'obiettivo di medio termine del Governo di ridurre l'inflazione di fondo

**Figura 10**

**Differenziali di interesse a breve termine con la Germania**  
(tassi interbancari a 3 mesi; valori percentuali)



Fonte: Statistiche nazionali.

(RPIX) al 2,5 per cento o a livelli inferiori. Ciò ha indotto le autorità a perseverare nell'allentamento delle condizioni monetarie avviato nel dicembre 1995. Di conseguenza, il tasso attivo minimo è stato ridotto in tre riprese per un totale di 75 punti base, e si è stabilizzato al 5,75 per cento alla fine della prima metà dell'anno. Nel corso del 1996, tuttavia, vi è stato un deterioramento nelle prospettive di inflazione, poiché la ripresa ciclica è accelerata e l'espansione di moneta in senso ampio (in termini di M4) è rimasta sostenuta. In tale contesto, e seguendo il consiglio della Banca d'Inghilterra, a fine ottobre il Cancelliere dello Scacchiere ha deciso di innalzare nuovamente il tasso attivo minimo di 25 punti base, portandolo al 6,0 per cento.

Anche l'Irlanda ha aderito alla comune intonazione di politica monetaria che ha contraddistinto la maggior parte dei paesi UE nei primi mesi del 1996. In aprile la banca centrale era ancora in grado di partecipare al generale orientamento di riduzione dei tassi di interesse ufficiali e ha tagliato il tasso di rifinanziamento a breve termine di 25 punti base, portandolo al 6,25 per cento. Successivamente, tuttavia, essa ha scelto di adottare un orientamento monetario più restrittivo, consentendo ai tassi del mercato monetario di aumentare in risposta alla vigorosa crescita degli aggregati creditizi e monetari e dell'attività economica. Parallelamente, si è registrato un costante apprezzamento della sterlina irlandese.

#### Riquadro 6

##### Recenti esperienze di strategie basate su obiettivi monetari e di inflazione

Per molti anni i maggiori paesi industriali hanno fatto largo uso di obiettivi monetari intermedi. I principali paesi della UE non fanno eccezione; alla fine degli anni settanta hanno tutti pubblicamente annunciato che gli obiettivi monetari costituivano il fulcro della politica monetaria nazionale. Di contro, gli Stati membri più piccoli hanno in genere scelto obiettivi di tasso di cambio, evitando di fissare obiettivi monetari pur nel comune perseguimento della stabilità dei prezzi. Durante gli anni ottanta, nel contesto di un mutamento delle condizioni finanziarie e di una maggiore attenzione alla stabilità dei tassi di cambio, la maggior parte dei principali paesi della UE ha gradualmente ridotto l'importanza del *targeting* monetario. Solo in Germania tale pratica ha mantenuto una posizione di preminenza. Il fatto che, oltre alla Germania, molti altri Stati membri (segnatamente Grecia, Spagna, Francia, Italia e Regno Unito) abbiano nondimeno continuato ad annunciare obiettivi quantitativi di politica monetaria, valori di riferimento o fasce di *monitoring*, suggerisce che tali paesi attribuivano ancora un ruolo di primo piano agli aggregati monetari.

Nei primi anni novanta il processo di liberalizzazione e di innovazione finanziaria è proseguito ad un ritmo ancor più rapido, sollevando importanti questioni riguardo alla interpretazione e al controllo dei più erratici movimenti a breve termine negli aggregati monetari. Inoltre, in Germania l'espansione monetaria ha subito l'influsso distorsivo dell'unificazione e di altri fattori specifici, come ad esempio la modifica del sistema tributario. La Deutsche Bundesbank ha tenuto conto di questi andamenti valutando in misura crescente gli sviluppi monetari della Germania in una prospettiva di medio termine e alla luce di indicatori supplementari di inflazione. Con l'ausilio di questa strategia, la Deutsche Bundesbank ha potuto ridurre il tasso di inflazione, che era salito dopo l'unificazione, portandolo negli anni successivi su un livello sostanzialmente considerato coerente con la stabilità dei prezzi. Le autorità monetarie degli altri paesi della UE sotto rassegna hanno in genere risposto riducendo (ulteriormente) la preminenza attribuita agli obiettivi monetari nella formulazione delle loro politiche. Nondimeno, essi hanno continuato a considerare le grandezze monetarie come indicatori molto utili - e in alcuni casi preferenziali - dei rischi di inflazione futura nel lungo periodo. In questa veste gli

aggregati monetari hanno mantenuto la loro funzione di indispensabili punti di riferimento per la conduzione delle politiche.

In alcuni casi, il riorientamento delle politiche è avvenuto nel contesto della transizione ad un regime monetario nel quale gli obiettivi espliciti di inflazione rivestono il ruolo di ancora per le aspettative. Negli ultimi anni quattro Stati membri, ossia Spagna, Finlandia, Svezia e Regno Unito, hanno formalmente adottato questo assetto monetario. Sebbene la data piuttosto recente della transizione non permetta una valutazione conclusiva dell'efficacia del *targeting* di inflazione, tuttavia l'esperienza dei primi anni consente alcune osservazioni. In linea generale, l'andamento dell'inflazione in questi paesi della UE è stato decisamente migliore che nel passato e gli annunciati obiettivi di inflazione (provvisori) sono spesso stati raggiunti prima del previsto. A titolo cautelativo, tuttavia, bisognerebbe tener presente che questi buoni risultati possono anche aver riflesso le stringenti politiche monetarie perseguite verso la fine del precedente regime di *targeting* di tasso di cambio, l'esperienza globale della disinflazione, e le politiche di offerta.

Nonostante questa generale avvertenza, tutti e quattro i paesi citati hanno avuto buoni risultati nei primi anni di applicazione di questa strategia di politica monetaria. Questi risultati (cfr., ad esempio, i due precedenti Rapporti Annuali dell'IME) mostrano che nel 1994-95 le autorità monetarie di Spagna, Finlandia, Svezia e Regno Unito hanno reagito al deterioramento delle prospettive di inflazione con un pronto e preventivo irrigidimento delle politiche. Per fronteggiare le incertezze sulle previsioni e sul controllo dell'inflazione, esse hanno in genere adottato un orientamento prudente della politica monetaria, avvalendosi di tutte le informazioni pertinenti (compresi, di norma, gli aggregati monetari), e spiegando al contempo le proprie azioni e i propri obiettivi in dettagliati rapporti sull'inflazione e in altre pubblicazioni collegate. Gli indicatori disponibili per il 1996 mostrano che sono stati ottenuti alcuni successi nel conferire credibilità a questa nuova strategia.

### 3 Le prospettive economiche e le sfide per la convergenza

*Prospettive congiunturali più favorevoli, ma permane la necessità di aggiustamenti strutturali*

Le previsioni economiche prodotte dalle organizzazioni internazionali a fine 1996 indicano un favorevole contesto esterno e migliori prospettive congiunturali per la UE nel 1997.

Per quanto riguarda il contesto esterno, si prevede che la crescita del prodotto mondiale mantenga nel 1997 il ritmo sostenuto del 1996 e che l'economia USA continui ad espandersi a un tasso costante, benché sia possibile che in Giappone l'attività subisca una decelerazione. L'interscambio mondiale dovrebbe mantenere il tasso di crescita relativamente elevato raggiunto nel 1996. Non sembra che la dinamica dei corsi delle materie prime possa mettere a repentaglio la stabilità dei prezzi.

Quanto all'Unione Europea, ci si attende che la crescita raggiunga un picco nel 1997, riflettendo le previsioni di ripresa della domanda, sia esterna che interna. La domanda interna - in particolare la componente degli investimenti privati - può trarre beneficio da alcuni sviluppi positivi del 1996, fra i quali figurano i progressi in direzione della stabilità dei prezzi, una sensibile diminuzione dei tassi di interesse a lungo termine e il riassorbimento delle distorsioni nei tassi di cambio, seguito da un'accresciuta stabilità dei mercati valutari. Inoltre, la perdurante moderazione salariale e la favorevole redditività delle imprese dovrebbero contribuire ad una accelerazione dell'attività. Anche per le esportazioni nette si prevede un incremento, seppur lieve, del loro apporto positivo alla crescita, per effetto, fra l'altro, delle previsioni di elevata espansione economica al di fuori della UE. È possibile che l'andamento dei consumi privati continui ad essere più fiacco.

In contrasto con le più favorevoli prospettive congiunturali, tuttavia, il processo di aggiustamento strutturale si trova ancora allo stadio iniziale. In particolare, si prevede che la situazione del mercato del lavoro rimanga ampiamente insoddisfacente nella maggior parte dei paesi della UE. Sebbene ci si attenda che l'occupazione cresca in qualche misura nel 1997, dopo aver ristagnato nel 1996, è possibile che il tasso di disoccupazione decresca solo marginalmente, rimanendo pertanto su livelli storicamente elevati. Per questa ragione, negli ultimi anni è stata attribuita notevole importanza alle iniziative volte ad aumentare la flessibilità del mercato del lavoro in Europa (cfr. riquadro 2). È possibile che taluni paesi, come Danimarca, Spagna, Irlanda, Paesi Bassi, Finlandia e Regno Unito, possano conseguire a tale riguardo risultati migliori della media, in gran parte grazie al procedere delle riforme nel mercato del lavoro. Tuttavia, nella maggioranza dei paesi tali riforme paiono ancora troppo marginali per poter influire in misura significativa sulla dinamica dell'occupazione. Anche nei paesi che hanno adottato misure di natura strutturale, sarà necessario che trascorra del tempo per poter valutare appieno la loro efficacia.

Sebbene le riforme strutturali siano di fatto considerate essenziali per affrontare il problema della disoccupazione nella maggior parte degli Stati membri, è ovvio che non esiste in Europa un mercato del lavoro uniforme. Ciò spiega perché vi siano notevoli differenze tra i singoli Stati membri in ordine alla forma, intensità e scansione temporale delle riforme. Tuttavia, quasi tutte le riforme si sono concentrate sul sistema previdenziale (in particolare sulle indennità di disoccupazione), sulla regolamentazione dell'orario di lavoro, sui termini contrattuali e sull'impiego del lavoro interinale, nonché su aspetti del sistema di contrattazione collettiva. In queste aree si



## Indicatori economici e criteri di convergenza del “Trattato di Maastricht” (escluso il criterio del tasso di cambio)

1995	Inflazione IPPC <sup>(a)</sup>	Tasso d'interesse a lungo termine <sup>(b)</sup>	Avanzo (+) o disavanzo (-) delle Amministrazioni pubbliche <sup>(c)</sup>	Debito lordo delle Amministrazioni pubbliche <sup>(c)</sup>
Belgio	*** 1,4	*** 7,5	-4,1	133,7
Danimarca <sup>(d)</sup>	2,3	8,3	# -1,6	71,9
Germania	1,5	6,9	-3,5	# 58,1
Grecia	9,0	17,3	-9,1	111,8
Spagna	4,7	11,3	-6,6	65,7
Francia	1,7	7,5	-4,8	# 52,8
Irlanda <sup>(e)</sup>	2,4	8,3	# -2,0	81,6
Italia	5,4	12,2	-7,1	124,9
Lussemburgo	1,9	7,2	# 1,5	# 6,0
Paesi Bassi	** 1,1	** 6,9	-4,0	79,7
Austria	2,0	7,1	-5,9	69,0
Portogallo	3,8	11,5	-5,1	71,7
Finlandia	* 1,0	* 8,8	-5,2	# 59,2
Svezia	2,9	10,2	-8,1	78,7
Regno Unito	3,1	8,3	-5,8	# 54,1
UE-15	3,0	8,9	-5,0	71,3

Fonti: EUROSTAT (IPPC, IAPC), statistiche nazionali (tassi di interesse a lungo termine), Commissione europea (avanzo o disavanzo delle Amministrazioni pubbliche, debito pubblico).

I dati statistici da utilizzare per valutare se gli Stati membri rispondono ai criteri di convergenza saranno forniti dalla Commissione europea; i dati di bilancio summenzionati risalgono all'autunno 1996.

\*, \*\*, \*\*\* = primo, secondo e terzo miglior risultato in termini di stabilità dei prezzi. Per quanto riguarda nel 1996, i tre risultati migliori sono stati scelti tra i paesi per i quali sono disponibili dati IAPC e sulla base di dati con un grado di precisione maggiore rispetto a quelli presentati nella tavola.

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

(a) Variazioni percentuali annue. Per ulteriori spiegazioni sui dati utilizzati cfr. riquadro 7.

(b) In percentuale, medie annuali. Per ulteriori spiegazioni sui dati utilizzati cfr. le note alla tav. 7.

(c) In percentuale rispetto al PIL. Dati provvisori per il 1996 (Commissione europea, previsioni autunno 1996).

(d) Le cifre relative al debito pubblico lordo non sono corrette per le attività detenute dal *Danish Social Pension Fund* nei confronti di settori diversi da quello delle Amministrazioni pubbliche, e per i depositi statali presso la Banca centrale per la gestione delle

annida un'ampia gamma di rigidità istituzionali alle quali vanno ascritti gli scadenti risultati conseguiti dai mercati del lavoro europei; affrontare tali rigidità in maniera decisa e senza cedimenti rappresenta una importante sfida per la maggior parte degli Stati membri.

### *Lo stato della convergenza*

Nel novembre del 1996 è stato diffuso dall'IME un dettagliato rapporto dal titolo “I progressi verso la convergenza 1996”. Il

rapporto, sottoposto alla Commissione per la prima volta ai sensi dell'articolo 109j, paragrafo 1, del Trattato di Maastricht, ha concluso che “non esiste attualmente una maggioranza di Stati membri che posseggano i requisiti necessari per l'adozione di una moneta unica”. A metà dicembre 1996 il Consiglio, riunitosi nella composizione dei Capi di Stato o di Governo, a norma dell'articolo 109j, paragrafo 3, del Trattato ha confermato che la procedura prevista nell'articolo 109j, paragrafo 4, sarà applicata prima possibile nel 1998, in vista dell'inizio della Terza Fase della UEM il 1° gennaio 1999.

1996	Inflazione IAPC <sup>(a)</sup>	Tasso d'interesse a lungo termine <sup>(b)</sup>	Avanzo (+) o disavanzo (-) delle Amministrazioni pubbliche <sup>(c)</sup>	Debito lordo delle Amministrazioni pubbliche <sup>(c)</sup>
Belgio	1,8	6,5	-3,3	130,6
Danimarca <sup>(d)(e)</sup>	1,9	7,2	# -1,4	70,2
Germania	*** 1,2	*** 6,2	-4,0	60,8
Grecia <sup>(f)</sup>	7,9	14,8	-7,9	110,6
Spagna	3,6	8,7	-4,4	67,8
Francia	2,1	6,3	-4,0	# 56,4
Irlanda <sup>(e)(g)</sup>	.	7,3	# -1,6	74,7
Italia	4,0	9,4	-6,6	123,4
Lussemburgo	** 1,2	** 6,3	# 0,9	# 7,8
Paesi Bassi	1,5	6,2	# -2,6	78,7
Austria	1,8	6,3	-4,3	71,7
Portogallo	2,9	8,6	-4,0	71,1
Finlandia	1,5	7,1	-3,3	61,3
Svezia	* 0,8	* 8,0	-3,9	78,1
Regno Unito <sup>(g)</sup>	.	7,9	-4,6	# 56,2
UE-15	2,4	7,5	-4,4	73,5

riserve valutarie. Conformemente a quanto stabilito ai punti 5 e 6 del Regolamento del Consiglio (CE) n. 3605/93 del 22 novembre 1993, il Consiglio e la Commissione concordano che, per la Danimarca, tali voci debbano essere specificate in sede di presentazione del debito pubblico lordo. Esse si ragguagliavano al 12,0 per cento del PIL nel 1995, e dovrebbero raggiungere il 10 per cento del PIL nel 1996. Inoltre, i dati non sono corretti per gli importi in essere nel debito pubblico relativi al finanziamento di imprese pubbliche, i quali, come definito al punto 3 del sopracitato Regolamento, saranno presentati in altra sede dai paesi membri. In Danimarca tale cifra ammontava al 6,5 per cento del PIL nel 1995. Se corretto per queste voci, il livello del debito a fine anno sarebbe del 53,4 per cento del PIL nel 1995 e, presumibilmente, del 54,0 per cento nel 1996.

(e) Nel 1995 e nel 1996 l'Irlanda non fu assoggettata a una decisione del Consiglio della UE conformemente all'Articolo 104c (6) del Trattato in merito all'esistenza di un disavanzo eccessivo. Lo stesso dicasi per la Danimarca nel 1996.

(f) Il tasso di interesse della Grecia è riferito a una singola emissione di titoli effettuata il 14 febbraio 1996.

(g) Tassi di inflazione IAPC non disponibili per il 1996.

Questa decisione richiede che il Consiglio, riunendosi nella composizione dei Capi di Stato o di Governo, confermi ai primi del 1998 quali Stati membri osservino le necessarie condizioni per l'adozione della moneta unica. Il Trattato prevede che tale valutazione sia preceduta da rapporti dell'IME e della Commissione.

Quanto allo stato della convergenza, il rapporto dell'IME del novembre 1996 giudicava il contesto di contenuta dinamica dei costi e dei prezzi favorevole. La maggior parte degli Stati membri godeva di tassi di

inflazione relativamente modesti, e molti avevano praticamente raggiunto la stabilità dei prezzi. Altri paesi avevano registrato un rallentamento dell'inflazione, che si riteneva avesse contribuito alle tendenziale diminuzione dei premi di rischio sui mercati finanziari, e quindi ad un più elevato grado di stabilità dei cambi nonché a una riduzione nei differenziali di interesse a lungo termine. Per contro, i progressi verso il consolidamento fiscale venivano in genere ritenuti troppo lenti. La maggioranza dei paesi non aveva ancora raggiunto una situazione che, in una prospettiva più ampia, potesse

giudicarsi sostenibile nel medio termine. Per quanto concerne la questione della sostenibilità, si sottolineava che il miglioramento dei disavanzi di bilancio per mezzo di misure *una tantum* non assicura un risanamento sostenibile e che è necessario prestare grande attenzione alla sostanza e non solo ai metodi contabili utilizzati per misurare disavanzo e debito; che gli sforzi di consolidamento dovevano essere tanto più risoluti quanto più elevato era l'ammontare iniziale del debito; e che un consolidamento fiscale sostenibile avrebbe dovuto affrontare due sfide: in primo luogo, una disoccupazione elevata e persistente e, in secondo luogo, l'impatto derivante dalle dinamiche demografiche.

I dati qui riportati (cfr. tav. 9) costituiscono un breve aggiornamento di questa analisi al 1996. A tale proposito, va rilevato che i dati utilizzati per l'esame della convergenza devono essere forniti dalla Commissione e che al momento quest'ultima non ha diffuso nessun nuovo dato sui risultati delle politiche di bilancio per il 1996. Pertanto, in questa sede ci si riferisce ancora alle cifre pubblicate dalla Commissione nel novembre 1996. Per i criteri della stabilità dei prezzi e della convergenza dei tassi a lungo termine, tali cifre sono state aggiornate al mese di dicembre 1996. Inoltre, sono stati inclusi nuovi dati sugli Indici Armonizzati dei Prezzi al Consumo per il 1996, mentre per il 1995 i tassi di inflazione possono essere ricavati unicamente dagli Indici Provvisori dei Prezzi al Consumo (cfr. riquadro 7).

### ***Progressi verso la stabilità dei prezzi***

Le prospettive per il perdurare di una bassa inflazione nella UE sono favorevoli. Diversi fattori giustificano tale affermazione: l'espansione degli aggregati monetari non costituisce motivo di preoccupazione; nella maggior parte dei paesi è ancora presente capacità produttiva inutilizzata e la progressione salariale appare moderata. Inoltre, nei paesi in cui l'aumento delle

retribuzioni è più sostenuto, vi è la possibilità che l'impatto inflazionistico di tale fenomeno sia almeno in parte assorbito da riduzioni dei margini di profitto o incrementi di produttività.

Oltre a questi fattori di natura per lo più ciclica, sono stati osservati alcuni miglioramenti strutturali, che confortano l'opinione secondo cui i bassi tassi di inflazione prevalenti possono essere mantenuti nel contesto di appropriate politiche monetarie, orientate verso l'obiettivo della stabilità dei prezzi. Fra tali mutamenti strutturali figurano la crescente concorrenza sui mercati dei beni e servizi, legata a privatizzazioni, deregolamentazione e integrazione internazionale; il fatto che nei paesi con inflazione tradizionalmente elevata le politiche, sia monetarie che fiscali, sembrano aver concorso a un miglioramento strutturale delle aspettative di inflazione; le riforme del mercato del lavoro in alcuni paesi, le quali hanno contribuito ad accrescere la flessibilità di occupazione e salari. Come si è detto in precedenza, tuttavia, emerge a questo riguardo l'urgente necessità di ulteriori iniziative volte ad aumentare la flessibilità del mercato del lavoro, in particolare alla luce degli alti livelli di disoccupazione in Europa.

Permangono i rischi di un rialzo dell'inflazione, messi in luce da sensibili aumenti nei costi unitari del lavoro in taluni paesi. Sebbene le stime del margine di potenziale produttivo nella UE indichino nella maggior parte dei paesi l'esistenza di capacità inutilizzata, attribuibile a difficoltà nei processi di aggiustamento, una rapida riduzione di tale margine può generare temporanee pressioni inflazionistiche anche se le capacità produttive dell'economia non sono pienamente utilizzate. Tuttavia, va rilevato che in alcuni paesi è molto difficile produrre stime affidabili dell'*output gap* dopo una grave recessione. Inoltre, anche gli sviluppi esterni possono dare luogo a rischi.

## INFLAZIONE

### Indici armonizzati dei prezzi al consumo

Il Trattato sull'Unione Europea richiede la convergenza sostenibile delle economie della UE verso un elevato grado di stabilità dei prezzi, da misurarsi con riferimento agli indici dei prezzi al consumo su una base paragonabile, che tenga conto delle differenze nelle definizioni nazionali. Sebbene le attuali statistiche dei prezzi al consumo negli Stati membri siano basate in gran parte su principi simili, sussistono considerevoli differenze di dettaglio che influiscono sulla confrontabilità dei risultati nazionali.

Per rispettare il requisito della confrontabilità prescritto dal Trattato, nell'ottobre 1995 il consiglio della UE ha adottato un Regolamento sugli Indici Armonizzati dei Prezzi al Consumo (IAPC). Sulla base di tale Regolamento, nel 1996 è stato compiuto un primo passo verso la produzione degli indici armonizzati con la pubblicazione da parte dell'EUROSTAT di Indici Provvisori dei Prezzi al Consumo (IPPC). Il secondo passo, a partire da gennaio 1997, è consistito nel calcolare gli IAPC utilizzando definizioni e procedure comparabili.

Gli IAPC formeranno la base per valutare la convergenza dell'inflazione al principio del 1998 e saranno inoltre essenziali per la conduzione della politica monetaria unica nella Terza Fase.

Il lavoro teorico per l'armonizzazione degli indici dei prezzi al consumo è svolto dalla Commissione europea (tramite EUROSTAT) in stretta collaborazione con gli Istituti nazionali di statistica. Come principale utilizzatore, l'IME è anch'esso coinvolto in tale lavoro. In aggiunta al Regolamento del Consiglio, la Commissione europea ha preparato due Regolamenti generali per definire la versione degli IAPC attualmente disponibile. I Regolamenti della Commissione riguardano, fra l'altro, l'iniziale copertura degli IAPC nel 1997, i requisiti di partenza per le procedure di aggiustamento qualitativo e per il trattamento statistico dei nuovi beni e servizi, nonché un insieme omogeneo di formule per il calcolo degli indici elementari dei prezzi (ad esempio per singoli prodotti). Inoltre, è stata concordata una classificazione armonizzata per la produzione di sotto-indici, che renderanno possibile la pubblicazione di un'analisi dettagliata e pienamente comparabile per tutti i quindici Stati membri. Sebbene queste misure rappresentino un passo fondamentale verso la produzione di indici dei prezzi al consumo pienamente confrontabili, non è stato possibile risolvere tutti i problemi teorici e tecnici in tempo per il 1997. Per ottenere indici totalmente armonizzati sono pertanto necessarie ulteriori misure, che dovranno essere attuate nell'immediato futuro.

### Inflazione al consumo nel 1996 sulla base degli indici armonizzati (IAPC) e degli indici nazionali (INPC)

(variazioni percentuali annue)

	BE	DK	DE	GR	ES	FR	IE <sup>(a)</sup>	IT	LU	NL	AT	PT	FI	SE	UK <sup>(a)</sup>
IAPC	1,8	1,9	1,2	7,9	3,6	2,1	.	4,0	1,2	1,5	1,8	2,9	1,5	0,8	.
INPC <sup>(b)</sup>	2,1	2,1	1,5	8,5	3,6	2,0	1,6	3,9	1,4	2,1	1,9	3,1	0,6	0,7	2,9
Differenza	-0,3	-0,2	-0,3	-0,6	0,0	0,1	.	0,1	-0,2	-0,6	-0,1	-0,2	0,9	0,1	.

Fonti: EUROSTAT, Statistiche nazionali.

(a) I tassi di inflazione basati sugli IAPC relativi al 1996 per l'Irlanda e il Regno Unito non sono disponibili. A gennaio 1997 il tasso di variazione a 12 mesi per questi due paesi è stato rispettivamente di 1,9 e 2,1 per cento.

(b) Per ulteriori informazioni sulle statistiche nazionali utilizzate cfr. nota alla fig. 1.

Dal gennaio 1997 vengono pubblicati IAPC mensili, che includono i dati relativi agli anni 1996 e 1995. Ciò permette di calcolare i tassi di inflazione misurati dagli IAPC a partire da gennaio 1996. Benché non tutte le misure di armonizzazione attuate a partire dallo scorso gennaio possano essere applicate ai dati antecedenti il 1997, gli IAPC per il 1995 e il 1996 sono nondimeno basati su una copertura comparabile di beni e servizi, il che annulla una delle principali differenze tra i diversi indici nazionali INPC. I risultati del confronto con gli indici nazionali INPC sono riportati nella tavola.

L'andamento generale degli IACP è vicino a quello degli indici nazionali dei prezzi al consumo, con differenze nei dati generalmente piccole (in un intervallo fra -0,3 e 0,1 punti percentuali). Solo in pochi paesi (Grecia, Paesi Bassi e Finlandia) la differenza eccede questo intervallo.

Le differenze fra i risultati basati sugli IACP e sugli INPC riflettono differenze di copertura statistica degli indici, di andamento dei prezzi nei rispettivi sottogruppi e di standard metodologici. Inoltre, la significatività di questi fattori varia da paese a paese, più o meno riflettendosi sulle differenze fra IACP e INPC in ciascuno Stato membro.

#### *Il ruolo chiave di posizioni di bilancio sostenibili*

Dati i risultati di bilancio del 1996, molti governi hanno intrapreso iniziative per intensificare i propri sforzi di consolidamento in vista dei risultati attesi per il 1997. È troppo presto per valutare gli effetti di tali misure sui bilanci del 1997 e oltre. Tuttavia, in generale è necessario un progresso maggiore e più duraturo per assicurare dinamiche sostenibili. La prosecuzione e l'intensificazione necessarie degli aggiustamenti strutturali dovrebbero essere agevolate se il miglioramento delle prospettive congiunturali al momento previsto si rivelerà fondato. Al tempo stesso, va a tutti i costi evitata la tentazione di attenuare gli sforzi in presenza di un apparente allentamento dei vincoli.

In un contesto più ampio, il risoluto perseguimento degli obiettivi di governo può dare un importante contributo alla riduzione dei rischi connessi allo stato dei conti pubblici. In primo luogo, se il consolidamento è attuato in modo da promuovere la credibilità di un durevole passaggio su sentieri virtuosi di finanza pubblica, l'impatto negativo di breve termine sulla domanda può essere controbilanciato da positivi effetti di fiducia. In secondo

luogo, un consolidamento duraturo avrà anche ripercussioni di lungo periodo sulla crescita potenziale. Questo legame tra un riuscito aggiustamento fiscale e un miglioramento delle prospettive di crescita nel medio termine giustifica la visione degli sforzi di risanamento non solo in connessione ai requisiti prescritti dai criteri di convergenza, ma anche come necessari di per se stessi. Sebbene tali sforzi debbano essere concentrati principalmente sul disavanzo e sul debito, essi devono anche contemplare misure strutturali dal lato della spesa e delle entrate, volte a rafforzare l'economia e l'occupazione e a mantenere un contesto di crescita non inflazionistica.

#### *Accresciuta stabilità dei tassi di cambio e riduzione dei differenziali di rendimento*

Sebbene i recenti sviluppi, riflessi da condizioni di sostanziale stabilità all'interno degli AEC e da una significativa riduzione nei differenziali di interesse a lungo termine fra gli Stati membri della UE, siano in parte collegati alle aspettative del mercato circa la partecipazione alla UEM, essi rispecchiano anche il crescente grado di convergenza nominale raggiunto. Per quanto riguarda quest'ultimo aspetto, le correzioni dei tassi

di cambio e la conseguente stabilità valutaria, come pure l'andamento dei rendimenti obbligazionari, riflettono la convergenza dell'inflazione e possono essere visti come un segnale di graduale adattamento delle aspettative del settore privato ai più bassi tassi di inflazione prevalenti, con conseguente riduzione dei premi di rischio.

Tuttavia, l'impatto delle aspettative riguardanti l'Unione Economica e Monetaria sui prezzi delle attività finanziarie comporta pure alcuni rischi. Battute d'arresto nel processo di consolidamento della finanza pubblica o altri fattori in grado di ridurre la fiducia nel processo di unificazione possono influenzare negativamente i mercati obbligazionari, con possibili ripercussioni sui mercati dei cambi.

***L'immediato futuro è decisivo poiché si avvicina il traguardo della Terza Fase***

Essendo ormai prossimi i termini per la transizione alla Terza Fase, sarà necessario adempiere al requisito basilare che prevede il raggiungimento di un elevato grado di convergenza sostenibile. Ciò è tanto più importante, in quanto gli operatori economici iniziano a guardare oltre l'anno 1999 e a formulare aspettative sui probabili sviluppi di lungo periodo nell'area dell'euro, particolarmente in termini di stabilità dei prezzi, di andamenti della finanza pubblica e di tassi di interesse. La posta in gioco è il contesto macroeconomico in cui la BCE dovrà muovere i suoi primi passi al fine di assicurare la stabilità dei prezzi.

Alla luce di tali considerazioni, le politiche monetarie devono rimanere attente all'obiettivo della stabilità dei prezzi. L'indirizzo adottato nel prossimo futuro sarà particolarmente importante perché

avrà crescenti ripercussioni sull'inflazione dal 1999 in poi, e di conseguenza influenzerà le aspettative sui prezzi per l'area dell'euro. Per quanto riguarda le politiche di bilancio, deve essere tenuto a mente che la necessaria stretta osservanza dei criteri fiscali implica anche che sia assicurata la sostenibilità dei bilanci pubblici come precondizione per l'adozione della moneta unica. Come convenuto dal Consiglio europeo a Dublino nel dicembre 1996, il mantenimento di solide posizioni di bilancio nella Terza Fase avverrà nel quadro del Patto di Stabilità e Crescita. L'IME ha formalmente aderito all'obiettivo di rafforzare la credibilità e l'efficienza della procedura per i disavanzi eccessivi prevista dall'articolo 104c. Tale schema dovrebbe essere trasparente e preciso quanto è possibile, in accordo con i principi del Trattato e le procedure che saranno contenute nei Regolamenti del Consiglio della UE dovrebbero essere stringenti e credibili, e contribuire in maniera decisiva alla conduzione di una sana politica di bilancio nella Terza Fase. La decisiva importanza annessa alla sostenibilità delle posizioni di bilancio scaturisce anche dall'onere che in futuro deriverà dalla interazione fra esborsi per interessi sul debito precedentemente accumulato, disoccupazione elevata e persistente e tendenze demografiche. Infine, la stabilità dei cambi rimane un elemento di giudizio del grado di convergenza sostenibile sia prima del 1999, sia dopo. Nel quadro della futura cooperazione monetaria e di cambio fra l'area dell'euro e i paesi UE non partecipanti, verrà introdotto un nuovo meccanismo di cambio (AEC II). La partecipazione sarà volontaria; nondimeno ci si può attendere che gli Stati membri con clausola derogatoria entrino a far parte del meccanismo.

# Capitolo II

## **La preparazione alla Terza Fase**

## I La politica monetaria

Ai sensi di quanto previsto dall'articolo 7 del proprio Statuto, l'IME è tenuto a riferire annualmente sulla predisposizione degli strumenti di politica monetaria e delle procedure necessari alla conduzione della politica monetaria unica nella Terza fase dell'Unione Economica e Monetaria (UEM). Inoltre, l'articolo 109f, paragrafo 3, del Trattato istitutivo della Comunità europea (il "Trattato") assegna all'IME l'incarico di definire, al più tardi entro il 31 dicembre 1996, l'assetto regolamentare, organizzativo e logistico necessario affinché il Sistema europeo di banche centrali (SEBC) assolva i propri compiti nella Terza fase. Con la pubblicazione del rapporto su "La politica monetaria unica nella Terza Fase - Descrizione dettagliata dell'assetto operativo" nel gennaio 1997, l'IME ha fornito al pubblico e alle controparti delle banche centrali nazionali (BCN) informazioni rilevanti riguardo agli aspetti operativi della politica monetaria. Inoltre, la pubblicazione del documento "Elementi della strategia di politica monetaria del SEBC nella Terza Fase dell'UEM" nel febbraio 1997 ha fornito ulteriori informazioni in relazione alla scelta della strategia da seguire nella Terza Fase. Questo paragrafo fornisce un breve riassunto delle principali problematiche affrontate in questi rapporti, entrambi disponibili presso l'IME su richiesta.

### 1.1 La strategia della politica monetaria

Il Trattato sancisce inequivocabilmente che l'obiettivo primario del SEBC è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Nel perseguire tale obiettivo finale, il SEBC dovrà elaborare una strategia di politica monetaria. Cinque possibili alternative sono state prese in considerazione dall'IME come potenziali strategie che il SEBC potrebbe adottare: *targeting* del tasso di cambio; fissazione del tasso di interesse; *targeting*

definito in termini di reddito nominale; *targeting* monetario; *targeting* diretto del tasso di inflazione. Tenendo conto di una serie di principi guida (efficacia, responsabilità, trasparenza, orientamento di medio periodo, continuità e coerenza con l'indipendenza del SEBC), nonché del contesto che presumibilmente caratterizzerà l'area dell'euro, le potenziali strategie si riducono a due: ovvero il *targeting* monetario e il *targeting* diretto del tasso di inflazione.

Mentre a livello teorico è possibile distinguere chiaramente tra le formulazioni pure di queste due strategie, l'applicazione concreta ha dimostrato l'esistenza di diverse varianti che integrano elementi di entrambe. Inoltre, tutte le banche centrali che adottano una di queste due strategie prendono in considerazione un'ampia e analoga gamma di variabili economiche e finanziarie, come indicatori utili a determinare gli orientamenti di politica monetaria. In questa fase l'IME non ritiene possibile, né necessario, stabilire più precisamente quale strategia dovrebbe essere adottata dal Consiglio direttivo della BCE.

Qualunque sarà la scelta compiuta dal SEBC relativamente alla strategia di politica monetaria, sono stati individuati alcuni elementi chiave indispensabili all'adozione di qualsiasi strategia: una definizione quantitativa dell'obiettivo finale di stabilità dei prezzi e dei singoli obiettivi intermedi in base ai quali valutare la capacità del SEBC di conseguire la propria finalità ultima; una politica dell'informazione al pubblico attraverso cui rendere nota la strategia del SEBC; la disponibilità di un'ampia gamma di indicatori che aiutino a valutare i rischi per la futura stabilità dei prezzi; informazioni dettagliate sugli aggregati monetari dell'area dell'euro; strumenti che consentano di formulare previsioni relativamente all'infla-

zione e ad altre variabili economiche riguardanti l'area dell'euro.

Sono attualmente in corso presso l'IME e le singole BCN i lavori preparatori che assicureranno al SEBC la disponibilità delle informazioni statistiche e delle elaborazioni analitiche utili al perseguimento di ciascuna delle suddette strategie.

## 1.2 L'attuazione della politica monetaria unica

### Strumenti e procedure

Il Consiglio dell'IME ha definito un insieme di strumenti di politica monetaria che saranno messi a disposizione del SEBC. Si prevede che il SEBC farà ricorso principalmente a operazioni di mercato aperto, ma che offrirà anche due tipologie di operazioni su iniziativa delle controparti. È inoltre in fase

di realizzazione una infrastruttura che consenta alla BCE di imporre obblighi minimi di riserva ove decida di farlo.

Il SEBC potrà fare ricorso a quattro tipologie di operazioni di mercato aperto: le operazioni di rifinanziamento principali (ossia, operazioni regolari di pronti contro termine di finanziamento, con frequenza settimanale e scadenza a due settimane); le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ossia, operazioni di pronti contro termine di finanziamento con frequenza mensile e scadenza a tre mesi, volte a fornire una parte limitata del volume complessivo del rifinanziamento); operazioni di *fine-tuning* (effettuate in particolari circostanze e finalizzate al conseguimento di obiettivi specifici, vale a dire, controllare la liquidità del mercato o evitare oscillazioni eccessive dei tassi di interesse); e, infine, le operazioni di tipo strutturale (volte a modificare la posizione strutturale della liquidità del sistema bancario

**Tavola 10**

### Operazioni di mercato aperto

Operazioni di politica monetaria	Tipologie di transazione		Scadenza	Frequenza	Procedura
	Immissione di liquidità	Assorbimento di liquidità			
Operazioni di rifinanziamento principali	• Operazioni temporanee	-	• Due settimane	• Settimanale	• Aste standard
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	• Operazioni temporanee	-	• Tre mesi	• Mensile	• Aste standard
Operazioni di <i>fine-tuning</i>	• Operazioni temporanee	• Operazioni temporanee	• Non standardizzata	• Non regolare	• Aste veloci
	• Operazioni di <i>swap</i> in valuta	• Operazioni di <i>swap</i> in valuta • Raccolta di depositi a tempo determinato			• Procedure bilaterali
	• Acquisti definitivi	• Vendite definitive	-	• Non regolare	• Procedure bilaterali
Operazioni di tipo strutturale	• Operazioni temporanee	• Emissione di certificati di debito	• Standardizzata/non standardizzata	• Regolare e non regolare	• Aste standard
	• Acquisti definitivi	• Vendite definitive	-	• Non regolare	• Procedure bilaterali

nei confronti del SEBC). La tavola 10 mostra le principali caratteristiche delle operazioni di mercato aperto del SEBC.

Inoltre, saranno disponibili due operazioni su iniziativa delle controparti per immettere (nel caso di operazioni di rifinanziamento marginale) o assorbire (nel caso di depositi presso la banca centrale) liquidità *overnight*. Tali strumenti delimiteranno i tassi di interesse sul mercato *overnight* e i tassi a essi applicati serviranno a indicare l'orientamento della politica monetaria.

Anche il regime di riserva obbligatoria del SEBC potrà servire a stabilizzare i tassi di interesse a breve termine, creando o ampliando un fabbisogno strutturale di liquidità del mercato monetario e, se possibile, contribuendo al controllo della crescita della base monetaria. L'IME sta conducendo i lavori tecnici necessari a rendere possibile l'utilizzo di tale strumento da parte della BCE, nel caso in cui decidesse di farlo.

## ANNEX III

### Caratteristiche delle attività stanziabili

<b>Criteri</b>	<b>Primo livello</b>	<b>Secondo livello</b>
<b>Tipo di attività</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Certificati di debito del SEBC</li> <li>• Altre obbligazioni finanziarie negoziabili</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Obbligazioni finanziarie negoziabili</li> <li>• Obbligazioni finanziarie non negoziabili</li> <li>• Titoli azionari negoziati in un mercato regolamentato</li> </ul>
<b>Procedure di regolamento</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Le attività devono essere accentrate e trasferibili mediante registrazioni contabili presso una BCN o uno SDA che soddisfino i criteri minimi stabiliti dalla BCE</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Le attività devono essere facilmente accessibili alla BCN che le ha incluse nella propria lista di secondo livello</li> </ul>
<b>Tipo di emittente</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• SEBC</li> <li>• Settore pubblico</li> <li>• Settore privato</li> <li>• Istituzioni internazionali e sovranazionali</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Settore pubblico</li> <li>• Settore privato</li> </ul>
<b>Solidità finanziaria</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• L'emittente (garante) deve essere finanziariamente solido</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• L'emittente/debitore (garante) deve essere finanziariamente solido</li> </ul>
<b>Ubicazione emittente</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Spazio economico europeo (SEE)<sup>1</sup></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Area dell'euro</li> <li>• L'ubicazione in altri paesi del SEE può essere accettata su approvazione della BCE</li> </ul>
<b>Ubicazione attività</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Area dell'euro</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Area dell'euro</li> <li>• L'ubicazione in altri paesi del SEE può essere accettata su approvazione della BCE</li> </ul>
<b>Valuta</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Euro<sup>2</sup></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Euro<sup>2</sup></li> <li>• Altre valute del SEE o ampiamente negoziate possono essere accettate su approvazione della BCE</li> </ul>

<sup>1</sup> Il requisito di ubicazione nel SEE non si applica alle istituzioni internazionali e sovranazionali.

<sup>2</sup> Euro o denominazioni nazionali dell'euro.

### ***Controparti autorizzate e attività stanziabili***

Al fine di assicurare un orientamento comune della politica monetaria e garantire condizioni concorrenziali omogenee tra tutte le controparti dell'intera area dell'euro, l'IME ha elaborato requisiti uniformi di idoneità riguardanti le controparti e le attività che esse dovranno utilizzare nelle operazioni con il SEBC. Finora non è stato intrapreso alcun lavoro tecnico preparatorio per l'accesso remoto alle operazioni di politica monetaria, che permetta alle controparti di avere un accesso diretto alle operazioni con una BCN di una giurisdizione in cui esse non sono fisicamente presenti.

È previsto che un apposito strumento giuridico regolerà in modo paritario le condizioni alle quali un ampio numero di controparti parteciperà alle operazioni di mercato aperto del SEBC e a quelle effettuate da quest'ultimo su iniziativa delle controparti. L'utilizzo di un ampio numero di controparti è coerente con il principio del decentramento nell'attuazione delle operazioni di politica monetaria del SEBC; esso accrescerà l'efficienza degli interventi del SEBC, garantirà parità di trattamento e faciliterà il regolare funzionamento del sistema dei pagamenti. Solo nel caso di operazioni di *fine-tuning* l'efficienza operativa potrebbe portare a preferire rapporti con un numero limitato di controparti.

Ai sensi del Trattato, tutte le operazioni di credito del SEBC saranno basate su adeguate garanzie. Per quanto concerne la scelta delle attività stanziabili a garanzia delle operazioni di finanziamento del SEBC, questi stilerà due diverse liste. Entrambe includeranno titoli pubblici e privati che, di norma, saranno considerati stanziabili nell'intera area dell'euro. La lista di primo livello comprenderà attività negoziabili che

soddisfino criteri di stanziabilità uniformi specificati dalla BCE per tutta l'area dell'euro; comprenderà inoltre eventuali certificati di debito emessi dal SEBC. La lista verrà compilata e gestita dalla BCE. La lista di secondo livello comprenderà ulteriori attività, negoziabili e non negoziabili, che le BCN reputano di particolare rilevanza per i mercati finanziari e i sistemi bancari nazionali. In conformità con linee-guida stabilite dalla BCE, le BCN definiranno e gestiranno l'elenco nazionale delle attività stanziabili della lista di secondo livello. Insieme, le due liste consentiranno l'utilizzo di un'ampia gamma di attività, auspicabile anche per il buon funzionamento dei sistemi nazionali di regolamento lordo in tempo reale (RTGS) e del sistema TARGET. Entrambe le liste saranno rese pubbliche. La tavola I I illustra le principali caratteristiche delle liste di primo e di secondo livello.

### ***Lavoro preparatorio successivo alla definizione dello schema operativo***

Essendo lo schema operativo della politica monetaria unica nella Terza Fase già stato definito e reso pubblico, l'IME ora sta definendo nel dettaglio tutte le caratteristiche tecniche di strumenti e procedure. Inoltre, sono già stati stabiliti la distribuzione delle responsabilità all'interno del SEBC e le leggi e gli accordi che regolano le relazioni tra le BCN e la BCE e tra il SEBC e le sue controparti.

Nel corso del 1997 l'IME intende pubblicare altri documenti sull'articolazione dell'assetto operativo del SEBC per la conduzione della politica monetaria unica, su strategie, strumenti e procedure di politica monetaria, nonché sul sistema TARGET e sui sistemi di regolamento delle operazioni in titoli.

## **2 La politica del cambio**

### **2.1 La cooperazione nell'ambito della politica del cambio tra l'area dell'euro e gli altri Stati membri della UE**

Nel 1996 sono state definite le linee generali delle future relazioni di cambio tra l'area dell'euro e gli altri Stati membri della UE. A questo riguardo, l'IME ha redatto un rapporto che il Consiglio ECOFIN ha inoltrato al vertice di Dublino del Consiglio europeo svoltosi nel dicembre 1996, durante il quale esso è stato approvato. Il Consiglio europeo ha invitato il Consiglio ECOFIN a preparare una bozza di Risoluzione per il vertice del Consiglio europeo che si terrà ad Amsterdam nel giugno 1997, che stabilisca gli elementi fondamentali del nuovo accordo sui tassi di cambio (Accordi Europei di Cambio - AEC II), che segue la precedente statuizione nel 1978 degli attuali AEC. L'IME è stato invitato a predisporre, parallelamente, una bozza d'accordo tra banche centrali, da sottoporre alla BCE e alle banche centrali degli Stati membri non partecipanti all'area dell'euro.

Gli AEC II costituiranno parte integrante della futura cooperazione tra l'area dell'euro e gli altri paesi della UE nell'ambito della politica del cambio. Sebbene la partecipazione agli AEC II sia volontaria, ci si può attendere che i paesi con deroga diventino parte degli Accordi. Le principali caratteristiche del nuovo meccanismo dei tassi di cambio sono descritte nel rapporto IME "La politica monetaria unica nella Terza Fase - Definizione dell'assetto operativo".

### **2.2 Gli interventi sul mercato dei cambi**

L'IME e le BCN stanno approntando il lavoro preparatorio che consentirà al SEBC di avvalersi di due principali schemi organizzativi di condotta delle proprie

operazioni in cambi: l'accentramento e il decentramento. Indipendentemente dal grado di accentramento/decentramento prescelto, la selezione delle controparti seguirà un approccio uniforme, basato principalmente su criteri di prudenza ed efficienza. L'insieme delle potenziali controparti sarà sufficientemente ampio e diversificato da garantire la necessaria flessibilità nella condotta degli interventi da parte del SEBC. Ulteriori dettagli sono contenuti nel rapporto IME su "La politica monetaria unica nella Terza Fase - Definizione dell'assetto operativo".

### **2.3 La gestione delle attività di riserva della BCE**

Ai sensi dell'articolo 105, paragrafo 2, terzo comma del Trattato, uno dei compiti essenziali del SEBC sarà quello di detenere e gestire le riserve ufficiali in valuta estera degli Stati membri aderenti all'area dell'euro. L'articolo 30, paragrafo 1 dello Statuto del SEBC/BCE stabilisce che alla BCE vengano conferite, da parte delle BCN dell'area dell'euro, le attività di riserva in valute diverse da quelle comunitarie, ECU, posizioni di riserva sul FMI e DSP, fino ad un ammontare equivalente a 50 miliardi di euro. La proporzione da conferire al momento dell'istituzione della BCE e in epoche successive verrà decisa dal Consiglio direttivo della BCE.<sup>3</sup> L'articolo 30, paragrafo 1, dello Statuto del SEBC/BCE sancisce inoltre che la BCE ha pieno diritto di detenere e gestire le riserve in valuta che le vengono trasferite e di utilizzarle per gli scopi indicati nello stesso Statuto.

---

<sup>3</sup> Ulteriori conferimenti al di sopra della soglia dei 50 miliardi di euro potrebbero essere effettuati dalla BCE entro i limiti e alle condizioni da stabilire nella normativa secondaria della Comunità.

Sono in corso ulteriori lavori di preparazione basati sulle analisi precedentemente svolte dall'IME e descritte nel Rapporto Annuale 1995, allo scopo di permettere alla BCE di definire la politica di gestione delle riserve e di controllarne l'attuazione sin dall'avvio della Terza Fase.

#### **2.4 Gli indirizzi per le operazioni in attività di riserva in valuta estera detenute dalle BCN e dai governi degli Stati membri**

Ai sensi dell'articolo 31 dello Statuto del SEBC/BCE, sia le operazioni delle BCN dell'area dell'euro aventi ad oggetto la restante parte delle loro riserve in valuta sia

quelle dei governi degli Stati membri sui saldi operativi in valuta estera saranno soggette all'approvazione da parte della BCE se eccedenti un dato limite, che verrà stabilito dalla stessa. Questo per assicurare la coerenza con la politica del cambio e monetaria uniche. Il Consiglio direttivo della BCE definirà indirizzi atti a facilitare tali operazioni.

In base ai principi delineati nel Rapporto Annuale IME 1995, si sta elaborando una bozza di tali indirizzi da sottoporre all'approvazione da parte del Consiglio direttivo della BCE. Sul piano tecnico, si sta proseguendo il lavoro riguardante i sistemi informativi di supporto allo scambio dei relativi dati all'interno del SEBC.

### 3 Le statistiche

#### 3.1 I requisiti statistici per il funzionamento del SEBC nella Terza Fase

Il Trattato stabilisce che la BCE, assistita dalle BCN, raccolga le informazioni statistiche necessarie a condurre la politica monetaria e di cambio unica per l'area dell'euro. Uno dei compiti dell'IME è quello di realizzare il necessario lavoro preparatorio.

L'IME, consultando la Commissione, ove opportuno, ha specificato le esigenze statistiche per la Terza Fase. Queste sono state descritte in dettaglio in un documento pubblicato dall'IME nel luglio 1996, destinato alle associazioni bancarie e ad altri operatori coinvolti nella preparazione delle statistiche e sono state riepilogate in un opuscolo divulgativo diffuso contemporaneamente.<sup>4</sup> Le principali esigenze sono succintamente elencate qui di seguito. Dati i lunghi tempi richiesti, gli Stati membri sono stati vivamente invitati ad iniziare la preparazione tempestivamente.

Le rilevazioni statistiche necessarie alla politica monetaria nella Terza Fase saranno ad ampio spettro. In aggiunta alle statistiche monetarie e di bilancia dei pagamenti e ai conti finanziari, la BCE utilizzerà, come attualmente fanno le banche centrali nazionali, una serie di statistiche sui costi e sui prezzi, sulla finanza pubblica, sull'offerta e la domanda interna e sulle condizioni del mercato del lavoro. Saranno presi in considerazione anche dati di proiezione (ordini, indagini congiunturali).

Gran parte di queste informazioni è già disponibile a livello nazionale. Tuttavia, la predisposizione di dati aggregati riguardanti l'area dell'euro genererà problemi di *armonizzazione e consolidamento*.

L'IME e successivamente la BCE sono specificatamente incaricati di *armonizzare*,

ove necessario, le statistiche che ricadono nell'ambito delle rispettive competenze. L'armonizzazione è necessaria per evitare che differenze nelle definizioni e nelle prassi statistiche possano condurre, se trascurate, ad aggregazioni non coerenti. Lo scopo è di ottenere statistiche significative di buona qualità, senza tuttavia imporre definizioni uniformi che non tengano conto di differenze strutturali e di funzionamento dei sistemi finanziari nazionali.

Per la redazione di certi aggregati è necessario un adeguato *consolidamento*. Ciò vale, in particolare, per lo stock di moneta e le sue contropartite e per la bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro nel suo complesso, che non corrisponderanno alla semplice somma delle corrispondenti variabili nazionali, neanche se le definizioni sottostanti e le prassi statistiche saranno state opportunamente armonizzate.

Pertanto, lo stock di moneta dell'area dell'euro comprenderà i depositi transfrontalieri e altri strumenti monetari interni all'area e le contropartite della moneta verranno definite e calcolate di conseguenza. La bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro includerà solo le transazioni con soggetti residenti in paesi esterni all'area, escludendo pertanto tutti gli scambi interni; la posizione netta con l'estero (lo stock di attività e passività esterne dell'area) sarà definita in maniera analoga. In ciascuno di questi casi, saranno necessarie maggiori informazioni al fine di ottenere un adeguato consolidamento. Questo compito è complicato dal fatto che la composizione dell'area dell'euro non sarà nota prima di una certa data e che essa potrà variare nel tempo.

---

<sup>4</sup> Cfr. il rapporto dell'IME dal titolo "Requisiti Statistici per l'Unione Monetaria", luglio 1996.

I requisiti statistici dovranno essere rispettati dagli Stati membri in tempo per l'inizio della Terza Fase nel gennaio 1999. Tuttavia, per la preparazione della politica monetaria unica, sarà essenziale iniziare una pianificazione dettagliata con un anticipo di alcuni mesi, e alcuni dati, il più possibile armonizzati, saranno necessari ben prima dell'esordio della Terza Fase.

### **Statistiche monetarie e creditizie**

Con cadenza mensile sarà redatto un bilancio consolidato, contenente dati relativi al settore delle Istituzioni Monetarie e Finanziarie (IMF),<sup>5</sup> sufficientemente dettagliato in termini di strumenti, scadenze e settori da permettere flessibilità nel calcolo degli aggregati monetari (e delle relative contropartite) per l'area della moneta unica. Poiché l'evoluzione della moneta e delle sue contropartite sarà attentamente seguita, indipendentemente dal perseguimento o meno di un obiettivo monetario, saranno necessarie statistiche affidabili, bene armonizzate e tempestive. Gli aggregati relativi all'area dell'euro saranno calcolati come consistenze e flussi da esse derivati, mediante procedure capaci di tener conto, ove necessario, delle diverse prassi contabili. Ulteriori dati saranno richiesti su base trimestrale, incluse maggiori informazioni relative alla scadenza delle attività e delle passività e al settore di appartenenza delle contropartite. Le statistiche di bilancio dalle quali saranno tratte le statistiche monetarie forniranno anche i dati relativi alle passività di riferimento di un sistema di riserva obbligatoria nell'area della moneta unica, ove la BCE decida di adottarlo. L'impianto statistico è concepito per conformarsi al Sistema Europeo dei Conti (SEC 95).

### **Statistiche relative alle bilance dei pagamenti**

Verrà predisposta una bilancia dei pagamenti mensile dell'area dell'euro, contenente le principali voci rilevanti per la valutazione da

parte della BCE delle condizioni monetarie e del mercato dei cambi. Saranno indicate solo sottovoci riassuntive per le partite correnti, pur se un maggiore grado di dettaglio sarà richiesto per i conti finanziari. Informazioni più particolareggiate verranno fornite su base trimestrale per consentire analisi più approfondite delle transazioni con l'estero.

Al fine di condurre analisi della politica monetaria e del mercato dei cambi e per facilitare la compilazione della bilancia dei pagamenti, sarà redatta annualmente un situazione delle attività e delle passività esterne dell'area dell'euro (posizione netta sull'estero).

Per quanto possibile, i dati corrisponderanno agli standard internazionali fissati nella quinta edizione del Manuale sulla bilancia dei pagamenti del FMI.

### **Statistiche finanziarie diverse da quelle monetarie, creditizie e di bilancia dei pagamenti**

Queste statistiche dovranno soddisfare i requisiti del SEBC relativi ai tassi di interesse, agli intermediari finanziari non classificabili tra le IMF, agli aumenti di capitale, alla carta commerciale e strumenti similari, ai conti finanziari conformi al SEC 95, alla finanza pubblica. I conti finanziari collocano l'evoluzione monetaria nel più ampio contesto dell'evoluzione finanziaria. I dati di bilancio aiutano a capire gli andamenti della spesa e del risparmio e sono essenziali per comprendere il funzionamento e lo sviluppo

---

<sup>5</sup> La definizione completa di IMF è "Istituzioni creditizie residenti, così come definite dalla normativa comunitaria, e tutte le altre istituzioni finanziarie il cui scopo è accettare depositi e/o prossimi sostituti di questi da enti diversi dalle IMF, e, per proprio conto (almeno in termini economici), concedere crediti e/o effettuare investimenti in titoli". È in preparazione una lista di IMF, che formano un sotto-settore del Sistema Europeo dei Conti (SEC 95).

del sistema finanziario e dei settori che vi fanno ricorso. I conti finanziari richiesti dal SEC 95 saranno redatti su base nazionale. Non sarà possibile redigere un conto finanziario per l'area dell'euro attingendo a questa fonte a causa di problemi di consolidamento. L'IME sta valutando la possibilità di redigere un conto finanziario parziale, ma adeguatamente consolidato, relativo all'intera area, prendendo come base fonti disponibili di tipo monetario, di bilancia dei pagamenti, o di altra natura.

Similmente alle banche centrali nazionali attualmente responsabili della politica monetaria, il SEBC seguirà con attenzione la situazione finanziaria e i flussi di cassa del settore pubblico, in quanto esse influenzano notevolmente la situazione finanziaria generale.

#### *Statistiche sui prezzi e sui costi, statistiche sulla situazione economica generale*

Le statistiche sui prezzi e sui costi avranno importanza fondamentale per la principale responsabilità istituzionale del SEBC. Per valutare la convergenza è già disponibile un indice preliminare armonizzato dei prezzi al consumo (IACP) per tutti i paesi della UE. Si potrebbe prevedere un impiego del IACP da parte del SEBC sotto forma di indice relativo all'intera area (accompagnato da sub-indici secondari, se necessario) come principale misura dei prezzi. Oltre all'esigenza di misurare l'inflazione tramite le variazioni dell'indice dei prezzi al consumo, la BCE avrà bisogno di un insieme di altre misure dei prezzi a supporto del suo obiettivo primario di assicurarne la stabilità e per compiere valutazioni economiche generali. Queste misure includeranno i prezzi delle materie prime, i prezzi applicati nel commercio internazionale, i prezzi alla produzione e all'ingrosso e i prezzi delle costruzioni. I prezzi delle abitazioni e dati derivanti da indagini congiunturali potrebbero fornire anticipazioni sulle pressioni inflazionistiche. Sarà anche utilizzato

il costo del lavoro (salari contrattuali, retribuzioni medie, costi unitari del lavoro) quale indicatore di pressioni inflazionistiche e per valutare la competitività internazionale. Sono importanti a questo proposito i progetti della Commissione europea per lo sviluppo di un indice europeo del costo del lavoro. Dati salariali di settore saranno necessari per seguire l'influenza del costo del lavoro sui prezzi alla produzione.

Le statistiche sulla situazione economica generale includono i conti nazionali, le statistiche mensili su offerta e domanda e le statistiche sul mercato del lavoro. Al riguardo, si rivelerà utile il Regolamento del Consiglio sugli indicatori di breve termine, al momento in preparazione.

### **3.2 L'organizzazione del lavoro statistico a livello europeo**

Come notato nel Rapporto Annuale IME 1995, la responsabilità delle statistiche sulla moneta e sul credito a livello europeo ricadono primariamente sull'IME, e in prospettiva sulla BCE, mentre per le statistiche sulla bilancia dei pagamenti e sui conti finanziari è prevista una condivisione dell'impegno con la Commissione (EUROSTAT). Queste sono le statistiche delle quali sono responsabili, in genere, le banche centrali negli Stati membri della UE (o per le quali esse condividono la propria responsabilità con gli istituti nazionali di statistica), e in relazione alle quali le stesse banche centrali possono, con tutta probabilità, svolgere un ruolo di guida nella realizzazione dei necessari cambiamenti in vista della costituzione dell'area dell'euro, o comunque esserne intensamente coinvolte. Le statistiche relative ai criteri di convergenza e le altre statistiche economiche rientrano nella responsabilità della Commissione. IME ed EUROSTAT si sono impegnati a collaborare strettamente in tutte le aree di comune interesse.

Per ciò che concerne l'organizzazione del lavoro statistico all'interno del SEBC nella Terza Fase, ai sensi dell'articolo 5.2 dello Statuto del SEBC/BCE, le BCN devono farsi carico, per quanto possibile, di tale compito. Per fornire le statistiche necessarie al SEBC per lo svolgimento delle proprie funzioni, le BCN raccoglieranno dati sul proprio territorio nazionale, nell'ambito di uno schema comune, aggregheranno i dati e li invieranno alla BCE, dove saranno redatte statistiche relative all'area dell'euro. Sebbene sarà la BCE a svolgere il ruolo guida nello sviluppo delle definizioni statistiche, le BCN continueranno ad essere coinvolte nella fase di lavoro concettuale. Non solo esse sono depositarie di una notevole esperienza in materia, ma operano a stretto contatto con i soggetti che forniscono le informazioni e restano comunque responsabili della maggior parte del lavoro statistico pratico.

Il SEBC necessiterà di uno strumento rapido, sicuro ed affidabile per lo scambio delle informazioni statistiche con le BCN, la Commissione (EUROSTAT) e altri organismi. Per questo è in preparazione un progetto per lo scambio elettronico dei dati.

### **3.3 Le questioni legali**

Ai sensi dell'articolo 5.4 dello Statuto del SEBC/BCE, il Consiglio della UE deve individuare le persone fisiche e giuridiche soggette ad obblighi di informativa statistica,

definire la normativa sulla riservatezza e fornire il quadro normativo che assicuri il rispetto dell'intera disciplina. È previsto che, a tal scopo, la BCE sottoponga una raccomandazione al Consiglio della UE successivamente alla sua costituzione.

L'IME ha già predisposto il testo della bozza di un Regolamento del Consiglio della UE che soddisfi tali esigenze. Il Trattato autorizza la BCE ad emanare regolamenti quando ciò è necessario allo svolgimento dei compiti del SEBC, con potere vincolante all'interno dei paesi membri della UE aderenti all'area dell'euro, soggetti ai termini della legislazione complementare di cui questa bozza di Regolamento farà parte. Gli articoli riguardanti il diritto di verifica dei dati, l'obbligo di raccolta di informazioni statistiche e le sanzioni nel caso di inadempienze si applicheranno agli Stati membri aderenti. La bozza di Regolamento richiede ai paesi membri non aderenti di prevedere ed attuare al loro interno, in tempo utile per il loro ingresso nell'area, tutte le misure atte a garantire la raccolta delle informazioni statistiche secondo i criteri indicati dalla BCE. Disposizioni molto rigide proteggono la riservatezza dei dati forniti dalle persone fisiche.

Il testo della bozza di questo Regolamento del Consiglio è stato allegato al rapporto IME su "La politica monetaria unica nella Terza Fase - Definizione dell'assetto operativo", pubblicato nel gennaio 1997.

## 4 Il sistema dei pagamenti

### 4.1 Il sistema TARGET

Nell'agosto 1996 l'IME ha pubblicato il "Primo rapporto sullo stato di avanzamento del progetto TARGET". Il rapporto forniva alcune informazioni aggiuntive sulle caratteristiche organizzative del sistema. Esso affrontava principalmente i seguenti aspetti relativi all'attuazione del sistema TARGET: l'offerta di liquidità infragiornaliera; la politica tariffaria; gli orari operativi; l'offerta di servizi di regolamento ad altri sistemi che trattano pagamenti di elevato importo; l'assetto organizzativo del progetto; le caratteristiche tecniche delle procedure comuni (sistema *Interlinking*).

Per quanto concerne il primo aspetto, è stato stabilito che la *liquidità infragiornaliera* sarà erogata dalle BCN dell'area dell'euro ai partecipanti ai sistemi di pagamento nazionali tramite due strumenti considerati equivalenti: scoperti infragiornalieri e pronti contro termine infragiornalieri. I partecipanti ai sistemi di regolamento lordo in tempo reale (Real-Time Gross Settlement - RTGS) possono altresì utilizzare le riserve libere e sviluppare un mercato monetario infragiornaliero, ove lo ritengano opportuno. Infine, in caso di imposizione di obblighi di riserva per ragioni di politica monetaria, tali riserve potranno essere mobilitate ai fini del funzionamento del sistema dei pagamenti. La liquidità infragiornaliera sarà potenzialmente illimitata, fatte salve le limitazioni previste dall'articolo 18 dello Statuto del SEBC, che stabilisce che l'erogazione di credito da parte della banca centrale sia adeguatamente garantita. È stato anche autorizzato l'utilizzo di attività tra paesi della UE a garanzia sia della liquidità infragiornaliera sia del credito *overnight* (cfr. tav. 11). Si prevede che la liquidità infragiornaliera verrà concessa dalle BCN a titolo gratuito.

Sono ancora in discussione le opzioni relative alla concessione di credito infragiornaliero agli aderenti a TARGET da parte delle BCN non partecipanti all'area dell'euro. A questo proposito, il Consiglio dell'IME ha deciso nel dicembre 1996 di predisporre tre meccanismi volti a evitare che il credito infragiornaliero, se concesso a BCN non partecipanti all'area dell'euro, sconfini nel credito *overnight*.<sup>6</sup> La decisione finale sul meccanismo da adottare spetterà al Consiglio direttivo della BCE.

La *politica tariffaria* per TARGET sarà ispirata al principio del recupero dei costi. Inoltre, essa non dovrà influenzare la conduzione della politica monetaria unica; dovrà rispettare il principio di parità di trattamento dei partecipanti e contribuire alla politica di riduzione dei rischi nei sistemi di pagamento. Infine, la politica tariffaria per TARGET dovrà essere conforme alla legislazione europea sulla concorrenza.

Con riguardo agli *orari operativi*, è stato stabilito che TARGET, di norma, opererà dalle ore 7 alle ore 18, ora dell'Europa centrale (Central European Time - CET). I sistemi nazionali di regolamento lordo in tempo reale potranno aprire in anticipo soltanto per trattare pagamenti nazionali. Questa armonizzazione, basata sugli orari operativi più estesi all'interno della UE, consentirà una maggiore sovrapposizione tra TARGET e i sistemi di pagamento delle maggiori piazze finanziarie dell'America del Nord e dell'Estremo Oriente, coadiuvando così le azioni intraprese a livello mondiale dagli istituti di credito e dalle banche centrali ai fini del controllo del rischio di regolamento connesso con scambi denominati in valute diverse. L'orario comune di chiusura eviterà

---

<sup>6</sup> Cfr. il rapporto dell'IME "La politica monetaria unica nella Terza Fase - Definizione dell'assetto operativo", capitolo III, sezione B 3.1.

anche il pericolo che si verifichino ingenti pagamenti al di fuori dell'orario operativo comune, impedendo così possibili movimenti nei tassi di interesse a livello "regionale" nell'area dell'euro.

In relazione al quarto aspetto, i collegamenti con altri sistemi di pagamento, *tutti i sistemi di compensazione che trattano pagamenti di elevato importo (Net Settlement Systems - NSS) dovranno obbligatoriamente regolare in moneta della banca centrale*. Per quanto riguarda l'offerta di servizi di regolamento a questi sistemi operanti in euro, è stato stabilito che le procedure di regolamento dei NSS internazionali di compensazione potranno essere basate su normali trasferimenti TARGET tra i conti ordinari (RTGS) delle banche partecipanti a un specifico conto accentrato per il NSS detenuto presso il SEBC. I servizi di regolamento ai NSS nazionali potranno essere forniti dalle BCN con modalità alternative, purché non implicino rischi per gli altri membri del SEBC.

La fase di sviluppo del progetto TARGET è iniziata, come previsto, nel luglio 1996 dopo il favorevole esito della fase di definizione (completata a metà del 1996). La fase di collaudo inizierà a metà del 1997 e sarà completata nel giugno 1998. La successiva fase di simulazione sarà completata nel dicembre 1998. Il Consiglio dell'IME riceve regolari rapporti sullo stato di avanzamento del progetto TARGET redatti da un gruppo di *auditors* interni.

Una descrizione tecnica delle procedure comuni di TARGET (il sistema *Interlinking*) è contenuta negli allegati tecnici del "Primo rapporto sullo stato di avanzamento del progetto TARGET".

#### **4.2 I sistemi di regolamento delle transazioni in titoli**

Nell'ambito della preparazione degli strumenti e delle procedure per la politica monetaria unica e al fine di assicurare il regolare

funzionamento dei sistemi di pagamento nella Terza Fase della UEM, l'IME ha valutato l'adeguatezza dei sistemi di regolamento delle operazioni in titoli e del loro collegamento ai sistemi di pagamento. Le principali conclusioni sono esposte nel rapporto IME "EU securities settlement systems - Issues related to Stage Three of EMU", pubblicato nel febbraio 1997, che descrive le tre linee d'azione concordate.

La prima linea di azione prevede che nella Terza Fase non venga concessa alcuna forma di credito prima della consegna definitiva dei titoli, in modo da evitare che il SEBC corra rischi impropri nella conduzione delle operazioni di politica monetaria e/o nell'erogazione di liquidità ai fini del regolare funzionamento dei sistemi di pagamento. Ciò assicurerà lo stesso livello di sicurezza alle operazioni delle banche centrali, che al momento sono effettuate con modalità diverse nei vari paesi dell'Unione Europea.

Nella Terza Fase, alcune operazioni effettuate dalle banche centrali (per esempio, le operazioni di erogazione di liquidità infragiornaliera ai sistemi RTGS o alcune operazioni di politica monetaria) saranno soggette a regolamento infragiornaliero e passeranno attraverso il sistema TARGET. In questo caso, per rispettare i suddetti requisiti, i titoli stanziabili a garanzia di tali operazioni dovranno essere trasferiti nell'ambito della medesima giornata. Per assicurare che le operazioni delle banche centrali siano regolate in modo sicuro ed efficiente non sono necessarie modifiche sostanziali rispetto alla situazione attuale prima dell'inizio della Terza Fase della UEM.

La seconda linea di azione riguarda gli orari operativi dei sistemi di regolamento delle operazioni in titoli o dei sistemi di deposito accentrato (SDA), che dovranno essere coerenti con gli orari operativi del mercato monetario unico e del sistema TARGET.

La terza linea di azione consiste in un lavoro preparatorio per l'attuazione di due modelli (il modello di "banche centrali

corrispondenti” e il modello di “banche centrali garanti”) per l'utilizzo tra i paesi della UE di garanzie a fronte delle operazioni di credito effettuate dal SEBC.<sup>7</sup>

L'IME ha avviato consultazioni con gli SDA aventi sede in Europa e che operano a livello nazionale e internazionale in merito alla misura in cui i loro reciproci collegamenti (presenti e futuri) possano consentire alle banche centrali di utilizzare a garanzia attività

detenute all'estero. Inoltre, l'IME analizzerà con maggior dettaglio i rischi connessi a tali collegamenti e ad altri aspetti del regolamento delle operazioni in titoli e la eventuale necessità di armonizzare i principi riguardanti la sicurezza e l'efficienza delle procedure di regolamento. Questo lavoro costituirà la base per la definizione di nuovi standard minimi cui dovranno uniformarsi gli SDA nazionali e internazionali operanti all'interno della UE.

---

<sup>7</sup> Per la descrizione dei due modelli cfr. i rapporti dell'IME "La politica monetaria unica nella Terza Fase - Definizione dell'assetto operativo", allegato 13 e "EU securities settlement systems - Issues related to Stage Three of EMU", capitolo 3.

## 5 La preparazione delle banconote in euro

Dopo la conclusione del lavoro preparatorio nel 1995 relativo alla selezione dei temi e delle caratteristiche delle banconote in euro (cfr. il Rapporto Annuale IME 1995), l'IME ha indetto una gara per il disegno delle banconote il 12 febbraio 1996. Bozzettisti nominati da quattordici banche centrali della UE sono stati invitati a predisporre i bozzetti per la serie di sette banconote in euro, sulla base di due temi: "Età e stili d'Europa" e "Moderno/Astratto". In totale, ventinove disegnatori o gruppi di disegnatori hanno partecipato alla gara terminata il 13 settembre 1996, presentando ventisette serie di bozzetti per il tema "Età e stili d'Europa" e diciassette per il tema "Moderno/Astratto".

I disegnatori dovevano attenersi a dettagliate specifiche tecniche, che comprendevano una serie di caratteristiche obbligatorie per il disegno e un insieme di sofisticate caratteristiche di sicurezza, che saranno incorporate nelle banconote in euro al fine di garantire che il livello di protezione contro le contraffazioni sia almeno pari a quello delle attuali banconote nazionali. Le specifiche tecniche hanno altresì considerato le necessità dei non vedenti e delle persone con problemi di vista.

I bozzetti dovevano essere inviati alla banca centrale della UE che aveva nominato il disegnatore entro il 13 settembre 1996. Dopo avere verificato la stampabilità dei bozzetti e il rispetto delle "istruzioni per il disegno", le banche centrali hanno inviato le serie di bozzetti approvate a un notaio di Francoforte sul Meno. Il notaio ha rimosso ogni residua indicazione relativa all'autore e ha attribuito un numero casuale di tre cifre a ciascuna serie di bozzetti prima di farli pervenire all'IME il 24 settembre 1996. In tutte le fasi successive del processo di selezione i bozzetti sono rimasti anonimi.

Il 26 e 27 settembre 1996 una giuria internazionale composta da noti esperti di *marketing*, di design (compreso il *design* industriale) e di storia dell'arte si è riunita presso l'IME sotto la presidenza di Scheller, Segretario Generale dell'IME. I membri della giuria sono stati selezionati dal Presidente dell'IME a partire da una lista di candidati fornita dalle banche centrali della UE.

La giuria ha valutato i quarantaquattro disegni e ha formato due elenchi composti dalle cinque serie giudicate migliori per entrambi i soggetti proposti. I criteri principali seguiti dalla giuria per la valutazione sono stati la creatività, l'estetica, lo stile, la funzionalità, la probabile percezione da parte del pubblico e l'accettabilità. Successivamente, è stato organizzato un sondaggio affidato ad una società specializzata, la EOS Gallup Europe, effettuato in quattordici Stati membri, con la finalità di verificare l'opinione pubblica in merito alle dieci serie di disegni ricomprese nei due elenchi. L'indagine è stata condotta tra il 7 e il 13 ottobre 1996.

Il 3 dicembre 1996 il Consiglio dell'IME ha scelto una delle dieci serie di disegni comprese nelle due liste tenendo conto, in particolare, di quanto suggerito dalla giuria e dei risultati ottenuti dal sondaggio. Questa selezione farà da base ai disegni finali che saranno sottoposti alla decisione del Consiglio direttivo della BCE. Il Presidente dell'IME ha informato il Consiglio europeo durante il vertice di Dublino del 13 dicembre 1996 in merito ai risultati del processo di selezione. Il Consiglio europeo ha espresso apprezzamento per la selezione effettuata dall'IME. Quello stesso giorno, l'IME ha presentato al pubblico la serie di disegni selezionata nel corso di due conferenze stampa tenute simultaneamente a Dublino e Francoforte.

L'IME sta al momento lavorando alla trasformazione dei bozzetti in disegni finali. Questa attività implica una collaborazione con il bozzettista per agevolare il processo di stampa delle banconote e per assicurare il rispetto di tutti i requisiti tecnici, ad esempio l'evitare riferimenti ad elementi nazionali e l'incorporazione degli elementi di sicurezza. Successivamente si passerà alla fase di allestimento dei materiali per la fabbricazione, che prevede la conversione dei bozzetti completati in lastre da stampa e si inizierà il lavoro preparatorio che permetta di iniziare tempestivamente la produzione. Il Consiglio dell'IME ha già stabilito che, in linea di principio, tutte le stamperie partecipanti all'area dell'euro a partire dall'inizio della Terza Fase e attualmente coinvolte nella produzione delle banconote nazionali possono prendere parte alla produzione dello stock iniziale di banconote in euro. Al momento si stanno affrontando altre questioni pratiche relative all'introduzione delle banconote in euro.

Nel 1998 il Consiglio direttivo della BCE darà avvio al processo di stampa affinché le banconote in euro siano pronte ad essere

messe in circolazione entro, e non oltre, il 1° gennaio 2002. La data esatta prevista per l'introduzione delle banconote in euro sarà annunciata prima del 1° gennaio 1999.

In previsione del fatto che le banconote in euro non saranno disponibili all'inizio della Terza Fase, l'articolo 52 dello Statuto del SEBC/BCE prevede l'obbligo per le BCN degli Stati membri partecipanti all'area dell'euro di cambiare le loro rispettive valute nazionali al valore di parità. Per far fronte a tale situazione, l'IME, unitamente alle istituzioni creditizie e finanziarie nazionali, sta attualmente esaminando diverse possibilità di organizzare il cambio di banconote nella Terza Fase. Al momento, la maggior parte delle transazioni in valuta al dettaglio è gestita dalle banche commerciali e da intermediari in cambi specializzati. Sarà necessario valutare, dopo l'inizio della Terza Fase, come potrà essere organizzato il cambio delle banconote nazionali circolanti all'interno dell'area dell'euro in modo da differenziarlo dal cambio di banconote appartenenti ai paesi non aderenti.

## 6 Le questioni contabili

Il Trattato contiene numerose disposizioni che richiedono la pubblicazione di dati finanziari consolidati per il SEBC. Inoltre, saranno regolarmente redatte situazioni consolidate che assolvano alle esigenze informative interne al SEBC. Queste situazioni periodiche richiederanno un consolidamento delle attività e delle passività della BCE con quelle delle BCN partecipanti. Affinché tali situazioni siano significative, i dati contabili per la BCE e le singole BCN devono essere preparati in base a regole armonizzate.

Nel 1996 il Consiglio dell'IME ha approvato i principi per le rendicontazioni consolidate del SEBC. Secondo tali principi, il bilancio sarà basato su valori di mercato. Le plusvalenze non saranno riconosciute come reddito, ma imputate ad un conto di rivalutazione. Le minusvalenze saranno portate a conto economico ove eccedano le plusvalenze precedenti iscritte nel conto di rivalutazione. Tali minusvalenze possono essere compensate soltanto da successivi utili da realizzo e non da plusvalenze conseguite nei successivi esercizi. Questi principi uniscono la trasparenza alla prudenza e sono adeguati alla natura e allo svolgimento delle operazioni delle banche centrali.

L'applicazione di questi principi contabili sarà obbligatoria per tutte le poste connesse alle attività del SEBC, per tutte le poste del bilancio della BCE e per il calcolo del reddito monetario. Ciò nonostante, le BCN potranno continuare a redigere e pubblicare i propri bilanci secondo i rispettivi principi contabili.

Sarà intrapreso un ulteriore lavoro durante il 1997 per lo sviluppo delle tecniche necessarie affinché le singole BCN e la BCE siano in grado di adattare le loro procedure e i sistemi contabili ai nuovi principi previsti per le situazioni periodiche del SEBC. Sarà

altresì sviluppato il formato delle situazioni periodiche del SEBC, per assicurare che i dati contabili armonizzati trovino adeguato riscontro in tutti i documenti contabili interni ed esterni redatti dal SEBC.

Un'area di lavoro correlata riguarda lo sviluppo di un appropriato metodo per la determinazione del reddito derivante dallo svolgimento delle funzioni di politica monetaria da parte del SEBC (reddito monetario). Tale reddito deve essere ripartito tra le BCN partecipanti all'area dell'euro in conformità a quanto stabilito dal Trattato. Il Consiglio dell'IME è giunto alla conclusione che è improbabile che le strutture di bilancio delle BCN partecipanti permetteranno, fin dall'esordio della Terza Fase, la misurazione del reddito monetario secondo il metodo previsto dall'articolo 32, paragrafo 2, dello Statuto del SEBC/BCE. Questo metodo definisce il reddito monetario come reddito annuo derivante dalle attività "contrassegnate" detenute a fronte sia delle banconote in circolazione sia delle passività rappresentate dai depositi delle istituzioni creditizie ("metodo diretto"). Pertanto, è in corso di svolgimento un lavoro preparatorio per l'attuazione di un metodo alternativo che possa essere applicato in conformità all'articolo 32, paragrafo 3, del Trattato per un periodo transitorio della durata massima di cinque anni. Tale metodo alternativo consisterà nel calcolare il reddito monetario applicando alle passività monetarie un tasso di rendimento, fissato secondo regole prestabilite ("metodo indiretto"). L'analisi di un metodo di calcolo in linea con l'articolo 32, paragrafo 2, proseguirà in una fase successiva.

## 7 I sistemi informativi e di telecomunicazione

Affinché nel contesto del SEBC possano essere espletati, con il coinvolgimento della BCE e delle banche centrali nazionali, una serie di compiti operativi e di politica monetaria è necessario un adeguato supporto in termini di sistemi informativi e di telecomunicazione. Gli ulteriori progressi compiuti nella definizione del necessario supporto informativo stanno facendo emergere il profilo dei futuri sistemi informativi e di telecomunicazione del SEBC.

In seguito alla costituzione all'inizio del 1996 di uno specifico gruppo di progetto, è stata condotta una procedura di appalto pubblico in Europa allo scopo di identificare un nuovo sistema di teleconferenze ad alta capacità ed affidabilità per il SEBC. In novembre il Consiglio dell'IME ha approvato la soluzione tecnica in grado di offrire il servizio richiesto. Sono ora in corso ulteriori e dettagliate negoziazioni con i fornitori della strumentazione e dei servizi per ricercare il modo migliore di estendere il nuovo sistema di teleconferenza anche all'esterno del SEBC, e in particolare alle banche centrali non UE che fanno parte del "Gruppo di Concertazione".

Nel corso del 1996 è stato raggiunto un accordo sulle principali scelte di progettazione di un'infrastruttura di comunicazione che colleghi la BCE con le banche centrali nazionali per lo scambio di dati in tempo reale e differito. Questa infrastruttura comune farà da supporto alla maggior parte degli scambi di informazioni all'interno del SEBC. Le specifiche tecniche e operative sono in corso di elaborazione e si prevede che essa possa funzionare verso la fine del 1997, così da consentire subito dopo l'effettuazione dei collaudi delle differenti applicazioni che se ne avvarranno.

Per ciò che riguarda le applicazioni, le principali aree istituzionali hanno ormai definito i "requisiti utente" per il funziona-

mento dei principali strumenti di politica monetaria. Alla fine del 1996, il lavoro di definizione aveva raggiunto un livello tale da consentire lo sviluppo dei necessari supporti in termini di sistemi informativi per l'attuazione delle operazioni decentrate di politica monetaria di mercato aperto basate su procedure d'asta e per permettere il controllo delle operazioni decentrate basate su procedure bilaterali e degli interventi sul mercato dei cambi da effettuare a partire dall'inizio della Terza Fase. Sono state identificate altre esigenze di scambio di dati operativi tra le entità appartenenti al SEBC che potrebbero richiedere un ulteriore sviluppo di applicazioni specifiche.

Anche un insieme di altre funzioni tipiche della BCE e del SEBC richiede il supporto di sistemi di scambio ed elaborazione dei dati. Un esempio è costituito dall'*Interlinking* dei sistemi nazionali di RTGS nel sistema TARGET. Nel 1997 l'IME fornirà un centro di prova unico tramite il quale saranno sperimentate le componenti *Interlinking* delle banche centrali nazionali. Altre aree di lavoro su cui ci si è concentrati riguardano la messa a punto del supporto per la gestione delle attività in valuta estera della BCE e dei sistemi che assicureranno un regolare flusso di dati statistici tra le entità appartenenti al SEBC.

Il 1996 ha altresì permesso una visione più netta delle esigenze informative e di comunicazione della stessa BCE. L'identificazione delle problematiche rilevanti ha condotto alla definizione di un certo numero di progetti per i quali si delinearono ed attueranno piani più dettagliati nei mesi a venire, per mettere la BCE nella condizione di iniziare la propria attività fin dagli esordi della Terza Fase.

## 8 La vigilanza bancaria

Nella Terza Fase la vigilanza prudenziale resterà di competenza delle autorità nazionali e il relativo assetto fissato a livello UE non subirà variazioni. Ciononostante, il Trattato e lo Statuto del SEBC/BCE assegnano al SEBC alcune funzioni collegate alla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi. Tali compiti sono elencati qui di seguito:

- l'articolo 105, paragrafo 5, del Trattato stabilisce che il SEBC dovrà contribuire alla buona conduzione delle politiche perseguite dalle autorità competenti per quanto riguarda la vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e la stabilità del sistema finanziario;
- l'articolo 25, paragrafo 1, dello Statuto del SEBC/BCE stabilisce che la BCE possa fornire consulenze ed essere interpellata dal Consiglio, dalla Commissione e dalle autorità nazionali in merito all'ambito di applicazione e all'attuazione della normativa comunitaria in relazione alle problematiche in parola;
- l'articolo 105, paragrafo 6, del Trattato prevede la possibilità di assegnare alla BCE, in virtù di una decisione unanime del Consiglio, compiti specifici in merito alle politiche che riguardano la vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle altre istituzioni finanziarie (escluse le compagnie di assicurazione).

Il lavoro preparatorio dell'IME in questo ambito intende identificare le possibili modalità di attuazione dell'articolo 105, paragrafo 5, del Trattato e dell'articolo 25, paragrafo 1, dello Statuto del SEBC/BCE ed intende altresì fornire una valutazione preliminare in merito a come la BCE potrebbe definire la propria posizione rispetto a quanto stabilito dall'articolo 105, paragrafo 6, del Trattato. Al momento l'IME sta lavorando in questa direzione con l'assistenza del Sottocomitato per la Vigilanza Bancaria.

## 9 Le questioni legali

Il lavoro di natura legale si è concentrato su cinque aree: legislazione comunitaria secondaria, convergenza normativa, supporto ai progetti, funzioni consultive (cfr. il Capitolo III Sezione 5) e questioni amministrative. Alcune tematiche sono descritte qui di seguito.

### 9.1 La legislazione comunitaria secondaria

L'IME ha collaborato con la Commissione europea per l'elaborazione della legislazione comunitaria secondaria riguardante l'introduzione dell'euro. L'11 giugno 1996 l'IME ha trasmesso alla Commissione un documento contenente i blocchi basilari dei due Regolamenti del Consiglio della UE in materia, proposti dalla Commissione e ratificati dal Consiglio europeo nel dicembre 1996.

Si intende adottare entro breve tempo un primo Regolamento del Consiglio, basato sull'articolo 235 del Trattato, che entrerà in vigore nel 1997. Esso riguarda problematiche come la sostituzione dell'ECU con l'euro a un tasso di conversione di uno a uno, la continuità dei contratti e le regole tecniche sui tassi di conversione, incluso l'arrotondamento. Questo regolamento sarà applicabile in tutti paesi membri.

Si intende poi adottare un secondo Regolamento del Consiglio, basato sull'articolo 109l, paragrafo 4, del Trattato, non appena i paesi membri partecipanti saranno noti, affinché entri in vigore il 1° gennaio 1999. Tale Regolamento sarà applicabile in tutti i paesi membri, tenuto conto dei Protocolli 11 e 12 sul Regno Unito e sulla Danimarca e dell'articolo 109k, paragrafo 1, del Trattato sullo status dei paesi membri con deroga. Esso affronta problematiche come la sostituzione con

l'euro delle valute dei paesi membri partecipanti, le disposizioni transitorie riguardanti le unità monetarie nazionali e l'emissione di banconote e monete metalliche.

L'IME ha emesso un parere su questi due corpi di legislazione comunitaria secondaria il 29 novembre 1996 in conformità con la procedura consultiva prevista dagli articoli 109f, paragrafo 6, e 109f, paragrafo 8, del Trattato (cfr. il Capitolo III Sezione 5). Due questioni vanno ancora definite: la data esatta di introduzione delle banconote e delle monete metalliche in euro; l'ambito di applicazione delle previsioni normative volte alla ridenominazione in euro dei titoli di Stato in essere denominati nelle unità monetarie nazionali di altri paesi membri partecipanti nonché di obbligazioni e di altre forme di debito cartolarizzato di altri emittenti trattate sui mercati dei capitali. Tali previsioni normative saranno incluse nel Regolamento del Consiglio basato sull'articolo 109l, paragrafo 4, del Trattato prima della riunione del Consiglio europeo che avrà luogo ad Amsterdam nel giugno prossimo.

Inoltre, l'IME ha formulato raccomandazioni per la legislazione comunitaria secondaria da emanarsi ai sensi dell'articolo 5, paragrafo 4 (informazioni statistiche), dell'articolo 19, paragrafo 2 (riserva obbligatoria) e dell'articolo 34, paragrafo 3 (sanzioni), dello Statuto del SEBC/BCE. Questo ha dato luogo alle bozze di:

- un Regolamento del Consiglio (CE) riguardante la raccolta di informazioni statistiche;
- un Regolamento del Consiglio (CE) riguardante l'applicazione dell'obbligo di riserva;
- un Regolamento del Consiglio (CE) riguardante il potere della BCE di imporre sanzioni.

L'IME consiglierà alla BCE di sottoporre le bozze di questi tre Regolamenti, sotto forma di raccomandazioni, al Consiglio UE per l'adozione in conformità all'articolo 106, paragrafo 6, del Trattato e all'articolo 42 dello Statuto del SEBC/BCE. Allo scopo di accelerare la procedura di adozione, l'IME ha fatto pervenire i documenti alla Commissione e al Comitato monetario per permettere l'inizio di discussioni informali.

La preparazione delle tre bozze di Regolamento faceva parte del lavoro dell'IME sull'assetto normativo della politica monetaria unica nella Terza Fase, che, in conformità all'articolo 4, paragrafo 2, del suo Statuto, doveva essere elaborato entro la fine del 1996.

## 9.2 La convergenza normativa

Gli Stati membri sono obbligati, ai sensi dell'articolo 108 del Trattato, ad eliminare le incompatibilità tra la legislazione nazionale, da un lato, e il Trattato e lo Statuto del SEBC/BCE dall'altro. Ai sensi dell'articolo 109j, paragrafo 1, del Trattato e dell'articolo 7 del proprio Statuto, l'IME è tenuto a valutare periodicamente, oltre al rispetto dei criteri di convergenza economica, il processo di convergenza normativa (allo stesso modo della Commissione). I risultati della valutazione del 1996 sono stati riportati nel rapporto su "I progressi verso la convergenza 1996" del novembre 1996. Il capitolo legale di quel rapporto ha distinto gli statuti delle BCN dal resto della

normativa che potrebbe necessitare di adattamenti alla luce delle disposizioni del Trattato e dello Statuto del SEBC/BCE.

Con riguardo agli statuti delle BCN, è stata operata una distinzione tra gli adeguamenti in tema di indipendenza della banca centrale e quelli necessari ad assicurare il grado di integrazione richiesto delle BCN all'interno del SEBC. L'IME ha elaborato una lista di caratteristiche di natura istituzionale, personale, funzionale e finanziaria in tema di indipendenza della banca centrale, che potranno servire da guida per il legislatore nazionale in fase di adeguamento degli statuti delle BCN in questa materia. L'IME ha altresì identificato certe disposizioni contenute negli statuti delle BCN a suo avviso incompatibili con i criteri stabiliti dal Trattato e dallo Statuto del SEBC/BCE in merito all'indipendenza delle banche centrali e che pertanto dovranno essere adeguate. Tali adeguamenti devono entrare in vigore, al più tardi, alla data di costituzione del SEBC e della BCE.

Inoltre, l'IME ha segnalato la necessità che gli statuti siano adattati per assicurare il necessario grado di integrazione delle BCN nel SEBC, secondo quanto previsto dall'articolo 14, paragrafo 3 dello Statuto del SEBC/BCE. Questo articolo prevede che le BCN diventino parte integrante del SEBC e che rispettino gli indirizzi e le istruzioni della BCE. Ciò implica in particolare che gli statuti delle BCN non dovrebbero contenere disposizioni incompatibili con la competenza esclusiva della BCE in determinate aree (ad esempio l'autorizzazione all'emissione di banconote) o disposizioni che, se rispettate da una BCN, le impedirebbero di conformarsi alle regole adottate a livello di BCE (ad esempio in relazione all'utilizzo degli strumenti di politica monetaria). L'adeguamento degli statuti delle BCN in questa materia deve entrare in vigore all'inizio della Terza Fase o, per gli Stati membri con deroga o che godono di uno speciale status, all'inizio della loro piena partecipazione all'Unione Monetaria. L'IME

continuerà a fungere da foro per le discussioni tra le BCN in questa materia e a riferire sugli sviluppi di tali questioni nei prossimi rapporti.

La tempestiva adozione dei necessari adattamenti della legislazione nazionale è motivo di preoccupazione per l'IME. Se è vero infatti che nella maggior parte degli Stati membri si sta preparando l'adattamento

degli statuti delle BCN, non sono state rilevate attività significative per ciò che riguarda l'esame della restante normativa e della sua compatibilità con i requisiti stabiliti dal Trattato e dallo Statuto del SEBC/BCE. Poiché tali adattamenti dovrebbero essere effettuati nel 1997 e all'inizio del 1998, l'intervento normativo, ove necessario, non dovrebbe essere ulteriormente posticipato.

## **10 La transizione all'euro**

L'IME ha continuato a seguire i progressi nei lavori preparatori per l'introduzione dell'euro a seguito dell'adozione dello scenario relativo alla transizione da parte del Consiglio europeo al vertice di Madrid del dicembre 1995. L'IME costituisce un foro per lo scambio di informazioni tra banche centrali su quattro temi principali: il lavoro preparatorio interno alle BCN in vista dell'istituzione del SEBC; i preparativi per la transizione da parte degli operatori dei mercati finanziari; le attività svolte dalle autorità nazionali in relazione all'euro e la diffusione tra il pubblico di informazioni riguardanti la transizione. Considerate le specificità nazionali dei mercati finanziari e delle strutture bancarie, le BCN rappresentano il principale canale di comunicazione tra le autorità monetarie e gli operatori di mercato in merito agli ultimi tre temi sopraindicati. Inoltre, è continuo lo scambio di vedute tra l'IME, in collaborazione con le BCN, e la comunità bancaria e finanziaria al fine di valutare le esigenze di coordinamento del processo di transizione alla moneta unica a livello di Unione Europea.

Nel corso dell'estate 1996 l'IME, con la mediazione delle banche centrali della UE, ha consultato la comunità bancaria e finanziaria sulla questione, estremamente tecnica, dell'arrotondamento all'atto della conversione di valori espressi nelle differenti denominazioni della moneta unica in uso durante il periodo transitorio della Terza Fase della UEM. La conversione sarà possibile dall'euro alle valute nazionali e viceversa, così come tra le denominazioni in uso nei paesi aderenti all'area dell'euro. La finalità era quella di valutare la misura in cui una scarsa accuratezza negli arrotondamenti potesse generare difficoltà per l'equivalenza tra le differenti denominazioni della moneta unica e per individuare possibili soluzioni per minimizzare questo problema.

Nel settembre 1996 il Consiglio dell'IME ha sottoscritto una serie di principi guida che ha trasmesso alla Commissione europea come ulteriore contributo alla definizione della bozza di assetto normativo riguardante l'introduzione dell'euro, a quell'epoca in preparazione (cfr. anche la Sezione 9.1). L'obiettivo dei principi guida era di definire un insieme di requisiti minimi che limitassero il verificarsi di differenze di arrotondamento durante lo svolgimento di operazioni di conversione. Tuttavia i principi guida non intendevano essere sostitutivi delle convenzioni per l'arrotondamento già in uso per le transazioni espresse nella stessa valuta o in valuta estera.

Sono stati fissati i seguenti indirizzi: i tassi di conversione dovranno contenere sei cifre significative; essi dovranno essere espressi sotto forma di un ammontare di valuta nazionale corrispondente a un euro; non dovranno essere mai arrotondati o troncati; non dovranno essere usati tassi di conversione inversi; per il calcolo della conversione tra due valute nazionali, dovrà essere applicato un algoritmo prestabilito implicante una divisione (arrotondata a non meno di tre cifre decimali) con moltiplicazione tra i tassi di conversione in euro delle due valute nazionali in oggetto, sebbene possano essere impiegati anche altri metodi, purché il risultato ottenuto sia esattamente il medesimo.

La Commissione ha recepito questi principi guida in una bozza di Regolamento del Consiglio UE avente ad oggetto alcune disposizioni relative all'introduzione dell'euro. Questo Regolamento è stato sottoscritto dal Consiglio europeo nel vertice di Dublino nel dicembre 1996 (Cfr. la Sezione 9.1), al fine di fornire un tempestivo indirizzo ai mercati finanziari e di assicurare una transizione senza scosse alla moneta unica.

Nel futuro, l'IME intende tra l'altro valutare se le differenze esistenti nelle misure adottate dai singoli paesi e finalizzate alla transizione verso la moneta unica possano mettere a repentaglio il buon funzionamento del mercato monetario nell'area dell'euro che

sarà creato all'inizio della Terza Fase. Saranno altresì esaminate problematiche specifiche legate alla transizione per i paesi che entreranno a far parte dell'area dell'euro successivamente.

## Tavola 12

### La transizione all'euro

Scansione temporale	Principali iniziative in ciascun periodo
<p style="text-align: right;"><b>inizio 1998</b></p> <p>Decisione dei Capi di Stato e di Governo relativa alla partecipazione degli Stati membri all'area dell'euro</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Istituire la BCE ed il SEBC e renderli operativi</li> <li>■ Adottare la normativa secondaria relativa all'istituzione del SEBC</li> <li>■ Decidere ed effettuare la verifica finale dell'assetto operativo del SEBC ai fini dell'utilizzo esclusivo dell'euro sin dal primo giorno della Terza Fase</li> <li>■ Iniziare la produzione delle banconote e monete metalliche in euro e annunciare la data della loro immissione in circolazione</li> <li>■ Varare un'ampia campagna di informazione del pubblico</li> </ul> <p style="text-align: right;"><b>Primo periodo</b></p>
<p style="text-align: right;"><b>1° gennaio 1999</b></p> <p>Inizio della Terza Fase della UEM:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Fissazione irrevocabile dei tassi di conversione tra le valute dei paesi partecipanti e l'euro</li> <li>■ Entrata in vigore di un Regolamento del Consiglio (basato sull'Articolo 109I (4) del Trattato)</li> <li>■ Introduzione dell'euro in forma scritturale</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Condurre, da parte del SEBC, la politica monetaria e del cambio in euro sin dal primo giorno</li> <li>■ Avviare operativamente il sistema TARGET</li> <li>■ Fornire servizi di conversione alle controparti che non siano state in grado di dotarsi degli strumenti per convertire importi espressi in valuta nazionale e viceversa</li> <li>■ Assicurare il cambio delle banconote nazionali al valore di parità (Articolo 52 dello Statuto del SEBC/BCE)</li> <li>■ Controllare i progressi del settore privato nel passaggio all'euro e offrire opportune direttive ove necessario</li> <li>■ Emettere in euro i nuovi titoli di Stato quotati sui mercati (con possibile ridenominazione di parte del debito pubblico in essere)</li> <li>■ Preparare la transizione alla moneta unica della pubblica Amministrazione</li> </ul> <p style="text-align: right;"><b>Secondo periodo</b></p>
<p style="text-align: right;"><b>1° gennaio 2002</b></p> <p>Data ultima per l'immissione di banconote e monete metalliche in euro</p> <p>Tutti i riferimenti alla unità monetaria nazionale negli strumenti legali diventano riferimenti all'euro</p> <p style="text-align: right;"><b>Al più tardi 1° luglio 2002</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Ritirare dalla circolazione le banconote e le monete metalliche nazionali</li> <li>■ Privare del valore legale le banconote e le monete metalliche nazionali</li> </ul> <p style="text-align: right;"><b>Terzo periodo</b></p>

## Capitolo III

### **Altri compiti dell'IME**

## **I La cooperazione tra le banche centrali nell'ambito dei sistemi di pagamento**

L'IME ha continuato a favorire la cooperazione tra le banche centrali della UE in tre aree fondamentali dei sistemi di pagamento: l'accesso remoto; la standardizzazione; la moneta elettronica.

Queste problematiche sono analizzate nel rapporto dell'IME "Developments in EU payment systems in 1996", che sarà pubblicato nell'aprile 1997.

### **1.1 L'accesso remoto**

Nel luglio 1995 il Consiglio dell'IME ha stabilito, nell'ambito della normativa comunitaria (in particolare della Seconda Direttiva di Coordinamento Bancario), che le banche potranno essere autorizzate all'accesso remoto ai sistemi interbancari di trasferimento fondi (IFTS) nella Seconda Fase della UEM, anche se questo diritto non sarà automatico. È stato altresì stabilito che, al fine di consentire l'accesso remoto agli IFTS, le banche centrali garantiranno ai partecipanti remoti, su base non discriminatoria, l'accesso ai conti di regolamento. Le banche centrali possono anche prendere in considerazione l'opportunità di erogare credito infragiornaliero a condizione che i rischi cui sarebbero esposti nei confronti dei partecipanti remoti non eccedano quelli connessi con le operazioni effettuate con partecipanti nazionali.

Finora, l'accesso remoto agli IFTS è stato concesso solamente in Belgio, Germania e nei Paesi Bassi. Nel dicembre 1996 è stato consentito l'accesso remoto al sistema RTGS belga denominato ELLIPS ad una banca lussemburghese. Quindici enti creditizi aventi sede in prossimità della frontiera tedesca utilizzano conti accesi presso le filiali della Deutsche Bundesbank principalmente per operazioni in contanti e per trasferimenti di fondi nei confronti di banche tedesche. Due partecipanti, tuttavia, utilizzano i propri

conti per l'incasso di assegni con procedure tradizionali e uno con procedure che non si avvalgono di supporti cartacei. Nei Paesi Bassi, quattordici banche straniere attualmente hanno accesso al sistema RTGS olandese, principalmente con l'intento di agevolare l'esecuzione di pagamenti di natura previdenziale all'estero.

Nel dicembre 1996 il Consiglio dell'IME ha stabilito che l'accesso remoto agli IFTS e ai conti accesi presso le banche centrali continuerà ad essere consentito nella Terza Fase della UEM, su base non discriminatoria, per tutti gli IFTS della UE e a tutti gli operatori della UE che ne faranno richiesta, in conformità con la normativa sul Mercato unico. Rimane ancora da decidere se, e a quali condizioni, verrà concesso alle banche l'accesso remoto al credito infragiornaliero.

### **1.2 La standardizzazione**

L'IME ritiene che, in vista dell'avvio della Terza Fase, sarà importante mantenere contatti con gli organismi internazionali di standardizzazione, con le associazioni bancarie internazionali e con altri importanti operatori nel campo dei trasferimenti internazionali di fondi. Ciò al fine di evitare, nei casi in cui l'efficienza del mercato possa esserne compromessa, la proliferazione di standard non compatibili per i pagamenti internazionali e per realizzare il sistema TARGET in modo quanto più conforme ai requisiti di standardizzazione.

Nell'ambito dei pagamenti al dettaglio, l'IME ha continuato a seguire i lavori del Comitato europeo per gli standard bancari. Questi lavori, tuttavia, non stanno procedendo a ritmo spedito.

### 1.3 La moneta elettronica

Nel maggio 1994 l'IME ha pubblicato un rapporto sulle carte prepagate, nel quale si raccomanda di limitare ai soli enti creditizi l'emissione di "borsellini elettronici".

Il rapporto è stato redatto in un momento in cui lo sviluppo delle carte prepagate era ancora ad uno stadio iniziale. Da allora, in quasi tutti i paesi della UE sono stati progettati e varati diversi schemi di carte prepagate e ad essi si è affiancato un altro mezzo di pagamento, la moneta elettronica su *network*. Attualmente, si possono distinguere due tipologie di moneta elettronica: quella basata sulla tecnologia del microcircuito, che può essere utilizzata nelle transazioni presso esercizi commerciali o attraverso reti telematiche, e quella basata sul personal computer e utilizzata su *network*.

Le banche centrali sono attualmente impegnate nella revisione dell'analisi degli effetti che la moneta elettronica può avere sulla conduzione della politica monetaria e sulla stabilità e l'integrità dei sistemi di pagamento e dei mercati finanziari nel loro complesso. Esse stanno inoltre esaminando la raccomandazione pubblicata nel 1994 alla luce dei recenti sviluppi delle carte prepagate e di altre forme di moneta elettronica. A tal fine, le banche centrali hanno definito la moneta elettronica in senso ampio come "riserva di valore su supporto elettronico che può essere utilizzata per effettuare un'ampia gamma di pagamenti senza necessariamente ricorrere a conti bancari, in quanto funge da strumento prepagato al portatore".

## **2 La sorveglianza sul Sistema di Compensazione e Regolamento dell'ECU**

Ai sensi dell'articolo 109f, paragrafo 2, sesto comma, del Trattato, l'IME ha il compito di esercitare la sorveglianza sul Sistema di Compensazione e Regolamento dell'ECU. Nel corso del 1996 il sistema ha trattato circa 6.000 operazioni al giorno con un giro d'affari medio giornaliero di circa 50 miliardi di ECU.

La sorveglianza sul Sistema di Compensazione e Regolamento dell'ECU ha l'obiettivo fondamentale di far sì che l'Associazione Bancaria per l'ECU (ABE), che lo gestisce, intraprenda le necessarie misure affinché l'operatività del sistema non generi rischi inaccettabili né per i partecipanti né, tantomeno, per il mercato dell'ECU e per i mercati nazionali dei paesi della UE.

In questo contesto, la principale linea di azione dell'IME consiste nel cercare di assicurare che venga condotta un'opera di adeguamento agli standard di sicurezza indicati nel Rapporto sugli Schemi di Compensazione Interbancari, predisposto dalle banche centrali del G-10 nel 1990. Sotto questo profilo, le riforme più importanti attuate nel corso del 1996 hanno riguardato l'imposizione di limiti cogenti sulla *posizione multilaterale netta in cui un partecipante può incorrere in un qualsiasi stadio della procedura di compensazione e la revisione dei criteri di adesione e di uscita dal sistema.*

### **2.1 L'attuazione del nuovo sistema di controllo dei rischi**

Il 16 settembre 1996 l'ABE ha completato l'attuazione di ECU 3. Il nuovo sistema fornisce limiti obbligatori infragiornalieri in modo che risulta possibile effettuare pagamenti tra due istituti di credito solo se le posizioni nette di entrambi rientrano nei limiti di debito e credito multilaterale loro attribuiti. I limiti multilaterali formano la

nuova base degli accordi di ripartizione della liquidità e delle perdite: solo se una banca resta al loro interno le regole della compensazione permettono l'attivazione di tali accordi. Pertanto, la creazione di ECU 3 ha costituito un elemento essenziale per migliorare il grado di adesione del sistema agli standard per la gestione del rischio di credito e di liquidità fissati dal G-10.

Il nuovo sistema può anche aumentare il grado di adesione agli standard di sicurezza relativi all'affidabilità operativa dei sistemi tecnici e alla disponibilità di strumenti di *backup* capaci di portare a termine le incombenze operative giornaliere. A questo proposito, l'ABE ha messo in funzione un sito di *backup* operativo dove sono duplicate tutte le strutture essenziali. Mentre il sistema precedente, denominato ECU 2, aveva una capacità massima di 2.000 operazioni all'ora, il nuovo sistema è in grado di trattare 12.000 pagamenti all'ora.

### **2.2 Le questioni legali**

Nel 1996 l'ABE ha richiesto il parere di consulenti legali esterni allo scopo di sviluppare una struttura normativa che fornisca al Sistema di Compensazione e Regolamento dell'ECU una base giuridica solida, cogente ed adatta alla Terza Fase. A questo proposito, sono state prese in considerazione nuove articolazioni normative per la regolamentazione di uno schema di compensazione multilaterale che non preveda una controparte centrale.

L'ABE ha anche manifestato l'intenzione di introdurre adeguate garanzie a supporto del regolamento giornaliero, adeguandosi in questo modo agli standard fissati dal G-10 in tema di gestione del rischio di liquidità. Per l'inizio del 1997 sono attese proposte dettagliate da parte dell'ABE, che andranno attentamente vagliate.

### **2.3 Il regolamento del Sistema di Compensazione e Regolamento dell'ABE nella Terza Fase**

Il "Rapporto sui requisiti minimi comuni ai sistemi di pagamento nazionali" del novembre 1993 stabilisce che tutti i sistemi di pagamento di elevato importo devono regolare in moneta della banca centrale. Pertanto, l'ABE ha iniziato a discutere con l'IME le questioni inerenti all'utilizzo nella

Terza Fase dei servizi di regolamento del TARGET da parte del Sistema di Compensazione e Regolamento. È stato costituito un gruppo di lavoro informale che riunisce rappresentanti dell'ABE, dell'IME e delle banche centrali della UE per l'identificazione di tutte le problematiche relative al regolamento del Sistema di Compensazione e Regolamento nella Terza Fase.

### 3 La cooperazione nel campo della vigilanza bancaria

In ottemperanza all'articolo 109f, paragrafo 2, quarto comma, del Trattato, l'IME ha anche tenuto consultazioni nel corso del 1996 con le autorità di vigilanza bancaria su numerose questioni che incidono sulla stabilità delle istituzioni e dei mercati finanziari. I temi più importanti che sono stati trattati sono i sistemi di controllo interno degli enti creditizi e i sistemi di diagnosi precoce (*early warning systems*). Per ciò che concerne le centrali dei rischi, è proseguita la collaborazione tra le BCN interessate.

#### *I sistemi di controllo interno*

I sistemi di controllo interno sono sempre stati un elemento importante della struttura operativa e gestionale degli enti creditizi. Negli anni più recenti una serie di fattori (la globalizzazione dei mercati, l'internazionalizzazione degli enti creditizi, l'innovazione finanziaria e lo sviluppo delle tecnologie informative) ha reso più complessa l'attività bancaria. Di conseguenza, la funzione di controllo interno ha assunto maggiore importanza per gli enti creditizi e, dal canto loro, le autorità di vigilanza stanno ponendo sempre più l'accento sull'adeguatezza dei sistemi di controllo interno in relazione alle specifiche caratteristiche assunte da alcune recenti crisi bancarie. In questo contesto, la questione dei sistemi di controllo interno degli enti creditizi è stata attentamente analizzata con l'obiettivo di identificare gli elementi che potrebbero essere utili, in particolare alle autorità di vigilanza bancaria, per valutare le caratteristiche e l'efficacia di questi sistemi. Il risultato più rilevante del lavoro compiuto in quest'area è stata la scelta di un insieme di principi basilari relativi a tutti quegli aspetti di un sistema di controllo interno ritenuti adeguati a promuovere l'adozione e il funzionamento di efficaci sistemi di controllo negli enti creditizi. A questo scopo, è stato necessario

trovare un compromesso tra l'esigenza di assicurare adeguati sistemi di controllo interno e la necessità di non imporre oneri eccessivi agli enti creditizi. Inoltre, il lavoro ha avuto il merito specifico di fornire una visione completa delle principali caratteristiche di un sistema di controllo interno.

Il lavoro si è concentrato su tre questioni principali. In primo luogo, si è giunti ad una definizione comune di "sistema di controllo interno" partendo dal lavoro svolto in questo campo da organizzazioni professionali internazionali. In secondo luogo, è stato identificato un insieme di principi fondamentali relativi a tutti gli aspetti rilevanti di un sistema di controllo interno ben strutturato. Questi principi si riferiscono al sistema nel suo complesso e a quattro aspetti correlati, vale a dire: l'organizzazione amministrativa, il controllo dei rischi, i sistemi informativi e i sistemi informativi elettronici. La maggior parte di questi principi rispecchia standard largamente diffusi a livello internazionale per imprese di ogni tipo, mentre altri sono specifici agli enti creditizi. Data la rilevanza assunta dalle tecnologie informatiche nel settore bancario, è stata rivolta particolare attenzione alla scelta delle regole per l'archiviazione e l'utilizzo elettronico dei dati. In terzo luogo, è stato adeguatamente considerato il ruolo dei vari soggetti coinvolti nell'ambito dei sistemi di controllo interno, sottolineando il ruolo fondamentale delle strutture decisionali di un ente creditizio (consiglio di amministrazione e alta dirigenza). È responsabilità ultima del consiglio di amministrazione assicurare l'efficacia del sistema di controllo interno, mentre l'alta dirigenza ha il compito di attuare la strategia fissata dal consiglio in materia. Particolare riferimento è fatto al ruolo positivo che potrebbe essere svolto, in alcuni paesi e poste determinate condizioni, da un comitato di *auditors* come organo consultivo del consiglio di amministrazione. Inoltre, si

chiarisce l'importanza dei compiti attribuiti ai revisori interni, così come il ruolo giocato dai revisori esterni, nel favorire l'introduzione e la gestione di efficaci sistemi di controllo interno negli enti creditizi.

Data l'importanza della questione, il relativo rapporto, in seguito all'approvazione da parte del Consiglio dell'IME, è stato inviato alla Comitato di Basilea sulla Vigilanza bancaria e alla Commissione consultiva per il settore bancario, oltre che ad un certo numero di autorità di vigilanza bancaria non UE.

### *I sistemi di diagnosi precoce*

Grazie ad un'indagine sul campo, è stato analizzato lo stato dell'arte dei sistemi di diagnosi precoce (*early warning systems*) e, in particolare, dei metodi impiegati dalle autorità di vigilanza bancaria per identificare, ad uno stadio iniziale, situazioni di instabilità finanziaria degli enti creditizi. Tale indagine ha mostrato che non esistono differenze rilevanti nell'approccio ai metodi di diagnosi precoce. L'intero processo di vigilanza cartolare è volto all'identificazione degli enti finanziariamente fragili ed è basato su informazioni complete di tipo qualitativo su tutti gli aspetti che potrebbero dar luogo a fragilità finanziaria nelle singole istituzioni. Ciò deriva dal fatto che la fragilità finanziaria può derivare da una qualsiasi delle tipologie di rischio inerenti l'attività bancaria.

Con riferimento alle principali caratteristiche dei sistemi di diagnosi precoce utilizzati dalle autorità di vigilanza bancaria, meritano considerazione i seguenti elementi. In primo luogo, la vigilanza preventiva si attua tramite l'identificazione del mancato rispetto potenziale o effettivo di standard quantitativi e qualitativi. Altri aspetti meno "tangibili" e meno formali possono altresì rivelarsi importanti nel processo di vigilanza preventiva. In secondo luogo, confronti all'interno di raggruppamenti omogenei di enti creditizi

svolgono un ruolo fondamentale per valutare la situazione dei singoli enti. L'analisi di tali raggruppamenti viene condotta per allertare l'autorità di vigilanza sul deterioramento della posizione di un singolo ente creditizio rispetto al gruppo di riferimento. In terzo luogo, in tutti i paesi UE le autorità di vigilanza utilizzano un insieme di dati quantitativi (ad esempio in relazione al capitale, alla qualità dell'attivo, alla redditività, alla liquidità, alla concentrazione dell'attivo sia in riferimento all'ammontare complessivo delle esposizioni di maggiore importo sia all'esposizione nei confronti di singoli settori) e di dati qualitativi (ad esempio riguardanti la qualità del management, dei sistemi di controllo interno, della strategia aziendale). Tuttavia, i dati utilizzati differiscono nei dettagli; in particolare, difformità sono state osservate nell'utilizzo di dati macroeconomici.

Benché non vi siano differenze di fondamentale importanza nell'approccio sottostante ai sistemi di diagnosi precoce, il grado di formalizzazione del calcolo del rischio è variabile. Alcuni paesi hanno sviluppato sistemi di valutazione del rischio maggiormente formalizzati che utilizzano strutture di elaborazione elettronica dei dati. Tuttavia, persino dove sono utilizzati sistemi formalizzati, il loro responso (in termini di *rating*, classificazioni, valutazioni delle istituzioni) non conduce ad una risposta automatica dell'autorità di vigilanza, in quanto fattori soggettivi o elementi di discrezionalità possono avere importanza cruciale. Questi sistemi rappresentano uno dei vari strumenti utilizzati nell'ambito del processo di vigilanza preventiva.

Dato che la qualità dell'attivo riveste un'importanza fondamentale per la solidità finanziaria degli enti creditizi, nell'ambito dell'indagine sono state analizzate in maggiore dettaglio le definizioni di "crediti in sofferenza e di dubbia esigibilità" e di accantonamenti a fondi svalutazione. A questo proposito, le Direttive UE in materia contabile formano la base della normativa

nazionale e della prassi contabile in tutti i paesi UE. Tuttavia, le Direttive UE non forniscono una precisa definizione del concetto di crediti in sofferenza e di dubbia esigibilità. La normativa in vigore nei singoli Stati membri definisce invece tale concetto e stabilisce le regole in base alle quali debbono essere effettuati i relativi accantonamenti. Normativa e prassi sono però differenti sotto diversi aspetti. In generale, alcuni paesi sembrano adottare un approccio più prescrittivo, obbligando gli enti creditizi ad effettuare accantonamenti secondo una misura prestabilita al verificarsi di determinate condizioni, mentre altri paesi si affidano maggiormente alle valutazioni effettuate dai singoli enti e dai loro revisori esterni.

L'indagine costituisce un documento di riferimento per uso interno delle autorità di vigilanza bancaria della UE e rappresenta un contributo, in uno spirito di cooperazione, per l'ulteriore sviluppo dei sistemi di diagnosi precoce, un'area nella quale è prevista una continuazione dei lavori. È in programma un'analisi più dettagliata dell'impiego dei dati macroeconomici nel processo di vigilanza preventiva e dell'evoluzione delle prassi aziendali più diffuse riguardanti gli accantonamenti a fronte di crediti in sofferenza e di dubbia esigibilità.

### ***Le centrali dei rischi***

È continuata la collaborazione tra le centrali dei rischi attualmente esistenti in sette Stati membri (Belgio, Germania, Spagna, Francia, Italia, Austria e Portogallo). Il principale obiettivo in questo ambito resta quello dell'apertura delle centrali a livello transnazionale al fine di garantire l'accesso ai dati raccolti presso di esse alle istituzioni dichiaranti. Per quanto concerne l'assetto normativo, in Portogallo il regolamento riguardante la centrale nazionale è stato emendato nel 1996 per rimuovere gli ostacoli che impedivano la diffusione transfrontaliera delle informazioni. Pertanto,

non esistono al momento restrizioni normative all'apertura transfrontaliera delle centrali in quattro paesi, mentre nei rimanenti tre le rispettive BCN rimangono impegnate a promuovere l'adozione delle necessarie misure per la rimozione alla prima favorevole occasione.

Strumenti e modalità utilizzati dalle centrali dei rischi sono soggetti ad un periodico processo di aggiornamento e revisione. Questo è fondamentale per assicurare che i sistemi mantengano un soddisfacente grado di efficacia nel contesto della continua evoluzione del mondo finanziario. La collaborazione tra centrali mira al controllo di tale processo e a perseguire, ove opportuno, la possibile convergenza delle loro principali caratteristiche. In questo ambito, è stata affrontata la questione della possibile inclusione nelle centrali dei dati riguardanti il rischio di credito associato alle transazioni in strumenti derivati. Questo è avvenuto in risposta alla recente decisione in tre paesi di estendere, anche se in forme diverse, gli ambiti di rilevazione delle centrali fino ad includere le operazioni in derivati. La cooperazione su questa specifica materia rappresenta un'opportunità per le altre centrali di ottenere informazioni utili ad una riflessione sulla possibilità di seguire la stessa strada.

Le centrali dei rischi sono una preziosa fonte di informazioni che può essere sfruttata anche dal punto di vista statistico per analizzare alcuni aspetti dei sistemi finanziari nazionali. Un primo tentativo in questa direzione è stato fatto tramite un'indagine condotta in quattro paesi UE che si è concentrata sulla relazione tra gli enti creditizi e i clienti e, in particolare, sul problema del "pluriaffidamento", cioè di quei casi in cui le necessità finanziarie di un'impresa sono soddisfatte da un elevato numero di enti creditizi.

## **4 L'amministrazione dei meccanismi dello SME e dei prestiti comunitari**

I compiti operativi dell'IME riguardano la gestione dei meccanismi del Sistema Monetario Europeo (SME) - il meccanismo di finanziamento a brevissimo termine, il meccanismo di sostegno monetario a breve termine e la creazione di ECU ai fini dell'attuazione dell'Accordo SME - e la gestione di operazioni di assunzione ed erogazione di prestiti effettuate dalla Comunità in base al meccanismo unico di sostegno finanziario a medio termine.

### *I meccanismi dello SME*

L'IME svolge le operazioni connesse alla creazione, all'utilizzo e alla remunerazione degli ECU ufficiali. Gli ECU ufficiali sono emessi in favore delle banche centrali UE a fronte del conferimento del 20 per cento delle loro disponibilità in oro e delle riserve ufficiali lorde di dollari statunitensi attraverso *revolving swap*. Il conferimento è obbligatorio per le banche centrali aderenti agli Accordi Europei di Cambio (AEC) e volontario per le banche centrali non aderenti. Le operazioni di *swap* sono rinnovate ogni tre mesi, consentendo così di effettuare i necessari aggiustamenti in modo da, in primo luogo, assicurare che il conferimento di ciascuna banca centrale della UE 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, in secondo luogo, tenere conto delle variazioni del prezzo dell'oro e del tasso di cambio del dollaro USA nei confronti dell'ECU ufficiale. I risultati di queste operazioni sono riportati nel bilancio dell'IME allegato al presente Rapporto.

Nel corso del 1996 il marco finlandese ha aderito agli AEC con effetto dal 14 ottobre, e la lira italiana è rientrata nell'ambito degli Accordi con effetto dal 25 novembre. Poiché entrambi i paesi avevano già preso

parte al meccanismo di *swap* su base volontaria, il loro ingresso nell'ambito degli AEC non ha avuto impatto sulle operazioni di *swap* in ECU dell'IME.

Gli ECU ufficiali emessi dall'IME, sulla base dell'ultima operazione di *swap* a tre mesi nel periodo di riferimento, effettuata il 10 gennaio 1997, hanno raggiunto i 60,1 miliardi. Rispetto al gennaio 1996, la consistenza di ECU è aumentata di oltre 6 miliardi. L'aumento è stato principalmente determinato da un incremento del tasso di cambio dollaro USA/ECU e da un aumento del volume totale dei contributi dalle riserve in dollari statunitensi da parte delle banche centrali della UE partecipanti alle operazioni di *swap* in ECU con l'IME.

Oltre alla creazione di ECU ufficiali, l'IME registra sui suoi libri contabili i trasferimenti di ECU tra le banche centrali partecipanti e gli "Altri detentori". Nel 1996 tali trasferimenti hanno prodotto una diminuzione di 7,98 miliardi delle posizioni nette in ECU, che hanno così raggiunto i 63,5 miliardi. Il saldo restante riflette l'acquisizione di ECU attraverso operazioni di *swap* da parte della Banca Nazionale Svizzera, che gode lo status di "Altro detentore" di ECU, nei confronti di due banche centrali della UE. Il meccanismo di mobilitazione degli ECU è rimasto inattivo sin dal 1986. Il meccanismo di finanziamento a brevissimo termine (VSTF) non è stato utilizzato nel 1996, né lo è stato il meccanismo di sostegno monetario a breve termine. Quest'ultimo non è stato attivato dal 1974.

### *I prestiti comunitari*

Ai sensi dell'articolo 109f, paragrafo 2, del Trattato e dell'articolo 11 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 unico di sostegno 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 nelle rispettive bilance 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 1996 l'IME ha continuato a ricevere dai prenditori di fondi (Grecia e Italia) e a pagare ai creditori della Comunità le somme dovute a titolo di capitale, 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 1995 e 1996.

**Tavola 13**

### **Prestiti comunitari**

*(in essere al 31 dicembre; in milioni)*

	Prestiti denominati in marchi tedeschi		Prestiti denominati in ECU		Prestiti totali in ECU	
	1995	1996	1995	1996	1995	1996
Grecia	536	...	740	500	1.024	500
Italia	3.900	3.900	1.975	1.475	4.045	3.479
<b>Totale</b>	<b>4.436</b>	<b>3.900</b>	<b>2.715</b>	<b>1.975</b>	<b>5.069</b>	<b>3.979</b>

Fonte: IME.

## 5 Le funzioni consultive

L'articolo 109f, paragrafo 6, del Trattato che istituisce la Comunità Europea e l'articolo 5, paragrafo 3, dello Statuto dell'IME dispongono che l'Istituto Monetario Europeo sia consultato dal Consiglio dell'Unione Europea 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 su disegni di legge delle autorità nazionali sono fissati dalla Decisione del Consiglio del 22 novembre 1993 n.93/717, che, all'articolo I, stabilisce che "gli Stati membri consultano l'IME su ogni disegno di legge facente parte dell'area di sua competenza in conformità a quanto previsto dall'articolo 109f del Trattato e in particolare 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 dei mercati finanziari".

Nel 1996 sono pervenute sedici richieste di consultazione, di cui sei provenienti dal Consiglio dell'Unione Europea, tre dalla Commissione europea e sette dalle autorità nazionali.



### Procedure di consultazione

Nr.	Richiedente	Argomento
1	Commissione europea	Indici armonizzati dei prezzi al consumo
2	Consiglio UE	Riorganizzazione e liquidazione di istituti di credito e sistemi di garanzia sui depositi
3	Svezia	Cessazione del supporto bancario
4	Irlanda	Statuto della Banca Centrale d'Irlanda
5	Finlandia	Statuto della Suomen Pankki
6	Commissione europea	Indici armonizzati dei prezzi al consumo
7	Consiglio UE	Direttiva sul rapporto di solvibilità
8	Consiglio UE	Prima Direttiva Bancaria, Direttiva sul rapporto di solvibilità e Direttiva sull'adeguatezza del capitale
9	Consiglio UE	Direttiva sulla definitività del regolamento e sulle garanzie
10	Belgio	Statuto della Banca Nazionale del Belgio
11	Commissione europea	Indici armonizzati dei prezzi al consumo
12	Danimarca	Fondi comuni di investimento in titoli negoziabili (UCITS)
13	Consiglio UE	Introduzione dell'euro
14	Consiglio UE	Procedure sui deficit eccessivi
15	Svezia	Garanzie
16	Belgio	Statuto della Banca Nazionale del Belgio

La tavola 14 riassume le procedure di consultazione che hanno condotto all'emanazione di pareri da parte dell'IME.

In tali consultazioni, l'IME ha principalmente valutato la compatibilità delle proposte legislative con il Trattato; tuttavia sono stati

anche esaminati l'impatto potenziale sull'assetto futuro per la Terza Fase della UEM e, ove ritenuto opportuno, l'eventuale influenza della legislazione sulla stabilità degli istituti e dei mercati finanziari.

## **6 La verifica della conformità al divieto di finanziamento monetario e di accesso privilegiato**

Nel 1996 l'IME ha continuato a verificare il comportamento delle banche centrali rispetto agli obblighi derivanti dagli articoli 104 e 104a del Trattato e dai Regolamenti del Consiglio (CE) nn. 3603/93 e 3604/93<sup>1</sup>. La Commissione europea controlla il rispetto da parte dei paesi membri di queste disposizioni.

Nel 1996 i requisiti previsti dal Trattato hanno continuato ad essere ampiamente rispettati dalle banche centrali della UE. Nel corso del 1996 e all'inizio del 1997 sono stati definitivamente corretti sia le restanti

imperfezioni emerse nella transizione verso i nuovi assetti sia i problemi tecnici verificatisi nell'attuazione delle nuove regole.

L'IME verifica anche la compatibilità degli acquisti da parte delle banche centrali di strumenti di debito del settore pubblico sul mercato secondario. Benché l'acquisizione di strumenti di debito del settore pubblico sul mercato secondario sia generalmente conforme al Trattato, tali acquisti non devono essere utilizzati per aggirare il portato dell'articolo 104 del Trattato.

---

<sup>1</sup> Per ulteriori informazioni sul quadro giuridico di tale argomento cfr. il Rapporto Annuale 1994 dell'IME (Capitolo III, B).

## **7 La cooperazione con altre istituzioni**

L'IME ha continuato a cooperare strettamente con altri organismi dell'Unione Europea in varie forme e a vari livelli. Il Presidente del Consiglio dell'Unione Europea e un membro della Commissione europea hanno partecipato alle riunioni del Consiglio dell'IME, e il Presidente dell'Istituto Monetario Europeo ha partecipato alle riunioni del Consiglio dell'Unione Europea ogni qualvolta siano state discusse questioni relative agli obiettivi e ai compiti dell'IME. Ciò ha comportato la sua partecipazione alle riunioni informali del Consiglio ECOFIN, dove sono state discusse le questioni concernenti i nuovi Accordi Europei di Cambio (AEC II) e la definizione della cooperazione nell'ambito della politica monetaria e di cambio tra l'area dell'euro e gli altri Stati membri della UE (cfr. il Capitolo II Sezione 2.1). Il Presidente ha anche preso parte alle riunioni di giugno e dicembre del Consiglio europeo per le parti riguardanti la UEM. Nel giugno del 1996 egli si è anche presentato di fronte al Parlamento Europeo in seduta plenaria per illustrare il Rapporto Annuale IME 1995, mentre nel novembre 1996 ha presentato il rapporto "I progressi verso la convergenza 1996" alla commissione competente per le questioni monetarie.

A livello operativo, rappresentanti di grado elevato dell'IME hanno regolarmente partecipato alle riunioni del Comitato monetario in qualità di osservatori. Stretti rapporti di lavoro esistono con le competenti Direzioni generali della Commissione

europea, i cui esponenti partecipano anche alle riunioni di taluni gruppi di lavoro dell'IME. Nel campo delle statistiche, l'IME ha ulteriormente migliorato le sue procedure di cooperazione con l'EUROSTAT, l'Ufficio Statistico della Commissione europea, ed è rappresentato da tre funzionari nel Comitato per le Statistiche Monetarie, Finanziarie e di Bilancia dei Pagamenti. Inoltre, l'IME ha continuato a cooperare con i direttori delle Zecche nazionali, che rappresentano le istituzioni responsabili della produzione delle monete metalliche che saranno immesse in circolazione accanto alle banconote in euro nella Terza Fase.

Circa i contatti con istituzioni esterne alla Comunità, la "procedura di concertazione" si è confermata un foro prezioso per lo scambio tra esperti del settore dei cambi delle banche centrali della UE e quelli di Canada, Giappone, Norvegia, Svizzera e Stati Uniti di dati sugli andamenti dei mercati dei cambi, sugli interventi e su altre operazioni ufficiali in valuta. Sono proseguite, tra l'IME e le banche centrali di Norvegia e Svizzera, le consultazioni su materie di comune interesse e persistono le buone relazioni con il Fondo monetario internazionale e la Banca mondiale. Importanti rapporti sono stati anche mantenuti con la Banca dei regolamenti internazionali (BRI). Nel 1996 l'IME ha anche iniziato ad intrattenere relazioni con le banche centrali dei paesi associati dell'Europa centrale e orientale e degli altri paesi che hanno fatto richiesta di associazione.

# **Bilancio dell'IME**

## Stato Patrimoniale al 31 dicembre 1996

ECU

### Attività

	1996	1995
<b>I Attività connesse con lo SME</b>		
Oro	27.816.645.173	27.204.932.117
Dollari USA	31.710.534.867	27.015.081.233
	<u>59.527.180.040</u>	<u>54.220.013.350</u>
<b>II Altre Attività</b>		
(1) Contante e conti bancari a vista	11.013.442	490.709
(2) Depositi a termine	628.044.375	597.168.977
(3) Titoli	0	31.326.075
(4) Immobilizzazioni materiali	7.815.279	8.809.555
(5) Altre attività	841.986	1.243.530
	<u>647.715.082</u>	<u>639.038.846</u>
<b>Totale Attività (I e II)</b>	<b><u>60.174.895.122</u></b>	<b><u>54.859.052.196</u></b>
Conto d'ordine: Crediti a termine in ECU (derivanti dallo <i>swap</i> trimestrale)	59.527.180.040	54.220.013.350

ECU

**Passività**

	1996	1995
<b>I Passività connesse con lo SME</b>		
ECU conferiti alle banche centrali nazionali	59.527.180.040	54.220.013.350
	<u>59.527.180.040</u>	<u>54.220.013.350</u>
<b>II Altre Passività</b>		
(1) Creditori e altre passività	4.200.209	3.469.106
(2) Fondo pensioni e per obblighi similari	3.742.631	1.958.363
(3) Altri fondi di accantonamento	7.074.292	5.258.218
(4) Contributi da parte delle banche centrali nazionali (ai sensi dell'art. 16.2 dello Statuto)	615.573.495	615.573.495
(5) Fondo di rivalutazione	0	243.514
(6) Fondo di riserva generale	12.536.150	0
(7) Utile di esercizio	4.588.305	12.536.150
	<u>647.715.082</u>	<u>639.038.846</u>
<b>Totale Passività (I e II)</b>	<b><u>60.174.895.122</u></b>	<b><u>54.859.052.196</u></b>

Conto d'ordine:

Debiti a termine in oro  
e in dollari USA

(derivanti dallo swap trimestrale)

59.527.180.040

54.220.013.350

## Conto Profitti e Perdite per l'anno 1996

ECU

	1996	1995
<b>Rendite</b>		
Interessi su titoli	44.532.696	45.439.252
	<hr/>	<hr/>
<b>Totale Rendite</b>	<b>44.532.696</b>	45.439.252
	<hr/>	<hr/>
<b>Spese</b>		
Costi per il personale	18.157.530	15.039.033
Altre spese amministrative	18.936.144	15.775.583
Ammortamento immobilizzazioni materiali	2.084.941	2.449.521
	<hr/>	<hr/>
<b>Totale spese</b>	<b>39.178.615</b>	33.264.137
	<hr/>	<hr/>
Rendite straordinarie	96.523	361.035
meno:		
Minusvalenze	(862.299)	0
	<hr/>	<hr/>
<b>Utile di esercizio</b>	<b>4.588.305</b>	12.536.150
	<hr/>	<hr/>

Francoforte sul Meno,  
12 febbraio 1997

**ISTITUTO MONETARIO EUROPEO**

A. Lamfalussy  
Presidente

## I Criteri di redazione del bilancio

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

1.2 Sebbene l'IME, in quanto ente comunitario, non sia soggetto alle leggi e 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".

1.3 Le attività e passività connesse con lo SME sono indicate al costo. I titoli non immobilizzati sono indicati al valore di mercato di fine anno. Le immobilizzazioni finanziarie sono indicate al costo di acquisizione, dedotti eventuali accantonamenti a fronte di svalutazioni permanenti. Tutte le altre attività e passività finanziarie sono indicate al valore nominale.

1.4 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; ad esempio:

Apparecchiature, mobili ed impianti	10 anni
Computers, hardware connesso, software e autovetture	4 anni

1.5 Prescindendo dalle attività e passività connesse con lo SME e dalle immobilizzazioni finanziarie, 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, relative al 31 dicembre 1996, oppure ai tassi di chiusura di mercato per quella data. Le operazioni in valuta riportate nel Conto Profitti e Perdite sono valutate alla media dei tassi ufficiali registrati per l'anno 1996. Le immobilizzazioni finanziarie in valuta sono convertite ai tassi di cambio a pronti alla data di acquisizione.

1.6 Le rendite e le spese sono contabilizzate secondo il criterio della competenza. Le plusvalenze derivanti dalla rivalutazione delle attività rispetto al prezzo di acquisto non sono imputate al conto economico come componenti positive di reddito ma iscritte in un fondo di rivalutazione; le minusvalenze sono portate in diminuzione delle precedenti plusvalenze attribuite al fondo di rivalutazione e, per la parte eventualmente eccedente, imputate al conto economico.

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

## 2 Note allo Stato Patrimoniale

### 2.1 Attività e passività connesse con lo 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 in dollari USA. Queste operazioni sono descritte nel Capitolo III, Sezione 4 del presente Rapporto. Le attività e passività relative alle suddette operazioni sono indicate nei libri contabili dell'IME. Queste poste non sono produttive 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 tal caso, i pagamenti sono bilanciati dagli interessi dovuti dalle banche centrali i cui debiti a termine in ECU eccedano l'ammontare degli ECU posseduti.

### 2.2 Altre attività

Il (1) *Contante e conti bancari a vista*: le disponibilità liquide operative sono affluite su un conto corrente bancario denominato in marchi tedeschi, valuta in cui sono regolate quasi tutte le transazioni correnti dell'IME. Questo conto è stato utilizzato esclusivamente per esiti ed introiti concernenti l'ordinaria attività amministrativa dell'IME. Le altre disponibilità liquide non investite sono depositate su di un conto fruttifero con preavviso di un giorno in marchi tedeschi.

Il (2) *Depositi a termine*: come stabilito dal Rapporto Annuale per il 1995, 597,2 milioni di ECU delle risorse conferite dalle banche centrali della UE ai sensi dell'articolo 16.2 dello Statuto dell'IME sono stati collocati

nel gennaio 1995 in depositi vincolati per un termine fisso di tre anni, al fine di produrre il reddito ritenuto necessario per coprire le spese amministrative dell'IME. Tali depositi costituiscono un'immobilizzazione finanziaria dell'IME. Al 31 dicembre 1996 risultano investiti in depositi a breve termine altri 30,8 milioni di ECU derivanti dalle disponibilità liquide dell'IME.

Il (3) *Titoli*: Altre disponibilità liquide sono state investite, di tanto in tanto, in buoni del Tesoro della Repubblica Federale Tedesca o in titoli a sconto emessi dalla BRI. Al 31 dicembre 1996 l'IME non possedeva tali tipologie di titoli.

Il (4) *Immobilizzazioni materiali*: al netto di ammortamenti cumulativi per 4,8 milioni di ECU, a fine anno queste comprendevano:

	ECU	
	1996	1995
Installazioni speciali	3.632.708	4.717.153
Altre apparecchiature	1.858.180	2.037.679
Computers e Software	2.231.547	1.922.277
Altro	92.844	132.446
Totale	7.815.279	8.809.555

La voce "installazioni speciali" comprende i costi capitalizzati relativi a installazioni speciali, impianti e apparecchiature, realizzati negli uffici dell'IME presso l'Eurotower, necessari per far fronte alle sue specifiche esigenze operative.

Il (5) *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. Tali imposte sono liquidabili ai sensi dell'articolo 3 del Protocollo sui privilegi e sulle immunità delle Comunità Europee, che si applica anche all'IME in virtù dell'articolo 21 del suo Statuto.

### 2.3 Altre passività

Il (1) *Creditori e altre passività*: questa posta comprende principalmente i pagamenti dovuti ai fornitori, le ritenute alla fonte sugli stipendi da versare alle Comunità Europee e i contributi pensionistici con i relativi interessi, da rimborsare al personale. Il personale dipendente contribuisce al programma pensionistico in misura percentuale rispetto alla propria retribuzione base (tali 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 liquidabili al termine del contratto di impiego, unitamente agli interessi maturati sugli stessi.

Il (2) *Fondo pensioni e per obblighi similari*: questa posta comprende il totale dei contributi versati dall'IME al programma pensionistico. Tali contributi sono necessari per far fronte al trattamento di fine rapporto e a eventuali pensioni di invalidità.

Il (3) *Altri fondi di accantonamento*: questa posta comprende i fondi accantonati per la sistemazione dei locali adibiti a uffici dell'IME alla conclusione del rapporto di locazione, per l'affitto degli uffici e per oneri in essere nel 1996, per il regolamento finale dei lavori connessi con la sistemazione dei locali e per la produzione del Rapporto Annuale e del bilancio per il 1996.

Il (4) *Contributi da parte delle banche centrali della UE*: questa posta rappresenta i contributi versati, ai sensi dell'articolo 16.2 dello Statuto, dalle banche centrali della UE, come qui di seguito in dettaglio:

Banca centrale	ECU
Belgio	17.235.643
Danimarca	10.464.542
Germania	138.808.404
Grecia	12.311.159
Spagna	54.476.907
Francia	104.644.800
Irlanda	4.924.381
Italia	97.565.912
Lussemburgo	923.360
Paesi Bassi	26.161.252
Austria	14.162.957
Portogallo	11.387.902
Finlandia	10.160.382
Svezia	17.857.642
Regno Unito	94.488.252
Totale	615.573.495

Il (5) *Fondo di rivalutazione*: nel corso del 1996 il deprezzamento del marco tedesco rispetto all'ECU ha determinato una minusvalenza sul valore netto delle attività detenute, ovvero denominate, in marchi tedeschi. Tale perdita è stata parzialmente compensata dalle precedenti plusvalenze imputate a questo conto. La differenza è stata portata a diminuzione dei profitti (cfr. la nota 1.6 nella Sezione "Criteri di redazione del bilancio" e la nota 3.4, infra).

Il (6) *Fondo di riserva generale*: Questo fondo contiene profitti accumulati e non distribuiti nel corso degli anni precedenti. cfr. veda anche la nota 3.5, infra.

Il (7) *Utile per l'anno*: cfr. la nota 3.5, infra.

### 3 Note al Conto profitti e perdite

#### 3.1 Rendite

*Rendite da interessi:* questa posta riguarda interessi pari a 43,5 milione di ECU percepiti sui depositi a termine e 1,0 milioni di ECU derivante dall'investimento delle disponibilità liquide (cfr. note sotto la voce "Altre attività").

#### 3.2 Spese

*Costi per il personale:* questa posta comprende gli stipendi e le indennità di base (15,6 milioni di ECU), nonché i contributi a carico del datore di lavoro per pensioni e assicurazioni per malattia o infortuni (2,6 milioni di ECU), con riferimento al personale dell'IME. 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 retributivo delle Comunità Europee.

Organico permanente (al 31 dicembre)	1996	1995
Dirigenti di grado superiore	6	6
Dirigenti	36	26
Quadri	90	81
Operativi	85	80
Totale	217	193

Il numero dei dipendenti nel 1996 è stato di 202 elementi, rispetto ai 166 del 1995. Durante il 1996, 33 dipendenti sono stati assunti e 9 hanno rassegnato le dimissioni.

*Altre spese d'amministrazione:* in questa posta rientrano tutte le altre spese correnti, quali gli affitti, la manutenzione degli immobili e delle apparecchiature, i beni e le attrezzature di natura non capitalizzabile, gli onorari professionali e altri servizi e forniture,

nonché le spese sostenute per l'assunzione, il trasferimento e la sistemazione del personale.

#### 3.3 Rendite straordinarie

Questa posta rappresenta le rendite straordinarie derivanti principalmente dalla "liberazione" degli accantonamenti fatti a fine 1995 per spese previste in quell'anno, ora non più necessari.

#### 3.4 Minusvalenze

Le minusvalenze sulle attività detenute o denominate in marchi tedeschi eccedenti il fondo di rivalutazione sono state portate a diminuzione dei profitti (cfr. la nota II (5) sotto la voce "Altre passività").

#### 3.5 Ripartizione dell'Utile

In linea con il disposto dell'articolo 17.5 dello Statuto dell'IME, l'utile d'esercizio dell'IME sarà trasferito nell'ordine seguente:

(a) un ammontare, che verrà determinato dal Consiglio dell'IME, sarà trasferito al fondo di riserva generale dell'IME;

(b) l'utile residuo sarà distribuito alle banche centrali nazionali conformemente allo schema richiamato nell'articolo 16.2.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Nella riunione del 4 Marzo 1997 il Consiglio ha determinato che l'intero utile per l'esercizio 1996 sia trasferito al fondo di riserva generale.

Al Presidente e al Consiglio  
dell'Istituto Monetario Europeo

Francoforte sul Meno

Abbiamo esaminato l'accluso bilancio dell'Istituto Monetario Europeo. La Direzione dell'Istituto Monetario Europeo è responsabile della redazione dei conti. Noi abbiamo dovuto formarci un'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 verifiche a campione della documentazione comprovante gli importi e le informazioni contenute nei conti annuali. Essa include altresì un giudizio sulle stime e sulle valutazioni significative compiute ai fini della redazione dei conti annuali, nonché sulla rispondenza dei criteri di redazione del bilancio alla reale situazione 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 I della relativa nota integrativa, rappresentano in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria dell'Istituto Monetario Europeo al 31 dicembre 1996 e il risultato economico dell'esercizio conclusosi in tale data.

Francoforte sul Meno, 12 febbraio 1997

C&L TREUARBEIT  
DEUTSCHE REVISION Aktiengesellschaft

(Wagener)  
Revisore

(Kern)  
Revisore

## **Allegati**

## Glossario

**Accesso remoto a un IFTS:** servizio che permette ad un istituto di credito situato in un paese ("paese d'origine") di partecipare direttamente ad un *sistema interbancario di trasferimento fondi (IFTS)* situato in un altro paese ("paese ospite") e che, a questo scopo, permette di detenere un conto di regolamento a proprio nome presso la banca centrale del paese ospite, se necessario, senza possedere una filiale in quel paese.

**AEC (Accordi Europei di Cambio):** il meccanismo di cambio e di intervento dello *SME* definisce il cambio delle valute partecipanti in termini di un tasso centrale rispetto all'*ECU*. I tassi centrali sono utilizzati per determinare una griglia di tassi di cambio bilaterali tra le valute partecipanti. I tassi di cambio possono fluttuare intorno ai tassi centrali bilaterali entro margini di fluttuazione. Questi margini sono stati fissati a  $\pm 15$  per cento a partire dal 2 agosto 1993. In seguito a un accordo bilaterale tra la Germania e i Paesi Bassi, il margine di fluttuazione tra il marco tedesco e il fiorino olandese è stato mantenuto invariato a  $\pm 2,25$  per cento. Gli aggiustamenti dei tassi centrali prevedono il mutuo accordo di tutti i Paesi che partecipano agli AEC.

**AEC II:** nuovi Accordi Europei di Cambio che sostituiranno gli attuali *AEC* e che forniranno l'assetto per la cooperazione nella politica dei tassi di cambio tra l'area dell'euro e gli Stati membri partecipanti dall'inizio della Terza Fase. L'adesione sarà volontaria; tuttavia, ci si può aspettare che gli Stati membri della UE con deroga diventino parte degli accordi. I principi fondamentali e le caratteristiche operative sono stati stabiliti nel corso del vertice del Consiglio europeo di Dublino tenutosi il 13 e 14 dicembre 1996; attualmente si stanno predisponendo i relativi testi legislativi che formeranno la base degli accordi (una risoluzione del Consiglio europeo e un accordo tra la BCE e le banche centrali nazionali non partecipanti all'area dell'euro).

**Agente di regolamento:** l'istituto che gestisce il regolamento finale di una compensazione (ad esempio la determinazione delle posizioni di regolamento, il controllo dello scambio dei pagamenti, ecc.) per i sistemi di trasferimento o altri meccanismi che necessitano di regolamento.

**Area dell'euro:** area comprendente quegli Stati membri che avranno adottato l'euro come moneta unica secondo quanto previsto dal *Trattato* e in cui sarà attuata una politica monetaria unica sotto la responsabilità degli organi decisionali della *BCE (Consiglio direttivo della BCE; Comitato esecutivo della BCE)*.

**Associazione Bancaria per l'ECU (ABE):** organizzazione tra banche creata nel 1985 con il supporto delle istituzioni europee allo scopo di: promuovere l'uso dell'*ECU* nelle transazioni commerciali e finanziarie; gestire e sviluppare il Sistema di Compensazione e Regolamento dell'*ECU*; fungere da corpo rappresentativo e da foro di discussione per tutte le questioni relative all'uso dell'*ECU*.

**Asta a tasso fisso:** procedura d'asta in cui il tasso di interesse viene preventivamente fissato dalla banca centrale e le controparti partecipanti indicano l'ammontare di fondi che intendono negoziare al tasso di interesse stabilito. Cfr. anche *asta a tasso variabile*.

**Asta a tasso variabile:** procedura d'asta in cui le controparti indicano sia l'ammontare complessivo che intendono negoziare con la banca centrale sia il tasso di interesse al quale intendono effettuare la transazione. Cfr. anche *asta a tasso fisso*.

**Asta standard:** procedura d'asta utilizzata dal *SEBC* nelle operazioni regolari di mercato aperto. Le aste standard sono effettuate nell'arco di 24 ore. Tutte le controparti che soddisfino i requisiti generali di partecipazione sono autorizzate a presentare offerte alle aste standard.

**Asta veloce:** procedura d'asta utilizzata dal *SEBC* principalmente per operazioni di *fine-tuning* quando si desidera ottenere un rapido impatto sulla situazione di liquidità del mercato. Le aste veloci sono effettuate nell'arco di un'ora e la partecipazione è consentita solo a un numero limitato di controparti

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

**BCE (Banca Centrale Europea):** la BCE avrà personalità giuridica. Ad essa spetta lo svolgimento dei compiti conferiti al *SEBC*, tramite le proprie strutture ai sensi del proprio Statuto o tramite le banche centrali nazionali. In conformità al Trattato, la BCE ricorrerà alle banche centrali nazionali per l'esecuzione di operazioni che fanno parte del *SEBC* ove possibile ed appropriato.

**Borsellino elettronico: carta pre-pagata multiuso** ricaricabile che può essere utilizzata per acquistare beni e servizi in una serie di punti vendita al dettaglio o per altre operazioni di pagamento al posto delle monete.

**Carta pre-pagata multiuso:** una carta di credito che può essere utilizzata con le interfacce di numerosi fornitori di servizi per un'ampia gamma di finalità, la quale è potenzialmente impiegabile su scala nazionale e internazionale, ma il cui uso potrebbe a volte essere limitato ad una certa area. Nota anche come *borsellino elettronico*.

**Centrale dei rischi:** sistema di informazione progettato per fornire agli istituti di credito, alle banche centrali e ad altre autorità di vigilanza dati relativi all'indebitamento di società e privati nei confronti dell'intero sistema bancario.

**Comitato esecutivo della BCE:** organo decisionale della *BCE*, responsabile dell'attuazione della politica monetaria secondo le linee-guida e i provvedimenti adottati dal *Consiglio direttivo della BCE*. Esso sarà composto dal Presidente, dal Vicepresidente e da un minimo di due a un massimo di quattro altri membri, nominati tra personalità di riconosciuto prestigio ed esperienza professionale nel settore monetario e bancario, di comune accordo con i governi degli Stati membri della *area dell'euro* a livello di Capi di Stato o di Governo, su raccomandazione del *Consiglio*, dopo aver sentito il *Parlamento Europeo* e il *Consiglio direttivo della BCE*.

**Comitato monetario:** organo consultivo della Comunità, composto da due rappresentanti di ogni Stato membro che partecipano a titolo personale (normalmente, un rappresentante del governo e uno della banca centrale) e due rappresentanti della *Commissione europea*. È stato creato nel 1958 sulla base dell'articolo 105 del *Trattato CEE*. Al fine di promuovere il coordinamento delle politiche degli Stati membri nella misura necessaria per il pieno funzionamento del mercato interno, l'articolo 109c del Trattato elenca una serie di aree per le quali il Comitato monetario contribuisce alla preparazione del lavoro del *Consiglio*. All'inizio della Terza Fase (*Unione Economica e Monetaria*), il Comitato monetario sarà sciolto e al suo posto sarà creato il *Comitato economico e finanziario*.

**Commissione europea:** istituzione della Comunità europea che assicura l'applicazione delle disposizioni del *Trattato*, ha potere di iniziativa in materia di politiche comunitarie, propone la legislazione comunitaria ed esercita poteri in aree specifiche. Nel campo della politica economica, la Commissione formula linee-guida generali per le politiche economiche della Comunità e riferisce al *Consiglio* sulle politiche e sui risultati economici. Controlla l'evoluzione delle finanze pubbliche e avvia le procedure sui deficit eccessivi. È composta da venti membri, di cui due provenienti da Germania, Spagna, Francia, Italia e Regno Unito, e uno da ciascuno degli altri Stati membri.

**Consiglio (dell'Unione Europea):** composto dai rappresentanti dei governi degli Stati membri, in linea generale dai Ministri responsabili delle materie in esame (ad esso perciò si fa riferimento come *Consiglio dei Ministri*). La riunione del Consiglio composta dai Ministri delle Finanze e dell'Economia è generalmente denominata *Consiglio ECOFIN*. In circostanze speciali, in particolare ai sensi dell'articolo 109j del *Trattato*, la riunione del Consiglio si compone dei Capi di Stato o di Governo (cfr. anche *Consiglio europeo*).

**Consiglio direttivo della BCE:** composto dai membri del *Comitato esecutivo della BCE* e dai governatori delle banche centrali nazionali dei paesi partecipanti all'*area dell'euro*: esso costituirà il massimo organo decisionale della *BCE*, che adotterà le linee-guida e i provvedimenti necessari per garantire l'espletamento dei compiti affidati al *SEBC* secondo quanto stabilito dal *Trattato* e dallo Statuto del *SEBC*.

**Consiglio europeo:** fornisce all'Unione Europea il necessario impulso allo sviluppo delle sue attività e ne definisce le linee politiche generali. Esso si compone dei Capi di Stato o di Governo degli Stati membri e del Presidente della *Commissione europea*. Cfr. anche *Consiglio*.

**Consiglio generale della BCE:** terzo organo decisionale della *BCE*, in aggiunta al *Consiglio direttivo* e al *Comitato esecutivo*, formato dal Presidente e dal Vicepresidente della *BCE* e dai governatori delle *BCN*. Dovrà svolgere compiti connessi alla mancata partecipazione di alcuni paesi membri della UE all'*area dell'euro* sin dal suo esordio.

**Documento attuativo:** nel luglio 1996, il Consiglio dell'IME ha approvato i "Requisiti statistici per la Terza Fase dell'Unione Monetaria" (il "Documento attuativo"). Questo documento di lavoro disponibile al pubblico stabilisce nei dettagli le statistiche necessarie alla *BCE* per la definizione e l'attuazione della politica monetaria unica. Esso tratta principalmente delle statistiche monetarie, bancarie e di bilancia dei pagamenti, ma tocca anche aspetti relativi ad altre statistiche finanziarie, a quelle dei prezzi e dei costi, a quelle relative ai conti pubblici e a quelle sulla situazione economica generale.

**ECU (Unità di Conto Europea):** nella sua definizione attuale (Delibera del Consiglio n.3320/94 del 20 dicembre 1994), l'ECU è un paniere composto dalla somma di quantità fisse di dodici delle quindici valute degli Stati membri. L'articolo 109g del *Trattato* stabilisce che la composizione non sarà modificata prima dell'inizio della Terza Fase. Il valore dell'ECU è calcolato come media ponderata del valore delle valute che lo compongono. In qualità di ECU ufficiale esso è utilizzato, tra l'altro, come numerario degli *Accordi Europei di Cambio* e come attività di riserva delle banche centrali della UE. Gli ECU ufficiali sono creati dall'IME tramite operazioni di *swap* a tre mesi contro un quinto delle attività denominate in dollari americani e delle attività in oro detenute dalle quindici banche centrali della UE. Gli ECU privati sono strumenti finanziari denominati in ECU (ad esempio depositi bancari o titoli) costituiti da contratti che fanno riferimento all'ECU ufficiale. Il valore "teorico" dell'ECU privato è definito sulla base del valore delle valute componenti il paniere dell'ECU. Tuttavia, la circolazione dell'ECU privato è diversa da quella dell'ECU ufficiale e in pratica il valore di mercato dell'ECU privato può divergere dal valore "teorico" del proprio paniere. La sostituzione dell'ECU privato con l'euro al rapporto 1:1 è prevista dall'articolo 2 del Regolamento del Consiglio in tema di introduzione dell'euro, approvato dal *Consiglio europeo* di Dublino il 13 e 14 dicembre 1996.

**Euro:** il nome della valuta europea adottata dal *Consiglio europeo* nel vertice di Madrid del 15 e 16 dicembre 1995. Sostituirà il generico termine *ECU* utilizzato nel *Trattato* con riferimento alla Unità di Conto Europea.

**Garanzia:** attività depositate a garanzia del rimborso di un finanziamento a breve termine che gli enti creditizi ottengono dalle banche centrali, nonché attività che le banche centrali ricevono da questi ultimi nell'ambito di operazioni di pronti contro termine di finanziamento.

**Gruppo del Monitoring:** gruppo composto da esperti in cambi delle banche centrali della UE, che analizzano regolarmente gli sviluppi economici e monetari e le politiche al fine di valutare il funzionamento dello *SME*.

**Interlinking:** una delle componenti della struttura del *sistema TARGET*. Il termine indica le infrastrutture e le procedure che legano i sistemi nazionali di *RTGS (Sistemi di Regolamento Lordo in Tempo Reale)* per effettuare pagamenti tra i paesi della UE all'interno del sistema TARGET.

**Intervento ai limiti:** intervento obbligatorio effettuato dalle banche centrali le cui valute si trovano rispettivamente al limite minimo e massimo dei *margini di fluttuazione degli AEC*.

**Intervento infra-marginale:** intervento effettuato da una banca centrale per sostenere la propria valuta quando il relativo tasso di cambio sia ancora all'interno dei *margini di fluttuazione*.

**Margine di fluttuazione degli AEC:** livello minimo e massimo dei tassi di cambio bilaterali, all'interno del quale le valute aderenti agli *AEC* sono libere di fluttuare.

**Meccanismo di finanziamento a brevissimo termine:** meccanismo creditizio tra banche centrali previsto dallo *SME* per finanziare interventi in valute aderenti agli *AEC*.

**Moneta fiduciaria:** le banconote e le monete metalliche. Questi mezzi di pagamento sono definiti "fiduciari" perché il loro valore si basa sulla fiducia riposta dal detentore nell'emittente della moneta.

**Moneta scritturale:** moneta sotto forma di scritture contabili che non circola sotto forma di banconote o monete metalliche.

**Norme 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 il rischio di liquidità debba essere ripartito tra le parti interessate nel caso in cui si faccia ricorso all'accordo stesso.

**Operazione di swap in valuta:** operazione contestuale a pronti e a termine di una valuta contro un'altra. Il **SEBC** effettuerà operazioni di politica monetaria di mercato aperto sotto forma di **swap** in valuta in cui le BCN (o la **BCE**) acquisteranno (venderanno) **euro** a pronti contro una valuta estera e, contestualmente, li rivenderanno (riacquisteranno) a termine. Questo strumento sarà utilizzato anche nella gestione delle riserve valutarie del **SEBC**.

**Operazione temporanea:** operazione mediante la quale la banca centrale acquista (vende) attività a pronti con patto di vendita (riacquisto) a termine, ovvero eroga credito a fronte di titoli stanziabili.

**Paesi dell'Europa centrale ed orientale (CEEC):** nel linguaggio della Comunità, si intendono quei paesi dell'Europa centrale ed orientale con la quale l'Unione Europea ha concluso trattati di associazione e con i quali l'Unione intende portare avanti trattative per l'adesione all'indomani della conclusione della conferenza intergovernativa. Questo gruppo di paesi comprende la Bulgaria, Estonia, Lettonia, Lituania, Polonia, Repubblica ceca, Repubblica slovacca, Romania, Slovenia e Ungheria.

**Paesi dello Spazio Economico Europeo (SEE):** gli Stati membri della Unione Europea più l'Islanda, il Liechtenstein e la Norvegia.

**Pagamenti di elevato ammontare:** pagamenti, generalmente di importo molto elevato, che sono per lo più scambiati tra istituti di credito o tra partecipanti ai mercati finanziari e che richiedono regolamento urgente e tempestivo.

**Parlamento europeo:** consiste di 626 rappresentanti dei cittadini degli Stati membri. Esso fa parte del processo legislativo, sebbene con prerogative diverse a seconda delle procedure attraverso le quali la legislazione della UE è attuata. Nell'ambito della **UEM**, il Parlamento ha principalmente poteri consultivi. Tuttavia, il **Trattato** stabilisce alcune procedure con le quali la **BCE** rende conto della propria attività al Parlamento (presentazione di un rapporto annuale, dibattito generale sulla politica monetaria, audizioni presso le commissioni parlamentari competenti).

**Procedura di concertazione:** struttura di collegamento attraverso la quale gli esperti in cambi dei paesi membri dell'Unione Europea e di Canada, Giappone, Norvegia, Svizzera e Stati Uniti (Gruppo di Concertazione) si scambiano informazioni sull'andamento del mercato. La struttura effettua su base regolare contatti telefonici giornalieri e riunioni periodiche degli esperti delle banche centrali.

**Riallineamento:** modifica del tasso centrale in **ECU** e dei tassi bilaterali di una o più valute che partecipano agli **AEC**.

**Ridenominazione di titoli:** la *denominazione* di un titolo è la valuta in cui è espresso il valore nominale del titolo stesso (nella maggior parte dei casi, il valore facciale di un certificato). La ridenominazione fa riferimento alla procedura attraverso la quale la denominazione originale di un titolo, emesso in valuta nazionale, viene modificata in **euro** a tassi di conversione fissati irrevocabilmente.

**Rischio di regolamento:** termine generico indicante il rischio che il regolamento nell'ambito di un sistema di trasferimento non abbia luogo come previsto. Il rischio di regolamento può comprendere sia il rischio di credito sia il rischio di liquidità.

**SEBC (Sistema Europeo delle Banche Centrali):** il SEBC è composto dalla *BCE* e dalle banche centrali nazionali. Suo obiettivo primario sarà quello di mantenere la stabilità dei prezzi. I suoi compiti fondamentali saranno quelli di definire ed attuare la politica monetaria dell'*area dell'euro*, detenere e gestire le riserve ufficiali degli Stati membri partecipanti, condurre operazioni in cambi e promuovere il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento nell'area dell'euro. Il SEBC contribuirà all'efficace applicazione delle politiche perseguite dalle autorità competenti relative alla vigilanza prudenziale sugli istituti di credito e alla stabilità del sistema finanziario.

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

**Sistema di RTGS (regolamento lordo in tempo reale)** sistema di regolamento in cui lo scambio e il regolamento avvengono per singola transazione (vale a dire, senza compensazione) in tempo reale (in modo continuativo). Cfr. anche *Sistema TARGET*.

**Sistema di Regolamento su base netta (NSS):** *sistema di trasferimento fondi* i cui saldi sono regolati su base netta bilaterale o multilaterale.

**Sistema di trasferimento fondi (FTS):** accordo formale fondato su un contratto di diritto privato ovvero su disposizioni amministrative, caratterizzato da una pluralità di aderenti, norme comuni e accordi standardizzati, per la trasmissione e il regolamento di obbligazioni pecuniarie tra i partecipanti.

**Sistema interbancario di trasferimento fondi (IFTS):** *sistema di trasferimento fondi* in cui la maggior parte (o tutti) i partecipanti sono istituti di credito.

**Sistema TARGET (trasferimento espresso trans-europeo automatizzato di regolamento lordo in tempo reale):** sistema di pagamento composto da un *sistema di regolamento lordo in tempo reale (RTGS)* in ciascuno degli Stati membri partecipanti all'*area dell'euro* sin dall'avvio della Terza Fase dell'*Unione economica e monetaria*. I sistemi nazionali di RTGS saranno interconnessi attraverso il sistema *Interlinking* al fine di consentire trasferimenti tra paesi, con valuta stesso giorno, in tutta *l'area dell'euro*. Anche i sistemi di RTGS degli Stati membri non partecipanti all'area dell'euro potranno essere collegati a TARGET, a condizione che siano in grado di operare in euro.

**SME (Sistema Monetario Europeo):** creato nel 1979 in seguito alla risoluzione del *Consiglio europeo* del 5 dicembre 1978 sulla realizzazione dello SME e questioni attinenti. L'Accordo del 13 marzo 1979 tra le Banche centrali degli Stati membri della Comunità Economica Europea stabilisce le procedure operative relative allo SME. L'obiettivo è di realizzare una più stretta cooperazione tra le politiche monetarie dei paesi della Comunità che crei in Europa un'area di stabilità monetaria. Le componenti principali dello SME sono: l'**ECU**; il meccanismo di cambio e di intervento (**AEC**); diversi meccanismi creditizi.

**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 *margin* di *fluttuazione*.

**Trattato:** il termine si riferisce al Trattato di istituzione della Comunità Europea. Il Trattato è stato firmato a Roma il 25 marzo 1957 ed è entrato in vigore il 1° gennaio 1958. Esso prevedeva la creazione della *Comunità Economica Europea (CEE)* e vi si è spesso fatto riferimento come il "Trattato di Roma". Il Trattato sull'Unione Europea è stato firmato a Maastricht (ed è dunque spesso denominato "Trattato di Maastricht") il 7 febbraio 1992 ed è entrato in vigore il 1° novembre 1993. Esso ha emendato il Trattato CEE, ora noto come Trattato di istituzione della *Comunità europea*.

**UEM:** Cfr. *Unione Economica e Monetaria*.

**Unione Economica e Monetaria (UEM):** il *Trattato* descrive le tre fasi del processo verso l'Unione Economica e Monetaria nella UE. La *Prima Fase* della UEM è iniziata nel luglio 1990 ed è terminata il 31 dicembre 1993: essa è stata principalmente caratterizzata dallo smantellamento di tutte le barriere nazionali al libero movimento dei capitali all'interno della UE. La *Seconda Fase* della UEM ha avuto inizio il 1° gennaio 1994 e ha previsto, tra l'altro, la creazione dell'*Istituto Monetario Europeo*, il *divieto di finanziamento monetario* e di accesso privilegiato agli istituti di credito per il settore pubblico. La *Terza Fase* inizierà al più tardi il 1° gennaio 1999, in conformità all'articolo 109j, paragrafo 4, con il trasferimento delle competenze di politica monetaria al *SEBC* e la creazione dell'*euro*.

## **Cronología delle misure di politica monetaria adottate nella UE nel 1996<sup>1</sup>**

- 2 gennaio** La *Bank of England* lancia un'offerta di operazioni pronti contro termine in titoli sul mercato aperto.
- 9 gennaio** La *Sveriges Riksbank* riduce il tasso sulle operazioni pronti contro termine di 0,25 punti percentuali all'8,66 per cento.
- 10 gennaio** La *Banque Nationale de Belgique* diminuisce il tasso centrale e il tasso ordinario di fine giornata di 0,05 punti percentuali al 3,7 per cento e 4,95 per cento, rispettivamente.  
La *Deutsche Bundesbank* diminuisce il tasso sulle operazioni pronti contro termini in titoli di 0,02 punti percentuali al 3,73 per cento.  
La *Suomen Pankki* annuncia una riduzione del proprio tasso base di 0,25 punti percentuali al 4,5 per cento, a partire dal 1° febbraio 1996.
- 11 gennaio** La *Danmarks Nationalbank* riduce il tasso sui certificati di deposito a 14 giorni di 0,1 punti percentuali al 4,5 per cento.
- 12 gennaio** Il *Banco de España* riduce il tasso ufficiale sulle operazioni pronti contro termine a 10 giorni di 0,25 punti percentuali all'8,75 per cento.  
Il tasso medio ponderato sulle operazioni pronti contro termine del *Banco de Portugal* viene diminuito di 0,009 punti percentuali all'8,491 per cento.
- 16 gennaio** Il tasso medio ponderato sulle operazioni pronti contro termine del *Banco de Portugal* viene diminuito di 0,166 punti percentuali all'8,325 per cento.
- 17 gennaio** La *Banque Nationale de Belgique* diminuisce il tasso centrale e il tasso ordinario di fine giornata di 0,05 punti percentuali al 3,65 e 4,9 per cento, rispettivamente.  
La *Deutsche Bundesbank* diminuisce il tasso sulle operazioni pronti contro termini in titoli di 0,08 punti percentuali al 3,65 per cento.
- 18 gennaio** La *Banque de France* riduce il tasso d'intervento sul mercato monetario e il tasso di rifinanziamento a 5-10 giorni di 0,25 punti percentuali al 4,2 per cento e 5,6 per cento, rispettivamente.  
La *De Nederlandsche Bank* diminuisce il tasso sulle anticipazioni speciali di 0,1 punti percentuali al 3,3 per cento.  
La *Bank of England* diminuisce il tasso attivo minimo di 0,25 punti percentuali al 6,25 per cento.

---

<sup>1</sup> Date di annuncio delle misure di politica monetaria.

- 22 gennaio** La *Oesterreichische Nationalbank* inizia ad offrire aste settimanali. Il tasso sulle operazioni pronti contro termine per la prima asta viene fissato al 3,65 per cento.  
Il tasso medio ponderato sulle operazioni pronti contro termine del *Banco de Portugal* viene diminuito di 0,075 punti percentuali all'8,25 per cento.
- 24 gennaio** La *Banque Nationale de Belgique* diminuisce il tasso centrale e il tasso ordinario di fine giornata di 0,1 punti percentuali al 3,55 per cento e 4,8 per cento, rispettivamente.  
La *Danmarks Nationalbank* riduce il tasso di sconto di 0,25 punti percentuali al 4,0 per cento e il tasso sui certificati di deposito a 14 giorni di 0,15 punti percentuali al 4,35 per cento.  
La *Deutsche Bundesbank* diminuisce il tasso sulle operazioni pronti contro termini in titoli di 0,1 punti percentuali al 3,55 per cento.  
La *De Nederlandsche Bank* diminuisce il tasso sulle anticipazioni speciali di 0,1 punti percentuali al 3,2 per cento.
- 26 gennaio** La *Oesterreichische Nationalbank* riduce il tasso GOMEX di 0,1 punti percentuali al 3,65 per cento.
- 29 gennaio** La *Oesterreichische Nationalbank* riduce il tasso sulle operazioni pronti contro termine di 0,1 punti percentuali al 3,55 per cento.
- 30 gennaio** La *Sveriges Riksbank* riduce il tasso sulle operazioni pronti contro termine di 0,21 punti percentuali all'8,45 per cento.
- 31 gennaio** La *Banque Nationale de Belgique* diminuisce il tasso centrale e il tasso ordinario di fine giornata di 0,15 punti percentuali al 3,4 per cento e 4,65 per cento, rispettivamente.  
La *Deutsche Bundesbank* diminuisce il tasso sulle operazioni pronti contro termine in titoli di 0,15 punti percentuali al 3,4 per cento.  
Il *Governo greco* diminuisce il tasso di interesse sui buoni del Tesoro a tre mesi di 0,2 punti percentuali al 12,9 per cento, il tasso di interesse sui buoni del Tesoro a sei mesi di 0,4 punti percentuali al 13,1 per cento e il tasso di interesse sui buoni del Tesoro a dodici mesi di 0,4 punti percentuali al 13,8 per cento.
- 1° febbraio** La *Banque Nationale de Belgique* diminuisce il tasso centrale e il tasso ordinario di fine giornata di 0,1 punti percentuali al 3,3 per cento e 4,55 per cento, rispettivamente.  
La *Deutsche Bundesbank* annuncia che le prossime due operazioni pronti contro termine in titoli saranno offerte ad un tasso fisso del 3,3 per cento (con una riduzione di 0,1 punti percentuali).  
La *Banque de France* riduce il tasso di intervento sul mercato monetario di 0,15 punti percentuali al 4,05 per cento.

- 2 febbraio** La *De Nederlandsche Bank* diminuisce il tasso sulle anticipazioni speciali di 0,2 punti percentuali al 3,0 per cento.  
La *Oesterreichische Nationalbank* riduce il tasso GOMEX di 0,15 punti percentuali al 3,5 per cento.
- 5 febbraio** La *Oesterreichische Nationalbank* riduce il tasso sulle operazioni pronti contro termine di 0,25 punti percentuali al 3,3 per cento.  
Il tasso medio ponderato sulle operazioni pronti contro termine del *Banco de Portugal* aumenta di 0,009 punti percentuali all'8,259 per cento.
- 8 febbraio** La *Danmarks Nationalbank* riduce il tasso sui certificati di deposito a 14 giorni di 0,1 punti percentuali al 4,25 per cento.
- 9 febbraio** La *Banque de France* riduce il tasso di intervento sul mercato monetario di 0,15 punti percentuali al 3,9 per cento.
- 12 febbraio** Il tasso medio ponderato sulle operazioni pronti contro termine del *Banco de Portugal* viene diminuito di 0,134 punti percentuali all'8,125 per cento.
- 13 febbraio** La *Sveriges Riksbank* riduce il tasso sulle operazioni pronti contro termine di 0,15 punti percentuali all'8,3 per cento.
- 19 febbraio** Il tasso medio ponderato sulle operazioni pronti contro termine del *Banco de Portugal* viene diminuito di 0,125 punti percentuali all'8,0 per cento.
- 22 febbraio** La *Sveriges Riksbank* annuncia una riduzione dei tassi sui rifinanziamenti e sui depositi di 0,5 punti percentuali al 9,0 per cento e 7,5 per cento, rispettivamente, a partire dal 28 febbraio 1996. Essa riduce inoltre il tasso sulle operazioni pronti contro termine di 0,25 punti percentuali all'8,05 per cento.
- 29 febbraio** Il *Governo greco* riduce il tasso d'interesse sui buoni del Tesoro a tre, sei e dodici mesi di 0,4 punti percentuali al 12,5 per cento, 12,7 per cento e 13,4 per cento, rispettivamente.
- 5 marzo** La *Sveriges Riksbank* riduce il tasso sulle operazioni pronti contro termine di 0,2 punti percentuali al 7,85 per cento.
- 7 marzo** La *Danmarks Nationalbank* riduce il tasso sui certificati di deposito a 14 giorni di 0,15 punti percentuali al 4,1 per cento e il tasso di sconto di 0,25 punti percentuali al 3,75 per cento.  
La *Banque de France* riduce il tasso di intervento sul mercato monetario e il tasso di rifinanziamento a 5-10 giorni di 0,1 punti percentuali al 3,8 per cento e al 5,5 per cento, rispettivamente.
- 8 marzo** La *Bank of England* diminuisce il tasso attivo minimo di 0,25 punti percentuali al 6,0 per cento.

- 12 marzo** Il *Banco de Portugal* riduce il tasso di assorbimento della liquidità e il tasso sui finanziamenti *overnight* di 0,25 punti percentuali al 7,5 per cento e al 10,25 per cento, rispettivamente. Inoltre, il tasso medio ponderato sulle operazioni pronti contro termine viene diminuito di 0,1 punti percentuali al 7,9 per cento.
- 13 marzo** Il *Banco de España* riduce il tasso ufficiale sulle operazioni pronti contro termine a 10 giorni di 0,5 punti percentuali all'8,25 per cento. La *Suomen Pankki* diminuisce il tasso sulle offerte di sottoscrizione di 0,5 punti percentuali al 3,75 per cento.
- 19 marzo** La *Sveriges Riksbank* diminuisce il tasso sulle operazioni pronti contro termine di 0,25 punti percentuali al 7,6 per cento.
- 21 marzo** La *Danmarks Nationalbank* riduce il tasso sui certificati di deposito a 14 giorni di 0,1 punti percentuali al 4,0 per cento. La *Sveriges Riksbank* annuncia una riduzione dei tassi sui rifinanziamenti e sui depositi di 0,75 punti percentuali all'8,25 per cento e al 6,75 per cento, rispettivamente, a partire dal 27 marzo 1996.
- 26 marzo** Il tasso medio ponderato sulle operazioni pronti contro termine del *Banco de Portugal* viene diminuito di 0,1 punti percentuali al 7,8 per cento. La *Sveriges Riksbank* diminuisce il tasso sulle operazioni pronti contro termine di 0,2 punti percentuali al 7,4 per cento.
- 28 marzo** La *Banca di Grecia* annuncia che, a partire dal mese di maggio 1996, agli istituti di credito sarà consentito calcolare una frazione (pari al 10 per cento) delle proprie riserve obbligatorie come media sul periodo di vincolo piuttosto che su base giornaliera, come avvenuto fino ad ora. La *De Nederlandsche Bank* riduce il tasso di interesse sulle anticipazioni di 0,25 punti percentuali al 2,5 per cento e il tasso sulle anticipazioni speciali di 0,1 punti percentuali al 2,9 per cento.
- 1° aprile** La *Danmarks Nationalbank* riduce il tasso sui certificati di deposito a 14 giorni di 0,1 punti percentuali al 3,9 per cento. Il *Governo greco* riduce il tasso di interesse sui buoni del Tesoro a tre, sei e dodici mesi di 0,1 punti percentuali al 12,4 per cento, 12,6 per cento e al 13,3 per cento, rispettivamente.
- 3 aprile** Il *Banco de España* riduce il tasso ufficiale sulle operazioni pronti contro termine a 10 giorni di 0,5 punti percentuali al 7,75 per cento.
- 9 aprile** La *Sveriges Riksbank* riduce il tasso sulle operazioni pronti contro termine di 0,25 punti percentuali al 7,15 per cento.
- 11 aprile** La *Banque de France* riduce il tasso di intervento sul mercato monetario di 0,1 punti percentuali al 3,7 per cento.

- 12 aprile** La *De Nederlandsche Bank* riduce il tasso sulle anticipazioni speciali di 0,1 punti percentuali al 2,8 per cento.  
Il *Banco de Portugal* riduce il tasso di assorbimento della liquidità di 0,3 punti percentuali al 7,2 per cento e il tasso sui finanziamenti *overnight* di 0,75 punti percentuali al 9,5 per cento. Inoltre, il tasso medio ponderato sulle operazioni pronti contro termine viene tagliato di 0,2 punti percentuali al 7,6 per cento.
- 18 aprile** La *Banque Nationale de Belgique* diminuisce il tasso di sconto di 0,5 punti percentuali al 2,5 per cento e il tasso sui finanziamenti di emergenza di 1 punto percentuale al 6,0 per cento.  
La *Danmarks Nationalbank* riduce il tasso sui certificati di deposito a 14 giorni di 0,1 punti percentuali al 3,8 per cento e il tasso di sconto di 0,5 punti percentuali al 3,25 per cento.  
La *Deutsche Bundesbank* annuncia una riduzione del tasso di sconto e del tasso lombard di 0,5 punti percentuali al 2,5 per cento e al 4,5 per cento, rispettivamente.  
La *De Nederlandsche Bank* riduce il tasso di interesse sulle anticipazioni di 0,5 punti percentuali al 2,0 per cento e il tasso sulle anticipazioni speciali di 0,1 punti percentuali al 2,7 per cento.
- 19 aprile** La *Banca di Grecia* diminuisce il tasso di sconto e il tasso lombard di 0,5 punti percentuali al 17,5 per cento e 21,0 per cento, rispettivamente.  
La *Central Bank of Ireland* taglia il tasso di rifinanziamento a breve termine di 0,25 punti percentuali al 6,25 per cento.  
La *Oesterreichische Nationalbank* riduce il tasso di sconto e il tasso lombard di 0,5 punti percentuali al 2,5 per cento e al 4,75 per cento, rispettivamente.  
Il *Banco de Portugal* riduce il tasso di assorbimento della liquidità di 0,4 punti percentuali al 6,8 per cento e il tasso sui finanziamenti *overnight* di 0,5 punti percentuali al 9,0 per cento. Inoltre, il tasso medio ponderato sulle operazioni pronti contro termine viene tagliato di 0,1 punti percentuali al 7,5 per cento.
- 22 aprile** La *Oesterreichische Nationalbank* riduce il tasso sulle operazioni pronti contro termine di 0,1 punti percentuali al 3,2 per cento.
- 23 aprile** La *Sveriges Riksbank* riduce il tasso sulle operazioni pronti contro termine di 0,25 punti percentuali al 6,9 per cento.
- 25 aprile** La *Banque de France* riduce il tasso di rifinanziamento a 5-10 giorni di 0,6 punti percentuali al 4,9 per cento.  
La *Sveriges Riksbank* annuncia una riduzione dei tassi attivi e passivi di 0,75 punti percentuali al 7,5 per cento e al 6,0 per cento, rispettivamente, a partire dal 2 maggio 1996.

- 3 maggio** L'accesso ai finanziamenti *overnight* erogati dal *Banco de Portugal* non è più soggetto ai contingenti stabiliti in funzione della quota di riserva obbligatoria detenuta da ciascun istituto di credito. Inoltre, d'ora in poi le operazioni d'asta saranno annunciate l'ultimo giorno del precedente periodo di vincolo invece che il primo giorno del nuovo periodo.
- 6 maggio** La *De Nederlandsche Bank* riduce il tasso sulle anticipazioni speciali di 0,1 punti percentuali al 2,6 per cento.
- 7 maggio** Il *Banco de España* riduce il tasso ufficiale sulle operazioni pronti contro termine a 10 giorni di 0,25 punti percentuali al 7,5 per cento.  
La *Sveriges Riksbank* riduce il tasso sulle operazioni pronti contro termine di 0,2 punti percentuali al 6,7 per cento.
- 14 maggio** La *Banque Nationale de Belgique* diminuisce il tasso centrale e il tasso ordinario di fine giornata di 0,1 punti percentuali al 3,2 per cento e 4,45 per cento, rispettivamente.
- 21 maggio** La *Sveriges Riksbank* riduce il tasso sulle operazioni pronti contro termine di 0,2 punti percentuali al 6,5 per cento.
- 31 maggio** Il *Governo greco* diminuisce i tassi di interesse sui buoni del Tesoro a tre, sei e dodici mesi di 0,2 punti percentuali al 12,2 per cento, 12,4 per cento e 13,0 per cento, rispettivamente.
- 4 giugno** La *Banca di Grecia* annuncia un aumento dei requisiti minimi di riserva per le Istituzioni Creditizie dall'11 per cento al 12 per cento e un'estensione della base minima di riserva, da applicare ai bilanci a partire da fine giugno 1996. Nella base di calcolo degli obblighi di riserva vengono incluse le passività nette delle banche nei confronti di non residenti con scadenza superiore ai due anni. Inoltre, per la prima volta vengono imposti obblighi di riserva agli istituti di credito ipotecario, con un coefficiente del 4 per cento.  
Il *Banco de España* riduce il tasso ufficiale sulle operazioni pronti contro termine a 10 giorni di 0,25 punti percentuali al 7,25 per cento.  
La *Sveriges Riksbank* riduce il tasso sulle operazioni pronti contro termine di 0,2 punti percentuali al 6,3 per cento.
- 6 giugno** La *Danmarks Nationalbank* riduce il tasso sui certificati di deposito a 14 giorni di 0,1 punti percentuali al 3,7 per cento.  
La *Banque de France* riduce il tasso di intervento sul mercato monetario di 0,1 punti percentuali al 3,6 per cento.  
La *Bank of England* taglia il tasso attivo minimo di 0,25 punti percentuali al 5,75 per cento.
- 14 giugno** La *Suomen Pankki* diminuisce il tasso sulle offerte di sottoscrizione di 0,15 punti percentuali al 3,6 per cento.
- 18 giugno** La *Sveriges Riksbank* riduce il tasso sulle operazioni pronti contro termine di 0,2 punti percentuali al 6,1 per cento.

- 20 giugno** La *Sveriges Riksbank* annuncia una riduzione nei tassi sui rifinanziamenti e sui depositi di 0,75 punti percentuali al 6,75 per cento e al 5,25 per cento, rispettivamente, a partire dal 26 giugno 1996.
- 2 luglio** La *Sveriges Riksbank* diminuisce il tasso sulle operazioni pronti contro termine di 0,2 punti percentuali al 5,9 per cento. La scadenza delle operazioni pronti contro termine viene ridotta da due a una settimana.
- 4 luglio** La *Banque de France* riduce il tasso di intervento sul mercato monetario di 0,05 punti percentuali al 3,55 per cento.
- 5 luglio** La *Suomen Pankki* diminuisce il tasso sulle offerte di sottoscrizione di 0,1 punti percentuali al 3,5 per cento.
- 12 luglio** La *De Nederlandsche Bank* aumenta il tasso sulle anticipazioni speciali di 0,1 punti percentuali al 2,7 per cento.
- 16 luglio** La *Sveriges Riksbank* riduce il tasso sulle operazioni pronti contro termine di 0,2 punti percentuali al 5,7 per cento.
- 23 luglio** La *Banca d'Italia* riduce il tasso di sconto e il tasso sulle anticipazioni a scadenza fissa (o lombard) di 0,75 punti percentuali all'8,25 per cento e al 9,75 per cento, rispettivamente.
- 30 luglio** Il *Governo greco* riduce i tassi di interesse sui buoni del Tesoro a tre, sei e dodici mesi di 0,2 punti percentuali al 12,0 per cento, 12,2 per cento e al 12,8 per cento, rispettivamente.  
La *Sveriges Riksbank* riduce il tasso sulle operazioni pronti contro termine di 0,15 punti percentuali al 5,55 per cento.
- 1° agosto** La *Banque de France* riduce il tasso di rifinanziamento a 5-10 giorni di 0,15 punti percentuali al 4,75 per cento.
- 13 agosto** La *Sveriges Riksbank* riduce il tasso sulle operazioni pronti contro termine di 0,15 punti percentuali al 5,4 per cento.
- 15 agosto** La *Sveriges Riksbank* riduce i tassi sui rifinanziamenti e sui depositi di 0,5 punti percentuali al 6,25 per cento e al 4,75 per cento, rispettivamente, a partire dal 21 agosto 1996.
- 22 agosto** La *Banque Nationale de Belgique* diminuisce il tasso centrale e il tasso ordinario di fine giornata di 0,2 punti percentuali al 3,0 per cento e al 4,25 per cento, rispettivamente.  
La *Deutsche Bundesbank* annuncia che le prossime due operazioni pronti contro termine in titoli saranno offerte a un tasso fisso del 3,0 per cento (con una riduzione di 0,3 punti percentuali).  
La *Banque de France* riduce il tasso di intervento sul mercato monetario di 0,2 punti percentuali al 3,35 per cento.  
La *De Nederlandsche Bank* riduce il tasso sulle anticipazioni speciali di 0,2 punti percentuali al 2,5 per cento.

La *Oesterreichische Nationalbank* annuncia una riduzione del tasso sulle operazioni pronti contro termine di 0,2 punti percentuali al 3,0 per cento e del tasso GOMEX di 0,1 punti percentuali al 3,4 per cento, a partire dal 2 settembre 1996.

- 23 agosto** La *Danmarks Nationalbank* riduce il tasso sui certificati di deposito a 14 giorni di 0,2 punti percentuali al 3,5 per cento.  
Il *Banco de Portugal* riduce il tasso sulle operazioni pronti contro termine di 0,25 punti percentuali al 7,25 per cento.  
La *Suomen Pankki* diminuisce il tasso sulle offerte di sottoscrizione di 0,25 punti percentuali al 3,25 per cento.
- 27 agosto** La *Sveriges Riksbank* riduce il tasso sulle operazioni pronti contro termine di 0,15 punti percentuali al 5,25 per cento.
- 2 settembre** Il *Governo greco* riduce i tassi di interesse sui buoni del Tesoro a tre, sei, dodici mesi di 0,1 punti percentuali al 11,9 per cento, 12,1 per cento e 12,7 per cento, rispettivamente.
- 10 settembre** La *Sveriges Riksbank* riduce il tasso sulle operazioni pronti contro termine di 0,1 punti percentuali al 5,15 per cento.
- 16 settembre** La *Suomen Pankki* riduce il tasso base di 0,5 punti percentuali al 4,0 per cento.
- 18 settembre** La *Suomen Pankki* diminuisce il tasso sulle offerte di sottoscrizione di 0,15 punti percentuali al 3,1 per cento.
- 19 settembre** La *Banque de France* riduce il tasso di intervento sul mercato monetario di 0,1 punti percentuali al 3,25 per cento.
- 24 settembre** La *Sveriges Riksbank* riduce il tasso sulle operazioni pronti contro termine di 0,1 punti percentuali al 5,05 per cento.
- 3 ottobre** Il *Banco de España* riduce il tasso ufficiale sulle operazioni pronti contro termine a 10 giorni di 0,5 punti percentuali al 6,75 per cento.  
Il *Banco de Portugal* riduce il tasso sulle operazioni pronti contro termine di 0,15 punti percentuali al 7,1 per cento.
- 8 ottobre** La *Sveriges Riksbank* riduce il tasso sulle operazioni pronti contro termine di 0,1 punti percentuali al 4,95 per cento.
- 9 ottobre** La *Suomen Pankki* diminuisce il tasso sulle offerte di sottoscrizione di 0,1 punti percentuali al 3,0 per cento.

- 12 ottobre** I Ministri e i Governatori delle banche centrali degli *Stati membri dell'Unione Europea*, a seguito della decisione del Governo finlandese di aderire al meccanismo dei tassi di cambio del SME, decidono di comune accordo, con una procedura comune che coinvolge la Commissione europea e l'IME e dopo aver consultato il Comitato monetario, le condizioni alle quali il marco finlandese parteciperà agli accordi di cambio a partire dal 14 ottobre 1996. In tale contesto, le autorità finlandesi esprimono l'intenzione di accelerare la prosecuzione delle loro già efficaci politiche orientate alla convergenza con le economie più stabili della UE.
- 18 ottobre** La *Banca d'Italia* aumenta la quota di riserve obbligatorie che può essere mobilizzata sul mercato interbancario dal 10 al 12,5 per cento del totale, a partire dal 21 ottobre 1996.
- 21 ottobre** Il *Banco de Portugal* riduce il tasso sulle operazioni pronti contro termine di 0,1 punti percentuali al 7,0 per cento.
- 22 ottobre** La *Sveriges Riksbank* diminuisce il tasso sulle operazioni pronti contro termine di 0,1 punti percentuali al 4,85 per cento.
- 23 ottobre** La *Banca d'Italia* riduce il tasso di sconto e il tasso sulle anticipazioni a scadenza fissa (o lombard) di 0,75 punti percentuali al 7,5 per cento e al 9 per cento, rispettivamente.
- 24 ottobre** La *Sveriges Riksbank* annuncia una riduzione dei tassi sui rifinanziamenti e sui depositi di 0,5 punti percentuali al 5,75 per cento e 4,25 per cento, rispettivamente, a partire dal 30 ottobre 1996. Essa annuncia inoltre una riduzione del tasso sulle operazioni pronti contro termine di 0,25 punti percentuali al 4,6 per cento, a partire dal 30 ottobre 1996.
- 30 ottobre** La *Bank of England* aumenta il tasso attivo minimo di 0,25 punti percentuali al 6 per cento.
- 31 ottobre** Il *Governo greco* riduce il tasso di interesse sui buoni del Tesoro a tre, sei e dodici mesi di 0,4 punti percentuali all'11,5 per cento, 11,7 per cento e 12,3 per cento, rispettivamente.  
La *Banque de France* riduce il tasso di intervento sul mercato monetario di 0,05 punti percentuali al 3,2 per cento, a partire dal 5 novembre.
- 18 novembre** Il *Banco de Portugal* riduce il tasso di assorbimento della liquidità di 0,4 punti percentuali al 6,4 per cento e il tasso sui finanziamenti *overnight* di 0,5 punti percentuali all'8,5 per cento. Inoltre, il tasso sulle operazioni pronti contro termine viene diminuito di 0,1 punti percentuali al 6,9 per cento.

- 25 novembre** I Ministri e i Governatori delle banche centrali degli *Stati membri dell'Unione Europea*, a seguito della decisione del Governo italiano di riassumere gli obblighi di intervento all'interno del meccanismo dei tassi di cambio del SME, decidono di comune accordo, con una comune procedura che coinvolge la Commissione europea e l'IME e dopo aver consultato il Comitato monetario, le condizioni alle quali gli obblighi di intervento del sistema relativi alla lira italiana, sospesi il 17 settembre 1992, saranno nuovamente applicati a partire dal 25 novembre 1996. In tale contesto, le autorità italiane si impegnano a intensificare i propri sforzi per portare a termine il processo di aggiustamento dell'economia italiana.
- 26 novembre** La *Sveriges Riksbank* riduce il tasso sulle operazioni pronti contro termine di 0,25 punti percentuali al 4,35 per cento.
- 2 dicembre** Il *Governo greco* diminuisce il tasso di interesse sui buoni del tesoro a dodici mesi di 0,8 punti percentuali al 11,5 per cento.
- 5 dicembre** La *Deutsche Bundesbank* annuncia che esenterà dai requisiti minimi di riserva tutte le passività nei confronti dei soggetti non bancari e delle banche non residenti relative ad operazioni pronti contro termine in titoli con scadenza fino a un anno. La misura diventerà effettiva a partire dal gennaio 1997.  
La *Sveriges Riksbank* annuncia una riduzione dei tassi sui rifinanziamenti e sui depositi di 0,5 punti percentuali al 5,25 per cento e al 3,75 per cento, rispettivamente, a partire dall'11 dicembre 1996.
- 13 dicembre** Il *Banco de España* riduce il tasso ufficiale sulle operazioni pronti contro termine a 10 giorni di 0,5 punti percentuali al 6,25 per cento.
- 17 dicembre** La *Banque de France* diminuisce il tasso di intervento sul mercato monetario di 0,05 punti percentuali al 3,15 per cento (a partire dal 20 dicembre) e il tasso di rifinanziamento a 5-10 giorni di 0,15 punti percentuali al 4,6 per cento.  
La *Sveriges Riksbank* taglia il tasso sulle operazioni pronti contro termine di 0,25 punti percentuali al 4,1 per cento.
- 18 dicembre** La *Banca di Grecia* riduce il tasso di sconto di 1 punto percentuale al 16,5 per cento.  
La *Oesterreichische Nationalbank* annuncia che esenterà dai requisiti minimi di riserva tutti i depositi di soggetti residenti non bancari relativi ad operazioni pronti contro termine in titoli. La misura diventa effettiva a partire dal mese di gennaio 1997.
- 19 dicembre** La *Deutsche Bundesbank* fissa l'obiettivo per la crescita di M3 nel 1997 e nel 1998 al 5 per cento circa e determina la fascia-obiettivo per il 1997 al 3,5-6,5 per cento, rispetto al precedente 4-7 per cento.  
Il *Banco de Portugal* diminuisce il tasso sui finanziamenti *overnight*, il tasso di assorbimento della liquidità e il tasso sulle operazioni pronti contro termine di 0,2 punti percentuali all'8,3 per cento, 6,2 per cento e 6,7 per cento, rispettivamente.

## **Altre pubblicazioni dell'IME <sup>1</sup>**

"Role and functions of the European Monetary Institute", febbraio 1996.

"Payment systems in the European Union" (the "Blue Book"), aprile 1996.

"The statistical requirements for Monetary Union", luglio 1996, trad. it. "Requisiti statistici per l'Unione Monetaria".

"First progress report on the TARGET project", agosto 1996, trad. it. "Primo Rapporto sullo stato di avanzamento del Progetto TARGET", a cura della Banca d'Italia, Bollettino Economico n. 27.

"Progress towards convergence 1996", novembre 1996, trad. it. "I progressi verso la convergenza 1996".

"The single monetary policy in Stage Three - Specification of the operational framework", gennaio 1997, trad. it. "La politica monetaria unica nella Terza Fase - Definizione dell'assetto operativo", gennaio 1997.

"Payment systems in the European Union - Addendum incorporating 1995 figures" ("Blue Book" addendum), gennaio 1997.

"EU securities settlement systems - Issues related to Stage Three of EMU", febbraio 1997.

"The single monetary policy in Stage Three - Elements of the monetary policy strategy of the ESCB", febbraio 1997.

"Developments in EU payment systems in 1996", che verrà pubblicato nell'aprile 1997.<sup>2</sup>

"Recent developments in the use of the private ECU: statistical survey", che verrà pubblicato nell'aprile 1997.<sup>3</sup>

---

<sup>1</sup> Dall'inizio del 1996.

<sup>2</sup> Un rapporto relativo agli sviluppi nel 1995 è stato pubblicato nel marzo seguente.

<sup>3</sup> La prima edizione di questa rassegna annuale è stata pubblicata nel febbraio del 1991.