



BANCA CENTRALE EUROPEA

BCE ECB EZB EKT EKP

1000

D 001 A1 100 EURO 100 EYP  
EURO 100 EYPΩ 100 EURO 100  
100 EYPΩ 100 EURO 100 EYPΩ  
EURO 100 EYPΩ 100 EURO 100  
EYPΩ 100 EURO 100 EYPΩ  
100 EYPΩ 100 EURO 100 E  
100 EURO 100 EYPΩ  
Ω 100 EURO 100 E  
EURO 100 EYPΩ  
100 EURO 100 EYPΩ  
RO 100 EYPΩ  
EURO 100 EYPΩ

LA  
POLITICA  
MONETARIA  
DELLA BCE

2004

© Banca Centrale Europea, 2005

**Indirizzo**

Kaiserstrasse 29  
60311 Frankfurt am Main - Germany

**Indirizzo postale**

Postfach 16 03 19  
60066 Frankfurt am Main - Germany

**Telefono**

+49 69 1344 0

**Sito internet**

<http://www.ecb.int>

**Fax**

+49 69 1344 6000

**Telex**

411 144 ecb d

*Questa pubblicazione è stata  
predisposta sotto la responsabilità  
del Comitato esecutivo della BCE.*

*Traduzione e pubblicazione  
a cura della Banca d'Italia.  
Tutti i diritti riservati.*

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

*Le statistiche contenute  
in questo numero sono aggiornate  
a giugno 2004.*

ISBN 92-9181-713-9 (stampa)

ISBN 92-9181-714-7 (online)

*Stampato nel mese di luglio 2005  
presso il Centro Stampa  
della Banca d'Italia in Roma.*

# INDICE

<b>PREFAZIONE DEL PRESIDENTE</b>	<b>7</b>
----------------------------------	----------

## **CAPITOLO I**

Il quadro istituzionale della politica monetaria unica	9
--	---

## **CAPITOLO 2**

<b>La struttura economica e finanziaria dell'area dell'euro</b>	<b>19</b>
2.1 Caratteristiche salienti dell'economia reale	19
2.2 Il mercato del lavoro	21
2.3 Il settore pubblico	23
2.4 Il commercio con l'estero	27
2.5 La struttura finanziaria	28
2.6 I mercati finanziari	30
2.7 Gli intermediari finanziari	37

## **CAPITOLO 3**

<b>La strategia di politica monetaria della BCE</b>	<b>43</b>
3.1 Il ruolo della politica monetaria e i vantaggi della stabilità dei prezzi	43
3.2 Il meccanismo di trasmissione della politica monetaria	46
3.3 La strategia di politica monetaria della BCE: principi generali	52
3.4 La definizione quantitativa della stabilità dei prezzi adottata dalla BCE	53
3.5 L'analisi dei rischi per la stabilità dei prezzi nella strategia di politica monetaria della BCE	58
3.6 Responsabilità per il proprio operato, trasparenza e comunicazione	71

## **CAPITOLO 4**

<b>L'attuazione della politica monetaria</b>	<b>76</b>
4.1 I principi generali e gli obiettivi che sottendono alla concezione dell'assetto operativo	76
4.2 Aspetti salienti dell'assetto operativo dell'Eurosistema	78
4.3 La riserva obbligatoria	82
4.4 Le operazioni di mercato aperto	86
4.5 Le operazioni attivabili su iniziativa delle controparti	91
4.6 Liquidità messa a disposizione dalla banca centrale e fabbisogno del sistema bancario	91
4.7 L'esperienza da gennaio del 1999 a giugno del 2003	95

## **CAPITOLO 5**

<b>L'esperienza dei primi anni di conduzione della politica monetaria unica</b>	<b>98</b>
5.1 Introduzione	98

5.2	Gli sviluppi salienti	99
5.3	Una valutazione della politica monetaria nel periodo considerato	106

## **APPENDICE**

	<b>Cenni storici – Le tre fasi dell’Unione economica e monetaria (UEM)</b>	<b>109</b>
--	--	------------

	<b>GLOSSARIO</b>	<b>112</b>
--	------------------	------------

	<b>BIBLIOGRAFIA</b>	<b>129</b>
--	---------------------	------------

	<b>INDICE ANALITICO</b>	<b>135</b>
--	-------------------------	------------

## **RIQUADRI**

1.1	Principali disposizioni del Trattato e dello Statuto del SEBC	14
2.1	Dispositivi istituzionali in ambito UE atti ad assicurare la solidità delle finanze pubbliche	25
2.2	I mercati finanziari: termini chiave	32
2.3	Gli aggregati monetari	38
3.1	L’evidenza empirica sulla trasmissione della politica monetaria nell’area dell’euro	50
3.2	La costruzione e le caratteristiche dello IAPC	55
3.3	L’orientamento a medio termine della politica monetaria della BCE	58
3.4	Le strategie alternative di politica monetaria	59
3.5	Le statistiche sugli andamenti economici e finanziari nell’area dell’euro	62
3.6	La moneta e i prezzi nel lungo periodo	67
3.7	Il valore di riferimento della BCE per la crescita della moneta	69
3.8	I principali canali di comunicazione utilizzati dalla BCE	74
4.1	Controparti e garanzie	79
4.2	Modifica della durata delle operazioni di rifinanziamento principali e dei periodi di mantenimento della riserva da marzo 2004	83
4.3	Le tipologie di operazioni di mercato aperto	89

## **TAVOLE**

2.1	Caratteristiche salienti dell’economia reale dell’area dell’euro nel 2002	20
2.2	Tassi di attività per sesso e classi d’età nell’area dell’euro e negli Stati Uniti nel 2002	22
2.3	Commercio con l’estero dell’area dell’euro (beni) nel 2002	27
2.4	Investimenti finanziari e fonti di finanziamento dei settori non finanziari nell’area dell’euro a fine 2002	30
2.5	Consistenze dei titoli di debito a breve termine denominati in euro emessi da residenti nell’area dell’euro	34
2.6	Consistenze dei titoli di debito a lungo termine denominati in euro emessi da residenti nell’area dell’euro	35

2.7	Consistenze dei titoli di debito denominati in moneta nazionale emessi da residenti nell'area dell'euro, negli Stati Uniti e in Giappone, a fine 2002	35
2.8	Capitalizzazione di borsa nell'area dell'euro, negli Stati Uniti e in Giappone	36
2.9	Numero delle società nazionali ed estere quotate in borsa nell'area dell'euro, negli Stati Uniti e in Giappone	36
2.10	Numero delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) nell'area dell'euro	37
2.11	Definizioni degli aggregati monetari dell'area dell'euro	38
2.12	Depositi e prestiti bancari nell'area dell'euro, negli Stati Uniti e in Giappone, a fine 2002	41
3.1	Stime delle risposte del PIL reale e dei prezzi al consumo a un incremento di 1 punto percentuale del tasso di interesse di riferimento dell'area dell'euro	51
3.2	Ponderazione delle principali componenti dello IAPC applicabile per il 2003	55
4.1	Operazioni di mercato aperto e operazioni attivabili su iniziativa delle controparti	78
4.2	Passività delle istituzioni creditizie incluse nell'aggregato soggetto a riserva	82
4.3	Struttura del bilancio della banca centrale	93
4.4	Contributi alla liquidità del sistema bancario	94

## FIGURE

1.1	Gli organi decisionali della BCE	11
2.1	Distribuzione per classi di età della popolazione totale nel 2002	19
2.2	Disoccupazione nell'area dell'euro, negli Stati Uniti e in Giappone	22
2.3	Disavanzo e debito delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro	24
2.4	Pesi dei 20 maggiori paesi partner commerciali nel commercio con l'estero dell'area dell'euro	28
2.5	Funzioni del sistema finanziario	29
2.6	Quote percentuali delle componenti di M3 a fine 2002	39
2.7	Composizione del bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro (incluso l'Eurosistema) a fine 2002	40
3.1	Illustrazione sintetica del meccanismo di trasmissione dai tassi di interessi ai prezzi	47
3.2	La strategia di politica monetaria della BCE orientata alla stabilità	71
4.1	Tassi di interesse di riferimento della BCE e tasso Eonia	81
4.2	Funzionamento del regime di riserva obbligatoria dell'Eurosistema	85
4.3	Ricorso alle operazioni su iniziativa delle controparti da gennaio 1999 a giugno 2003	90
4.4	Ricorso alle operazioni su iniziativa delle controparti durante un periodo di mantenimento	92
4.5	Ammontare in essere delle operazioni di rifinanziamento principali e a più lungo termine	95

4.6	Riserva obbligatoria e fattori autonomi di liquidità	<b>96</b>
5.1	Inflazione misurata sullo IAPC	<b>99</b>
5.2	Tasso di cambio effettivo nominale dell'euro e prezzi del petrolio	<b>100</b>
5.3	Moneta M1 e prestiti al settore privato	<b>101</b>
5.4	Crescita della moneta M3 e valore di riferimento	<b>101</b>
5.5	PIL, produzione industriale e clima di fiducia delle imprese industriali nell'area dell'euro	<b>102</b>
5.6	Indicatori delle aspettative di inflazione a lungo termine nell'area dell'euro	<b>103</b>

## PREFAZIONE DEL PRESIDENTE

Dal 1° gennaio 1999 la Banca Centrale Europea (BCE) assicura la conduzione della politica monetaria unica per l'area dell'euro. Il Trattato sull'Unione europea assegna all'Eurosistema l'obiettivo primario di mantenere la stabilità dei prezzi: ciò riflette l'opinione ampiamente condivisa secondo la quale la salvaguardia di tale stabilità sia il contributo migliore che la politica monetaria può fornire alla crescita economica, alla creazione di posti di lavoro e alla coesione sociale.

In ottobre del 1998 il Consiglio direttivo ha adottato la propria strategia di politica monetaria, presentandola al pubblico con largo anticipo rispetto all'introduzione della moneta unica. Tale strategia ha raggiunto lo scopo di fornire un solido quadro di riferimento per l'adozione delle decisioni nonché il contesto entro il quale rendere conto del proprio operato dinanzi ai cittadini. Ciò ha avuto importanza cruciale per porre su solide basi la credibilità della BCE e la fiducia nell'euro, sin dal principio.

Nei primi anni, la politica monetaria unica ha affrontato una serie di sfide impegnative. La BCE ha dovuto fronteggiare il quadruplicarsi del prezzo del petrolio e marcate oscillazioni nei mercati valutari e azionari. Essa ha dovuto inoltre gestire il periodo di incertezza in cui l'economia mondiale è entrata all'indomani dagli attacchi terroristici dell'11 settembre 2001 e le connesse tensioni geopolitiche. Nonostante tale contesto delicato,

la BCE è stata in grado di conquistare e consolidare la fiducia del pubblico e dei mercati. L'inflazione è stata mantenuta su livelli bassi, malgrado i considerevoli shock avversi, e gli indicatori relativi alle aspettative di inflazione a lungo termine sono rimasti in linea con la definizione di stabilità dei prezzi della BCE.

Nel contempo, l'Eurosistema ha svolto le proprie attività secondo i più elevati standard tecnici. Il quadro operativo per la politica monetaria ha funzionato in modo estremamente ordinato sin dall'introduzione dell'euro nel 1999 e, conseguentemente, la volatilità dei tassi di interesse a breve termine è risultata modesta.

Al fine di spiegare a un pubblico più vasto gli aspetti salienti della politica monetaria unica, questo libro fornisce una visione d'insieme esauriente della politica monetaria della BCE e del contesto economico e istituzionale che le fa da sfondo. La prima edizione, prodotta nel 2001, è stata tradotta nella maggior parte delle lingue ufficiali della Comunità, oltre che in cinese, coreano e giapponese. Considerato il vivo interesse da essa suscitato, in Europa come all'estero, e visti gli sviluppi degli ultimi due anni, la BCE ha deciso di predisporre una versione aggiornata.

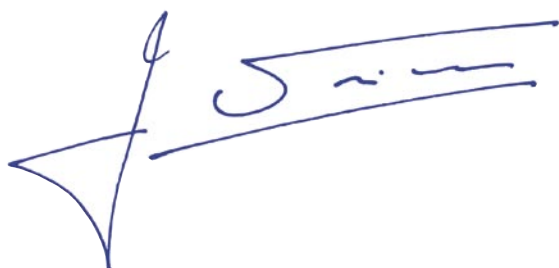
La struttura della seconda edizione rispecchia quella della prima fornendo un aggiornamento sulla struttura economica e finanziaria

dell'area dell'euro. I contenuti sono stati rivisti in linea con la conferma e con le precisazioni sulla strategia di politica monetaria della BCE fornite dal Consiglio direttivo nel maggio del 2003. Si è tenuto conto inoltre di alcune modifiche intervenute nel quadro operativo dell'Eurosistema, nonché dell'esperienza da noi maturata concretamente

nell'elaborazione delle decisioni di politica monetaria dalla pubblicazione della prima edizione.

Sono certo che questa nuova edizione potrà fornire un ulteriore contributo verso una comprensione, nei limiti del possibile, sempre migliore della politica monetaria della BCE.

Francoforte sul Meno, gennaio  
2004

A handwritten signature in blue ink, consisting of a stylized initial 'J' followed by 'C. Trichet'.

Jean-Claude Trichet



# I IL QUADRO ISTITUZIONALE DELLA POLITICA MONETARIA UNICA

Il 1° gennaio 1999 la Banca centrale europea (BCE) ha assunto la responsabilità della politica monetaria nell'area dell'euro, il secondo spazio economico al mondo in ordine di grandezza dopo gli Stati Uniti. Il trasferimento della responsabilità della politica monetaria dalle undici banche centrali nazionali – divenute dodici con la partecipazione della Grecia, il 1° gennaio 2001 – a un nuovo organo sovranazionale ha segnato una pietra miliare nel lungo e complesso processo di integrazione fra i paesi europei. Preliminarmente all'adozione dell'euro tutti i paesi candidati hanno dovuto soddisfare alcuni criteri di convergenza, intesi a garantire i presupposti economici e giuridici per partecipare con successo a un'unione monetaria orientata alla stabilità. Questo capitolo descrive gli aspetti istituzionali più rilevanti ai fini della comprensione della politica monetaria della BCE.

## La BCE, il SEBC e l'Eurosistema

Il Trattato è la base giuridica della politica monetaria unica ...

La base giuridica della politica monetaria unica è il Trattato che istituisce la Comunità europea (versione emendata), i cui passi fondamentali in materia sono riportati nel riquadro 1.1<sup>1)</sup>.

... e ha istituito la BCE e il SEBC

Il Trattato e lo Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea (Statuto del SEBC), allegato al Trattato come protocollo, hanno istituito la BCE e il Sistema europeo di banche centrali (SEBC) con effetto dal 1° giugno 1998. Il SEBC comprende la BCE e le banche centrali nazionali (BCN) di tutti gli Stati membri dell'UE (articolo 107, paragrafo 1, del Trattato<sup>2)</sup>).

Il termine "Eurosistema" designa la BCE e le BCN degli Stati membri che hanno adottato la moneta unica;<sup>3)</sup> la distinzione rispetto al SEBC sarà necessaria finché vi saranno Stati membri che non hanno adottato l'euro. Il termine "area dell'euro" indica lo spazio economico comprendente gli Stati membri dell'UE che hanno adottato la valuta europea.

I termini "Eurosistema" e "area dell'euro"

## L'obiettivo della politica monetaria unica e i compiti da assolvere tramite l'Eurosistema

Il Trattato (articolo 105, paragrafo 1) – che fa riferimento al SEBC e non all'Eurosistema, essendo stato redatto in base all'assunto che tutti gli Stati membri dell'UE avrebbero infine adottato l'euro – sta-

L'importanza prioritaria della stabilità dei prezzi

- 1) Nel giugno del 2003 la Convenzione europea sul futuro dell'Europa ha presentato al Consiglio europeo un progetto di trattato che istituisce una Costituzione per l'Europa ("progetto di Costituzione"). Alla fine del 2003 tale progetto costituiva la base di discussione per la Conferenza intergovernativa sul futuro dell'Unione; le principali disposizioni relative alla politica monetaria unica vi erano state incluse senza modifiche sostanziali.
- 2) Diversamente dal SEBC nel suo insieme, la BCE è stata dotata di personalità giuridica dal Trattato. Ciascuna BCN ha personalità giuridica, in conformità di quanto disposto dalla legislazione nazionale del rispettivo paese.
- 3) I governatori delle BCN degli Stati membri dell'UE che non hanno adottato l'euro non partecipano alla definizione delle decisioni di politica monetaria unica, né le rispettive BCN prendono parte alla loro attuazione operativa.

tuisce che “l’obiettivo principale del SEBC è il mantenimento della stabilità dei prezzi” e che “fatto salvo l’obiettivo della stabilità dei prezzi, il SEBC sostiene le politiche economiche generali nella Comunità al fine di contribuire alla realizzazione degli obiettivi della Comunità definiti nell’articolo 2”. A questo riguardo, l’articolo 2 del Trattato menziona fra gli obiettivi della Comunità “un elevato livello di occupazione (...), una crescita sostenibile e non inflazionistica, un alto grado di competitività e di convergenza dei risultati economici”. Il Trattato stabilisce quindi per la BCE una chiara gerarchia di obiettivi e assegna un’importanza preminente alla stabilità dei prezzi. Disponendo che la politica monetaria della BCE debba incentrarsi su questo obiettivo primario, il Trattato sottolinea come la salvaguardia della stabilità dei prezzi sia il contributo più importante che la politica monetaria può dare al conseguimento di un contesto economico favorevole e di un elevato livello di occupazione.

**I compiti fondamentali dell'Eurosistema**

Ai sensi del Trattato (articolo 105, paragrafo 2) e dello Statuto del SEBC (articolo 3), i compiti fondamentali da assolvere tramite l’Eurosistema sono:

- definire e attuare la politica monetaria dell’area dell’euro;
- svolgere le operazioni sui cambi;
- detenere e gestire le riserve ufficiali degli Stati membri;
- promuovere il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento.

La BCE ha il diritto esclusivo di autorizzare l’emissione di banconote all’interno dell’area dell’euro. In collaborazione con le BCN, essa acquisisce dalle competenti

autorità nazionali, oppure direttamente dagli operatori economici, le informazioni statistiche necessarie all’assolvimento dei compiti dell’Eurosistema. Quest’ultimo inoltre contribuisce alla regolare conduzione delle politiche perseguite dalle autorità preposte alla vigilanza prudenziale sulle istituzioni creditizie e alla stabilità del sistema finanziario. Conformemente all’articolo 6 dello Statuto del SEBC, la BCE e, con l’assenso di questa, le BCN possono partecipare a istituzioni monetarie internazionali. La BCE decide le modalità di rappresentanza dell’Eurosistema nell’ambito della cooperazione internazionale.

### **Gli organi decisionali della BCE**

Due sono gli organi decisionali della BCE competenti per la preparazione, la conduzione e l’attuazione della politica monetaria unica: il Consiglio direttivo e il Comitato esecutivo (cfr. figura 1.1). Un terzo organo decisionale è rappresentato dal Consiglio generale.

**Il Consiglio direttivo della BCE**

Il Consiglio direttivo della BCE è formato dai sei membri del Comitato esecutivo e dai governatori delle BCN dell’area dell’euro (dodici governatori nel 2003). Entrambi gli organi decisionali sono presieduti dal Presidente della BCE o, in sua assenza, dal Vicepresidente. Le funzioni del Consiglio direttivo sono le seguenti:

- adottare le decisioni e gli indirizzi necessari ad assicurare l’assolvimento dei compiti affidati all’Eurosistema;
- formulare la politica monetaria dell’area dell’euro.

Conformemente allo Statuto del SEBC (articolo 12.1), la formulazio-

Figura 1.1 Gli organi decisionali della BCE



ne della politica monetaria per l'area dell'euro comprende le decisioni relative "agli obiettivi monetari intermedi, ai tassi d'interesse guida e all'offerta di riserve" nell'Eurosistema. Inoltre, il Consiglio direttivo stabilisce gli indirizzi necessari per l'attuazione di tali decisioni.

#### Il Comitato esecutivo della BCE

Il Comitato esecutivo è composto dal Presidente e dal Vicepresidente della BCE e da altri quattro membri, tutti nominati di comune accordo dai capi di Stato o di governo dei paesi dell'area dell'euro. In conformità con lo Statuto del SEBC (articoli 12.1 e 12.2), le funzioni del Comitato esecutivo sono:

- preparare le riunioni del Consiglio direttivo;
- attuare la politica monetaria secondo gli indirizzi e le decisioni del Consiglio direttivo e, a tal fine,

impartire le necessarie istruzioni alle BCN dell'area dell'euro;

- gestire gli affari correnti della BCE;
- esercitare alcuni poteri ad esso delegati dal Consiglio direttivo, che possono anche avere natura regolamentare.

Il Consiglio generale è composto dal Presidente e dal Vicepresidente della BCE e dai governatori delle BCN di tutti gli Stati membri dell'UE (passati da quindici nel 2003 a venticinque in seguito all'allargamento dell'UE, il 1° maggio 2004). Quest'organo, che non ha responsabilità in ordine alle decisioni di politica monetaria nell'area dell'euro, ha rilevato taluni compiti dall'Istituto Monetario Europeo (IME)<sup>4)</sup> che devono essere ancora svolti in quanto non tutti gli Stati

#### Il Consiglio generale della BCE

4) Fondato il 1° gennaio 1994, l'IME è stato posto in liquidazione in seguito alla costituzione della BCE, il 1° giugno 1998. Oltre a svolgere i preparativi necessari per la costituzione del SEBC, all'IME era stato affidato il compito di rafforzare la cooperazione tra le banche centrali e il coordinamento delle politiche monetarie. Per una cronologia dettagliata delle diverse fasi dell'Unione economica e monetaria (UEM) si rimanda all'appendice.

membri dell'UE hanno adottato la moneta unica. In applicazione dello Statuto del SEBC (articoli 44, 45 e 47) e del Trattato (articolo 117, paragrafo 2), il Consiglio generale concorre:

- a rafforzare il coordinamento delle politiche monetarie degli Stati membri che ancora non hanno adottato l'euro, con lo scopo di garantire la stabilità dei prezzi;
- alla raccolta di informazioni statistiche;
- alla redazione di rapporti sulle attività della BCE;
- ai preparativi necessari per fissare irrevocabilmente i tassi di cambio, rispetto all'euro, delle valute degli Stati membri che non hanno ancora introdotto la moneta europea.

### **Le modalità di voto del Consiglio direttivo**

Principi di base

Lo Statuto del SEBC dispone che, nell'adottare le decisioni riguardanti la politica monetaria e gli altri compiti dell'Eurosistema, il Consiglio direttivo delibera a maggioranza semplice: ciascun membro ha diritto a un voto e, in caso di parità, prevale il voto del Presidente della BCE. Le decisioni di politica monetaria devono fondarsi su una prospettiva relativa all'intera area dell'euro. Nell'assumere le decisioni, i membri di quest'organo non agiscono in veste di rappresentanti nazionali, ma a titolo personale e con piena indipendenza.

L'adeguamento delle modalità di voto del Consiglio direttivo

Il Consiglio direttivo dovrà continuare ad assumere le proprie decisioni con efficienza e tempestività anche in un'area dell'euro allargata. A tal fine, preliminarmente

all'adesione all'UE di dieci nuovi paesi il 1° maggio 2004, il Consiglio europeo ha approvato il 21 marzo 2003 un emendamento dello Statuto del SEBC, fornendo la base giuridica per un adeguamento delle modalità di voto del Consiglio direttivo<sup>5)</sup>. Secondo le nuove modalità i sei membri del Comitato esecutivo manterranno il diritto di voto in via permanente, mentre i governatori delle BCN lo eserciteranno sulla base di un sistema di rotazione dal momento in cui il numero dei paesi dell'area dell'euro risulti superiore a quindici. Tutti i governatori tuttavia continueranno a partecipare alle riunioni del Consiglio direttivo, indipendentemente dal fatto che abbiano, nel periodo in cui si svolge la riunione, diritto al voto.

### **Indipendenza della banca centrale**

Il quadro istituzionale in cui si iscrive la politica monetaria unica istituisce una banca centrale sottratta alle influenze politiche. Un'ampia base di analisi teoriche, suffragate da sostanziali riscontri empirici, mostra che l'indipendenza della banca centrale favorisce il mantenimento della stabilità dei prezzi.

L'indipendenza dalle influenze politiche

L'articolo 108 del Trattato sancisce l'importante principio dell'indipendenza della banca centrale. Nell'esercizio dei poteri e nell'assolvimento dei compiti e dei doveri loro assegnati, né la BCE né le BCN, né i membri dei rispettivi organi decisionali possono sollecitare o accettare istruzioni dalle istituzioni o dagli organi comunitari, dai gover-

5) La decisione è stata sottoposta a tutti gli Stati membri per la ratifica in conformità con i rispettivi ordinamenti costituzionali.

ni degli Stati membri o da qualsiasi altro organismo. Le istituzioni e gli organi comunitari e i governi degli Stati membri si impegnano a rispettare questo principio e a non cercare di influenzare i membri degli organi decisionali della BCE.

**Ulteriori disposizioni a salvaguardia dell'indipendenza**

Altre disposizioni sono previste a salvaguardia dell'indipendenza dell'Eurosistema e degli organi decisionali della BCE. Ad esempio, la gestione finanziaria di quest'ultima è tenuta distinta da quella della Comunità europea. La BCE dispone di un bilancio proprio, e il suo capitale è sottoscritto e versato dalle BCN dell'area dell'euro. Anche la lunga durata del mandato dei membri del Consiglio direttivo e il principio della non rinnovabilità di quello dei membri del Comitato esecutivo contribuiscono a minimizzare il rischio di pressioni politiche sui singoli individui. Inoltre, l'indipendenza dell'Eurosistema è preservata dal divieto posto dal Trattato all'erogazione di credito al settore pubblico da parte della banca centrale (cfr. riquadro 2.1).

**Anche la politica del cambio è incentrata sulla stabilità dei prezzi**

Il Trattato contiene altresì disposizioni intese a garantire che la politica del cambio unica sia del tutto compatibile con il perseguimento dell'obiettivo della stabilità dei prezzi. Sebbene il Trattato preveda che le decisioni in materia di politica del cambio competano congiuntamente al Consiglio Ecofin e alla BCE, le sue disposizioni assicurano la piena coerenza di tale politica con l'obiettivo primario della politica monetaria unica. Anzitutto, l'articolo 4 del Trattato afferma

esplicitamente che l'obiettivo principale sia della politica monetaria unica sia della politica del cambio deve essere il mantenimento della stabilità dei prezzi. Inoltre, per quanto concerne il quadro d'insieme entro il quale deve espletarsi la politica del cambio, il Trattato prescrive che le decisioni in quest'area non debbano recare pregiudizio al perseguimento del suddetto obiettivo. Infine, all'Eurosistema è riservata la competenza esclusiva di decidere e attuare operazioni sul mercato valutario.

### **Obblighi di rendiconto**

L'indipendenza di una banca centrale si legittima nella misura in cui questa è chiamata a rispondere di fronte alle istituzioni democratiche e ai cittadini degli atti compiuti nell'assolvimento del proprio mandato. Senza ledere l'autonomia dell'Eurosistema, l'articolo 15 dello Statuto del SEBC impone alla BCE precisi obblighi di rendiconto. Quest'ultima è tenuta a pubblicare rapporti trimestrali sull'attività dell'Eurosistema, nonché comunicati settimanali sulla situazione contabile consolidata. Inoltre, essa deve redigere un rapporto annuale sulla propria attività e sulla politica monetaria dell'anno precedente e di quello corrente. Tale rapporto deve essere sottoposto al Parlamento europeo, al Consiglio UE, alla Commissione europea e al Consiglio europeo. Per assicurare il massimo livello possibile di trasparenza, la BCE ha deciso di andare al di là di queste prescrizioni statutarie in materia di rendiconto (cfr. capitolo 3).

**Disposizioni relative alla responsabilità per il proprio operato**

## Riquadro I Principali disposizioni del Trattato e dello Statuto del SEBC

In questo riquadro sono riportate alcune delle disposizioni del Trattato e dello Statuto del SEBC di maggiore rilevanza ai fini della conduzione della politica monetaria. La versione integrale dei due testi giuridici è consultabile sui siti Internet dell'Unione europea ([www.eu.int](http://www.eu.int)) e della BCE ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)).

### I PASSI DAL TRATTATO CHE ISTITUISCE LA COMUNITÀ EUROPEA

#### Articolo 2

La Comunità ha il compito di promuovere nell'insieme della Comunità, mediante l'instaurazione di un mercato comune e di un'unione economica e monetaria e mediante l'attuazione delle politiche e delle azioni comuni di cui agli articoli 3 e 4, uno sviluppo armonioso, equilibrato e sostenibile delle attività economiche, una crescita sostenibile e non inflazionistica, un elevato grado di convergenza dei risultati economici, un elevato livello di protezione dell'ambiente e il miglioramento di quest'ultimo, un elevato livello di occupazione e di protezione sociale, il miglioramento del tenore e della qualità della vita, la coesione economica e sociale e la solidarietà tra Stati membri.

#### Articolo 4

1. Ai fini enunciati all'articolo 2, l'azione degli Stati membri e della Comunità comprende, alle condizioni e secondo il ritmo previsti dal presente trattato, l'adozione di una politica economica che è fondata sullo stretto coordinamento delle politiche degli Stati membri, sul mercato interno e sulla definizione di obiettivi comuni, condotta conformemente al principio di un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza.

2. Parallelamente, alle condizioni e secondo il ritmo e le procedure previsti dal presente trattato, questa azione comprende la fissazione irrevocabile dei tassi di cambio che comporterà l'introduzione di una moneta unica, l'ecu, nonché la definizione e la conduzione di una politica monetaria e di una politica del cambio uniche, che abbiano l'obiettivo principale di mantenere la stabilità dei prezzi e, fatto salvo questo obiettivo, di sostenere le politiche economiche generali nella Comunità conformemente al principio di un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza.

3. Queste azioni degli Stati membri e della Comunità implicano il rispetto dei seguenti principi direttivi: prezzi stabili, finanze pubbliche e condizioni monetarie sane nonché bilancia dei pagamenti sostenibile.

#### Articolo 105

1. L'obiettivo principale del SEBC è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Fatto salvo l'obiettivo della stabilità dei prezzi, il SEBC sostiene le politiche economiche generali nella Comunità al fine di contribuire alla realizzazione degli obiettivi della Comunità definiti nell'articolo 2. Il SEBC agisce in conformità del principio di un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza, favorendo una efficace allocazione delle risorse e rispettando i principi di cui all'articolo 4.

2. I compiti fondamentali da assolvere tramite il SEBC sono i seguenti:
- definire e attuare la politica monetaria della Comunità;
  - svolgere le operazioni sui cambi in linea con le disposizioni dell'articolo 111;
  - detenere e gestire le riserve ufficiali in valuta estera degli Stati membri;
  - promuovere il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento.
3. Il paragrafo 2, terzo trattino, non pregiudica la detenzione e la gestione da parte dei governi degli Stati membri di saldi operativi in valuta estera.
4. La BCE viene consultata:
- in merito a qualsiasi proposta di atto comunitario che rientri nelle sue competenze;
  - dalle autorità nazionali, sui progetti di disposizioni legislative che rientrino nelle sue competenze, ma entro i limiti e alle condizioni stabiliti dal Consiglio, secondo la procedura di cui all'articolo 107, paragrafo 6. La BCE può formulare pareri da sottoporre alle istituzioni o agli organi comunitari competenti o alle autorità nazionali su questioni che rientrano nelle sue competenze.
5. Il SEBC contribuisce ad una buona conduzione delle politiche perseguite dalle competenti autorità per quanto riguarda la vigilanza prudenziale degli enti creditizi e la stabilità del sistema finanziario.
6. Il Consiglio, deliberando all'unanimità su proposta della Commissione e previa consultazione della BCE, nonché previo parere conforme del Parlamento europeo, può affidare alla BCE compiti specifici in merito alle politiche che riguardano la vigilanza prudenziale degli enti creditizi e delle altre istituzioni finanziarie, escluse le imprese di assicurazione.

#### **Articolo 107**

1. Il SEBC è composto dalla BCE e dalle banche centrali nazionali.
2. La BCE ha personalità giuridica.
3. Il SEBC è retto dagli organi decisionali della BCE che sono il consiglio direttivo e il comitato esecutivo. [...]

#### **Articolo 108**

Nell'esercizio dei poteri e nell'assolvimento dei compiti e dei doveri loro attribuiti dal presente trattato e dallo statuto del SEBC, né la BCE né una banca centrale nazionale né un membro dei rispettivi organi decisionali possono sollecitare o accettare istruzioni dalle istituzioni o dagli organi comunitari, dai governi degli Stati membri né da qualsiasi altro organismo. Le istituzioni e gli organi comunitari nonché i governi degli Stati membri si impegnano a rispettare questo principio e a non cercare di influenzare i membri degli organi decisionali della BCE o delle banche centrali nazionali nell'assolvimento dei loro compiti.

### **2. PASSI DAL PROTOCOLLO (N. 18) SULLO STATUTO DEL SISTEMA EUROPEO DI BANCHE CENTRALI E DELLA BANCA CENTRALE EUROPEA**

#### **Articolo 12 (Responsabilità degli organi decisionali)**

1. Il consiglio direttivo adotta gli indirizzi e prende le decisioni necessarie ad assicurare l'assolvimento dei compiti affidati al SEBC ai sensi del trattato e del presente statuto. Il consiglio direttivo formula la politica monetaria della Comu-

nità ivi comprese, a seconda dei casi, le decisioni relative agli obiettivi monetari intermedi, ai tassi di interesse guida e all'offerta di riserve nel SEBC e stabilisce i necessari indirizzi per la loro attuazione. Il comitato esecutivo attua la politica monetaria secondo le decisioni e gli indirizzi stabiliti dal consiglio direttivo, impartendo le necessarie istruzioni alle banche centrali nazionali. Al comitato esecutivo possono inoltre essere delegati taluni poteri quando lo decide il consiglio direttivo. Per quanto possibile ed opportuno, fatto salvo il disposto del presente articolo, la BCE si avvale delle banche centrali nazionali per eseguire operazioni che rientrano nei compiti del SEBC.

2. Il comitato esecutivo ha il compito di preparare le riunioni del Consiglio direttivo [...].

#### **Articolo 15 (Obblighi di rendiconto)**

1. La BCE compila e pubblica rapporti sulle attività del SEBC almeno ogni tre mesi.

2. Un rendiconto finanziario consolidato del SEBC viene pubblicato ogni settimana.

3. Conformemente all'articolo 113, paragrafo 3, del trattato, la BCE trasmette al Parlamento europeo, al Consiglio e alla Commissione, nonché al Consiglio europeo, una relazione annuale sulle attività del SEBC e sulla politica monetaria dell'anno precedente e dell'anno in corso.

4. Le relazioni e i rendiconti di cui al presente articolo sono messi a disposizione dei soggetti interessati gratuitamente.

#### **Articolo 17 (Conti presso la BCE e le banche centrali nazionali)**

Al fine di svolgere le loro operazioni, la BCE e le banche centrali nazionali possono aprire conti intestati a enti creditizi, organismi pubblici e altri operatori del mercato e accettare come garanzia attività, ivi compresi i titoli scritturali.

#### **Articolo 18 (Operazioni di credito e di mercato aperto)**

1. Al fine di perseguire gli obiettivi del SEBC e di assolvere i propri compiti, la BCE e le banche centrali nazionali hanno la facoltà di:

- operare sui mercati finanziari comprando e vendendo a titolo definitivo (a pronti e a termine), ovvero con operazioni di pronti contro termine, prestando o ricevendo in prestito crediti e strumenti negoziabili, in valute sia comunitarie che di altri paesi, nonché metalli preziosi;
- effettuare operazioni di credito con istituti creditizi ed altri operatori di mercato, erogando i prestiti sulla base di adeguate garanzie.

2. La BCE stabilisce principi generali per le operazioni di credito e di mercato aperto effettuate da essa stessa o dalle banche centrali nazionali, compresi quelli per la comunicazione delle condizioni alle quali esse sono disponibili a partecipare a tali operazioni.

#### **Articolo 19 (Riserve minime)**

1. Fatto salvo l'articolo 2, la BCE, nel perseguimento degli obiettivi della politica monetaria, ha il potere di obbligare gli enti creditizi insediati negli Stati membri a detenere riserve minime in conti presso la BCE e le banche centra-



li nazionali. Regolamenti relativi al calcolo e alla determinazione delle riserve obbligatorie minime possono essere emanati dal consiglio direttivo. In caso di inosservanza, la BCE ha la facoltà di imporre interessi a titolo di penalità e altre sanzioni di analogo effetto.

2. Ai fini dell'applicazione del presente articolo il Consiglio, in conformità della procedura stabilita nell'articolo 42, definisce la base per le riserve minime e i rapporti massimi ammissibili tra dette riserve e la relativa base, nonché le sanzioni appropriate nei casi di inosservanza.



## 2 LA STRUTTURA ECONOMICA E FINANZIARIA DELL'AREA DELL'EURO

Il perseguimento dell'obiettivo della stabilità dei prezzi richiede una chiara comprensione dei fattori che determinano il processo di formazione, inclusa la trasmissione degli impulsi di politica monetaria. Questo capitolo presenta una veduta d'insieme delle principali caratteristiche strutturali, economiche e finanziarie dell'area dell'euro. Vengono innanzitutto considerati gli aspetti salienti dell'economia reale, in particolare la composizione del prodotto, la struttura demografica, il mercato del lavoro, le finanze pubbliche e i flussi commerciali con il resto del mondo. Sono quindi descritte le caratteristiche fondamentali della struttura finanziaria, attraverso un esame del mercato monetario e di quello dei capitali nonché delle principali istituzioni che operano in tale ambito, distinte in istituzioni finanziarie monetarie (IFM) e altri intermediari finanziari.

### 2.1 CARATTERISTICHE SALIENTI DELL'ECONOMIA REALE

L'area dell'euro rappresenta la seconda economia mondiale per dimensioni

Se le singole economie che formano oggi l'area dell'euro possono essere considerate relativamente piccole e aperte agli scambi con l'estero, l'area nel suo insieme costituisce un sistema di grandi dimensioni e molto più chiuso. Pertanto, un esame delle sue caratteristiche strutturali appare più significativo se fatto in raffronto

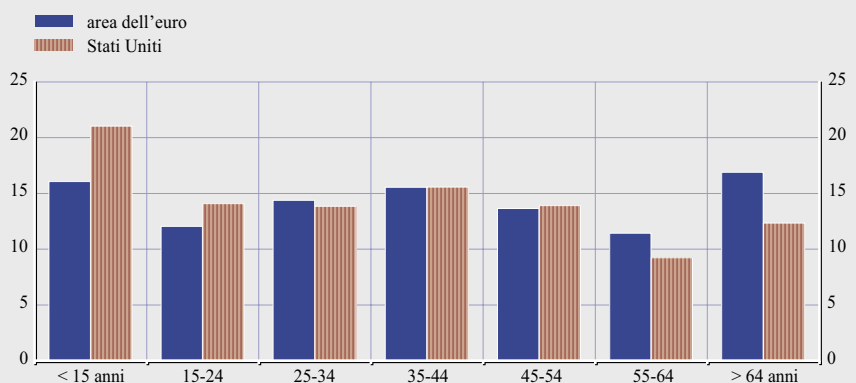
agli Stati Uniti e al Giappone, anziché ai singoli paesi partecipanti. Alcune grandezze macroeconomiche fondamentali dell'area sono riportate nella tavola 2.1.

In termini di popolazione, l'area dell'euro rappresenta la più grande economia sviluppata del mondo: nel 2002 essa contava 308 milioni di abitanti, un numero alquanto maggiore rispetto agli Stati Uniti e più

Popolazione

Figura 2.1 Distribuzione per classi di età della popolazione totale nel 2002

(in percentuale della popolazione totale)



Fonti: Eurostat e US Census Bureau.

**Table 2.1 Caratteristiche salienti dell'economia reale dell'area dell'euro nel 2002**

	Unità di misura	Area dell'euro	Stati Uniti	Giappone
Popolazione <sup>1)</sup>	milioni	307,8	287,5	127,3 <sup>2)</sup>
PIL (contributo al PIL mondiale) <sup>3)</sup>	perc.	15,7	21,1	7,1
PIL pro capite <sup>3)</sup>	migliaia di €	23,0	32,3	23,4 <sup>2)</sup>
Settori produttivi <sup>4)</sup>				
Agricoltura, pesca, silvicoltura	perc. del PIL	2,3	1,3	1,3 <sup>2)</sup>
Industria (comprese costruzioni)	perc. del PIL	27,4	21,6	29,4 <sup>2)</sup>
Servizi (compresi i servizi non market)	perc. del PIL	70,6	77,1	69,3 <sup>2)</sup>
Tasso di disoccupazione (quota sulle forze di lavoro)				
	perc.	8,4	5,8	5,4
Tasso di partecipazione	perc.	68,2	76,4	72,7 <sup>2)</sup>
Tasso di occupazione <sup>5)</sup>	perc.	62,4	71,9	69,1 <sup>2)</sup>
Amministrazioni pubbliche				
Avanzo (+) o disavanzo (-)	perc. del PIL	-2,2	-3,4	-6,7
Debito lordo <sup>6)</sup>	perc. del PIL	69,2	59,2	154,4
Entrate	perc. del PIL	46,1	30,8	33,5
di cui imposte dirette	perc. del PIL	12,2	12,8	9,1
di cui imposte indirette	perc. del PIL	13,4	7,7	8,5
di cui contributi previdenziali	perc. del PIL	16,0	7,2	10,8
Uscite	perc. del PIL	48,4	34,2	40,2
di cui consumi finali	perc. del PIL	20,3	15,6	17,8
di cui trasferimenti sociali	perc. del PIL	17,0	12,1	10,7
Esportazioni di beni <sup>7)</sup>	perc. del PIL	15,0	6,5	8,7 <sup>2)</sup>
Esportazioni di beni e servizi <sup>7)</sup>	perc. del PIL	19,7	9,3	10,7 <sup>2)</sup>
Importazioni di beni <sup>7)</sup>	perc. del PIL	13,2	11,1	7,4 <sup>2)</sup>
Importazioni di beni e servizi <sup>7)</sup>	perc. del PIL	17,7	13,3	10,1 <sup>2)</sup>
Esportazioni (quota delle esportazioni mondiali) <sup>8)</sup>	perc.	31,2	12,4	5,8
Saldo del conto corrente <sup>7)</sup>	perc. del PIL	-0,3	-4,6	2,8

Fonti: Eurostat, FMI, Commissione europea, OCSE, Reuters, BCE ed elaborazioni della BCE.

Nota: tutti gli aggregati riportati nella tabella includono i dati per la Grecia.

1) Area dell'euro: media annua; Stati Uniti: 1° semestre; Giappone: al 1° ottobre.

2) Dati 2001.

3) I dati relativi a Stati Uniti e Giappone sono convertiti in euro usando le parità di potere di acquisto (PPA) elaborate dall'OCSE.

4) Dati basati sul valore aggiunto in termini reali.

5) Rapporto fra occupati e popolazione in età lavorativa (persone con età compresa fra 15 e 64 anni)

6) Per l'area dell'euro viene adottata la definizione di debito pubblico lordo individuata dal Regolamento (CE) n. 3605/93 del Consiglio.

7) Dati di bilancia dei pagamenti; per l'area dell'euro solo dati di flusso sul commercio da e verso l'esterno dell'area.

8) World Economic Outlook dell'FMI; la quota dell'area dell'euro sulle esportazioni mondiali comprende i flussi fra i paesi dell'area, i quali rappresentano approssimativamente il 50 per cento delle esportazioni totali della stessa.

che doppio rispetto al Giappone. La figura 2.1 mostra le differenze nella composizione anagrafica della popolazione dell'area dell'euro e di quella degli Stati Uniti. Si può osservare come in media la prima presenti una quota di giovanissimi lievemente più

bassa e una percentuale di persone in età avanzata nettamente superiore.

Nel 2002 il contributo dell'area dell'euro al PIL mondiale era pari al 15,7 per cento (espresso in parità di potere d'acquisto), a fronte

**Quota del PIL mondiale**

del 21,1 e del 7,1 per cento rispettivamente di Stati Uniti e Giappone. L'incidenza dei singoli paesi dell'area dell'euro risultava notevolmente inferiore: nel 2002 la maggiore economia dell'area totalizzava il 4,4 per cento del prodotto mondiale.

Il settore dei servizi fornisce il maggiore contributo al PIL dell'area dell'euro

La struttura produttiva dell'area dell'euro è molto simile a quella degli Stati Uniti e del Giappone. In tutte e tre le economie il settore dei servizi rappresenta la quota maggiore del prodotto totale. È tuttavia rilevabile una importante differenza fra gli Stati Uniti e l'area dell'euro per quanto concerne il peso relativo del settore pubblico rispetto a quello privato nella produzione complessiva di servizi: negli Stati Uniti il contributo dei servizi pubblici è relativamente modesto, mentre appare assai più rilevante nell'area dell'euro. Nell'ambito delle due economie, come anche in Giappone, il settore industriale viene al secondo posto in termini di quota del prodotto totale, mentre, dato l'alto grado di sviluppo di questi sistemi economici, l'incidenza del comparto agricoltura, pesca e silvicoltura è relativamente modesta.

## 2.2 IL MERCATO DEL LAVORO

Il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro è strutturalmente più elevato che negli Stati Uniti

Nell'area dell'euro il tasso di disoccupazione (ossia il numero di persone disoccupate in rapporto alle forze di lavoro) ha raggiunto livelli molto elevati negli anni ottanta e novanta, risultando in media considerevolmente più alto che negli Stati Uniti (cfr. figura 2.2). Il divario è dovuto alle differenze strutturali esistenti fra il mercato del lavoro degli Stati Uniti e quello dell'area dell'euro, le quali hanno

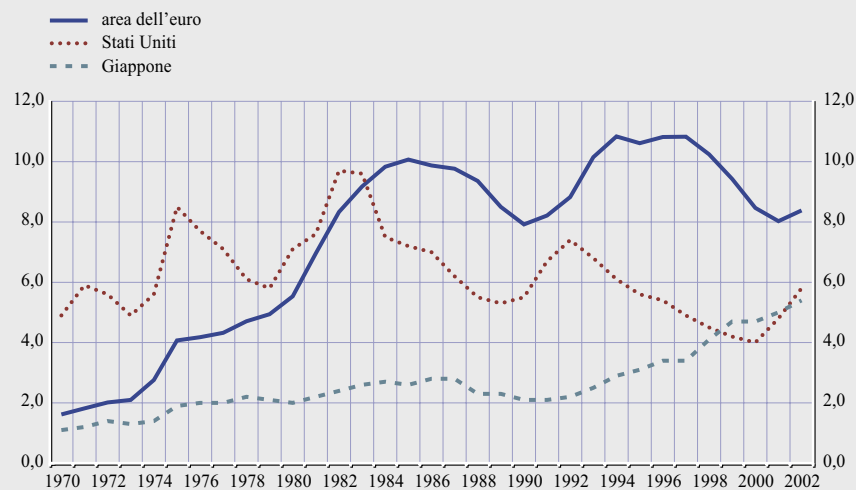
determinato, all'interno di quest'ultima, un più alto livello di disoccupazione strutturale. Nel corso degli anni novanta diversi paesi dell'area dell'euro hanno attuato, seppure in misura diversa, riforme concernenti gli aspetti istituzionali del mercato del lavoro, che in alcuni casi sono riuscite a ridurre notevolmente i livelli di disoccupazione. Tali livelli restano tuttavia elevati a causa del permanere di rigidità strutturali: nel 2002 il tasso medio di disoccupazione dell'area nel suo complesso si collocava all'8,4 per cento, per un totale di circa 11,7 milioni di disoccupati.

È interessante notare che, oltre ad avere un tasso di disoccupazione relativamente elevato, l'area dell'euro registra altresì un tasso di partecipazione alle forze di lavoro alquanto modesto (cfr. tavola 2.2). Sebbene il divario fra l'area e gli Stati Uniti si sia lievemente ridotto nel tempo, nel 2002 la prima evidenziava un tasso di attività notevolmente inferiore a quello statunitense (68,2 contro 76,4 per cento). Con riferimento alla popolazione femminile, l'ampiezza di tale divario era di circa 11 punti percentuali, quasi il doppio che per la popolazione maschile. Disparità particolarmente marcate riguardavano altresì gli estremi della struttura per età. In Europa i più giovani partecipano generalmente in misura assai minore alle forze di lavoro rispetto ai coetanei americani. Ciò potrebbe essere dovuto a differenze nelle tradizioni, nell'organizzazione del sistema scolastico e nella struttura sociale. Nell'area dell'euro si riscontra inoltre la tendenza a uscire dalle forze di lavoro in età più giovane che negli Stati Uniti. I tassi di attività per le fasce

Nell'area dell'euro sia il tasso di partecipazione alle forze di lavoro...

**Figura 2.2 Disoccupazione nell'area dell'euro, negli Stati Uniti e in Giappone**

(in percentuale delle forze lavoro; dati annuali)



Fonte: Commissione Europea.

da 25 a 54 risultano per contro sostanzialmente simili.

...sia il tasso di occupazione sono relativamente modesti

Il minore tasso di partecipazione, unitamente al più alto tasso di disoccupazione, fa sì che nell'area dell'euro il tasso di occupazione (misurato dal rapporto fra il numero degli occupati e la popolazione in età compresa fra 15 e 64 anni) sia molto più basso che negli Stati Uniti e in Giappone; nel 2002 esso si situava appena al di sopra del 62 per cento nell'area del-

l'euro, mentre si collocava intorno al 70 per cento negli Stati Uniti e in Giappone (cfr. tavola 2.1). Il livello relativamente basso di tale rapporto, insieme a un numero inferiore di ore lavorate per occupato, costituisce uno dei principali fattori alla base del più modesto PIL pro capite nell'area rispetto agli Stati Uniti.

Gli aspetti istituzionali del mercato del lavoro, quali le norme a tutela dell'impiego, i sussidi di disoccupazione,

Le rigidità strutturali possono ostacolare l'efficienza del mercato del lavoro

**Tavola 2.2 Tassi di attività per sesso e classi di età nell'area dell'euro e negli Stati Uniti nel 2002**

(in percentuale della popolazione in età lavorativa)

	area dell'euro			Stati Uniti		
	maschi	femmine	totale	maschi	femmine	totale
tutte le classi di età	77,5	58,8	68,2	83,0	70,1	76,4
15-24 <sup>1)</sup>	47,7	40,2	44,0	65,5	61,1	63,3
25-34	91,6	74,8	83,3	92,4	75,1	83,7
35-44	95,3	74,1	84,7	92,1	76,4	84,1
45-54	90,7	66,7	78,7	88,5	76,0	82,1
55-59	68,4	42,7	55,4	78,0	63,8	70,7
60-64	31,2	14,3	22,5	57,6	44,1	50,5

Fonti: Eurostat e Bureau of Labor Statistics.

1) Per gli Stati Uniti, i dati si riferiscono alla fascia d'età 16-24 anni.

il processo di formazione dei salari e la tassazione del fattore lavoro, hanno un ruolo significativo nel determinare gli andamenti economici. Ad esempio, la presenza di rigidità strutturali in tale ambito riduce la prontezza con cui un'economia si adegua a shock avversi. Pertanto, queste rigidità portano a tassi di disoccupazione relativamente alti e persistenti e, inoltre, tendono a ridurre il ritmo al quale un'economia è in grado di crescere senza alimentare pressioni inflazionistiche.

### 2.3 IL SETTORE PUBBLICO

Le politiche di bilancio influiscono sull'economia

Le politiche di bilancio hanno un impatto significativo sulla crescita economica e sull'inflazione ed è quindi importante che le autorità monetarie ne seguano attentamente gli sviluppi. Tali politiche influenzano l'economia e i prezzi attraverso molteplici canali; determinanti a tale riguardo sono il livello e la composizione delle entrate e delle spese delle amministrazioni pubbliche, nonché il disavanzo di bilancio e il debito pubblico.

Una solida politica di bilancio è necessaria per la stabilità macroeconomica

Nella Terza fase dell'UEM le politiche di bilancio restano di competenza esclusiva degli Stati membri. Tuttavia nell'ambito dell'UE sono stati predisposti alcuni dispositivi istituzionali atti ad assicurare la solidità delle finanze pubbliche (cfr. riquadro 2.1). In particolare, la procedura per i disavanzi eccessivi, definita dal Trattato e ulteriormente elaborata e precisata dal Patto di stabilità e crescita, mira a limitare i rischi per la stabilità dei prezzi che potrebbero altrimenti derivare dalle politiche di bilancio nazionali. Ad esempio, un eccessivo aumento della spesa pubblica che stimoli la domanda aggregata in un momento in cui

l'economia opera già a livelli prossimi al pieno utilizzo della capacità produttiva potrebbe causare strozzature e generare pressioni al rialzo sui prezzi. In passato numerose fasi di inflazione sono state caratterizzate da squilibri delle finanze pubbliche, con ampi disavanzi di bilancio e debito pubblico in espansione. La disciplina dei conti pubblici è pertanto una componente fondamentale della stabilità macroeconomica. Così come uno squilibrio di bilancio, anche un elevato livello del debito pubblico può avere ripercussioni negative. Se il governo deve ogni anno sostenere ingenti spese per interessi, la situazione della finanza pubblica rischia di divenire insostenibile, mettendo a repentaglio la stabilità dei prezzi. Un elevato debito pubblico può inoltre avere effetti pregiudizievoli sull'economia reale e sulle condizioni finanziarie. In particolare, l'eccessivo ricorso ai mercati dei capitali da parte dell'operatore pubblico tende a innalzare il costo del denaro, riducendo gli investimenti privati (effetto di spiazzamento o *crowding out*). Considerati i problemi che possono derivare da squilibri nei conti pubblici, prevenire la formazione di disavanzi eccessivi rappresenta un importante impegno al mantenimento di politiche di bilancio favorevoli alla stabilità macroeconomica complessiva.

Nell'economia dell'area dell'euro l'incidenza del settore delle amministrazioni pubbliche (che include le amministrazioni centrali e locali, nonché gli enti di previdenza e assistenza sociale) è maggiore che negli Stati Uniti e in Giappone. Nel 2002 la spesa pubblica rappresentava il 48 per cento del PIL, mentre il rapporto fra le entrate e il PIL risultava pari al 46 per

La quota relativamente ampia della spesa pubblica sul PIL nell'area dell'euro...

cento. Per contro, negli Stati Uniti il peso del settore delle amministrazioni pubbliche si collocava intorno al 34 per cento del PIL con riferimento alla spesa pubblica e al 31 per cento con riferimento alle entrate. In Giappone, nel 2002, i corrispondenti valori erano dell'ordine del 40 e del 34 per cento, evidenziando un ampio disavanzo di bilancio (cfr. tavola 2.1).

prestazioni pensionistiche e sanitarie. Se non saranno intraprese riforme negli Stati membri interessati, la situazione è in futuro destinata ad aggravarsi a causa del previsto invecchiamento della popolazione.

Per quanto concerne la struttura delle entrate, nell'area dell'euro si osserva un peso maggiore dei contributi sociali rispetto agli Stati Uniti e al Giappone. Inoltre, l'imposizione indiretta ha un'incidenza maggiore che negli Stati Uniti, dove prevalgono invece le entrate tributarie dirette.

Nell'area dell'euro le spese delle amministrazioni pubbliche hanno superato le entrate durante l'intero periodo dal 1970 al 2002. Di conseguenza, il bilancio del settore ha evidenziato un disavanzo in ciascuno degli anni considerati. Il disavanzo ha raggiunto quasi il 6,0 per cento del PIL nel 1993, per poi diminuire gradualmente fino all'1 per cento nel 2000 (cfr. figura 2.3). In seguito le finanze pubbliche si sono nuovamente deteriorate; nel 2002 il disavanzo è risalito al

Entrate delle amministrazioni pubbliche

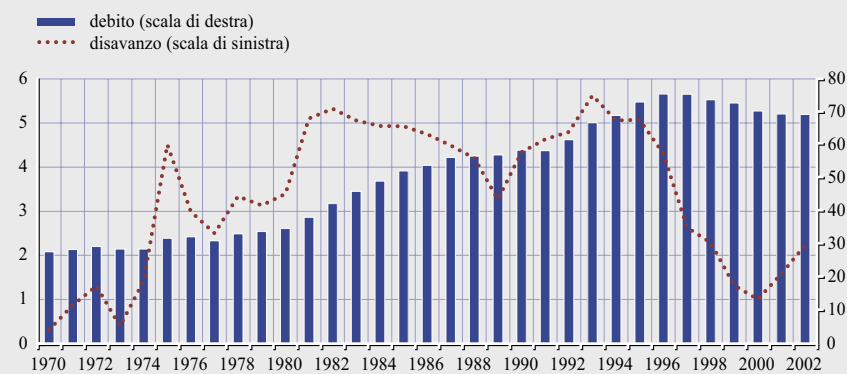
Disavanzo di bilancio

...riflette la notevole incidenza dei consumi collettivi e dei trasferimenti sociali alle famiglie

La quota relativamente elevata della spesa pubblica sul PIL dell'area dell'euro rispecchia in particolare la forte incidenza sia dei consumi collettivi finali che dei trasferimenti sociali alle famiglie. Le disparità presenti a questo riguardo fra le tre economie sono in parte dovute a una diversa ripartizione delle funzioni fra i settori privato e pubblico. Date le caratteristiche dei sistemi di sicurezza sociale europei, anche la struttura per età della popolazione contribuisce all'elevato livello della spesa pubblica nell'area dell'euro. Come emerge dalla figura 2.1, la popolazione dell'area è in media più anziana di quella degli Stati Uniti e ciò si ripercuote sulle

**Figura 2.3 Disavanzo e debito delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro**

(in percentuale del PIL)



Fonti: Commissione europea, OCSE ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati sul disavanzo non includono i proventi delle licenze UMTS, risultati particolarmente significativi nel 2000.



2,2 per cento per l'insieme dell'area e, in alcuni paesi, esso ha persino superato il valore di riferimento del 3 per cento del PIL indicato nel Trattato (cfr. riquadro 2.1).

Il debito lordo delle amministrazioni pubbliche in rapporto al PIL per l'insieme dell'area ha raggiun-

to un massimo del 75,4 per cento nel 1996/97, dopo essere cresciuto rapidamente nel corso dei due decenni precedenti. In seguito esso è progressivamente diminuito, per collocarsi nel 2002 al 69,2 per cento, contro il 59 e il 154 per cento rispettivamente degli Stati Uniti e del Giappone.

#### Riquadro 2.1 **Dispositivi istituzionali in ambito UE atti ad assicurare la solidità delle finanze pubbliche**

Il Trattato istituisce una politica monetaria unica, mantenendo nel contempo il principio della competenza nazionale per le altre politiche economiche (quali quelle fiscali e strutturali). Tuttavia, all'articolo 99 esso sancisce che gli Stati membri "considerano le loro politiche economiche una questione di interesse comune".

Il Trattato contiene, inoltre, varie disposizioni volte ad assicurare la solidità delle finanze pubbliche nella Terza fase dell'UEM, dal momento che la politica fiscale resta di competenza dei governi nazionali. Una di esse concerne la "procedura per i disavanzi eccessivi", come definita all'articolo 104 e in un protocollo allegato al Trattato stesso. Tale procedura stabilisce le condizioni necessarie affinché una posizione di bilancio possa essere giudicata solida. L'articolo 104 dispone che gli "Stati membri devono evitare disavanzi pubblici eccessivi". L'ottemperanza a tale requisito è valutata sulla base di due valori di riferimento: il primo, fissato al 3 per cento, riguarda il rapporto fra disavanzo pubblico e PIL; il secondo, pari al 60 per cento, si riferisce al rapporto fra debito pubblico e PIL. In specifiche situazioni, definite dal Trattato e ulteriormente precisate dal Patto (ad esempio in presenza di un decremento sui dodici mesi del PIL reale di almeno il 2 per cento), il superamento dei valori indicati sarà tollerato e non verrà automaticamente considerato come indicativo di un disavanzo eccessivo. Se il Consiglio UE ritiene che in uno Stato membro vi sia un disavanzo eccessivo, la procedura prevede l'adozione di ulteriori misure fra cui l'applicazione di sanzioni.

Il Patto di stabilità e crescita, adottato nel 1997, integra e chiarisce ulteriormente l'applicazione della procedura per i disavanzi eccessivi. Esso si compone della Risoluzione del Consiglio europeo relativa al Patto di stabilità e crescita, del "Regolamento del Consiglio per il rafforzamento della sorveglianza delle posizioni di bilancio, nonché della sorveglianza e del coordinamento delle politiche economiche" e del "Regolamento del Consiglio per l'accelerazione e il chiarimento delle modalità di attuazione della procedura per i disavanzi eccessivi". Aderendo al Patto, gli Stati membri si sono impegnati a perseguire l'obiettivo di medio termine di un saldo di bilancio "prossimo al pareggio o in avanzo". L'idea di fondo è che il conseguimento di tale obiettivo possa consentire loro di fronteggiare l'impatto delle normali fluttuazioni cicliche senza infrangere il valore di riferimento del 3 per cento del PIL.

Nel quadro della sorveglianza multilaterale, i paesi partecipanti all'area dell'euro sono tenuti a sottoporre programmi di stabilità al Consiglio UE e alla Commissione europea. Gli Stati membri non partecipanti devono invece presentare programmi di convergenza. Entrambi i documenti devono contenere le informazioni necessarie per una valutazione delle misure correttive previste nel medio periodo al fine di raggiungere un saldo prossimo al pareggio o in avanzo.

Un complemento essenziale dei suddetti strumenti intesi a promuovere politiche fiscali orientate alla stabilità è il divieto di salvataggio finanziario. L'articolo 103, paragrafo 1, del Trattato prevede che: "La Comunità non risponde né si fa carico degli impegni assunti dalle amministrazioni statali, dagli enti regionali, locali, o altri enti pubblici, da altri organismi di diritto pubblico o da imprese pubbliche di qualsiasi Stato membro (...). Gli Stati membri non sono responsabili né subentrano negli impegni delle amministrazioni statali, degli enti regionali, locali o degli altri enti pubblici, di altri organismi di diritto pubblico o di imprese pubbliche di un altro Stato membro". Questa clausola assicura che la responsabilità del rimborso del debito pubblico resti a carico dei singoli Stati membri, incoraggiando pertanto il perseguimento di politiche fiscali prudenti a livello nazionale.

Ulteriori disposizioni che contribuiscono alla disciplina fiscale sono i divieti posti al finanziamento monetario dei disavanzi di bilancio e a ogni altra forma di accesso privilegiato alle istituzioni finanziarie da parte del settore pubblico. L'articolo 101 del Trattato proibisce alla BCE e alle BCN di erogare finanziamenti monetari per la copertura di disavanzi di bilancio attraverso "la concessione di scoperti di conto o qualsiasi altra forma di facilitazione creditizia, da parte della BCE o da parte delle banche centrali degli Stati membri". L'articolo 102 del Trattato vieta qualsiasi misura che offra alle istituzioni o agli organi della Comunità e alle amministrazioni pubbliche degli Stati membri un accesso privilegiato alle istituzioni finanziarie. Oltre a incentivare ulteriormente finanze pubbliche solide e politiche fiscali prudenti, queste disposizioni concorrono alla credibilità della politica monetaria unica nel perseguimento della stabilità dei prezzi.

Il Trattato stabilisce inoltre che il Consiglio UE, su raccomandazione della Commissione europea, adotti Indirizzi di massima per le politiche economiche. Tali indirizzi forniscono il quadro di riferimento per la definizione degli obiettivi e degli orientamenti di politica economica degli Stati membri e della Comunità europea. Nella misura in cui tutti gli Stati membri sono sostanzialmente posti di fronte alle stesse sfide ed esigenze di politica economica, gli indirizzi enunciano una serie di orientamenti generali applicabili alla totalità degli Stati. Al tempo stesso, avuto riguardo alle differenze esistenti fra i vari paesi in termini di andamenti e prospettive economiche, nonché di strutture e istituzioni, essi contengono raccomandazioni specifiche per i singoli Stati. Conformemente alle disposizioni del Trattato, gli indirizzi devono rispettare l'indipendenza dell'Eurosistema nel perseguimento del suo obiettivo primario di salvaguardare la stabilità dei prezzi e non devono cercare di influenzare la conduzione della politica monetaria.

## 2.4 IL COMMERCIO CON L'ESTERO

L'economia dell'area dell'euro è assai meno aperta di quella dei singoli paesi che ne fanno parte

Sebbene l'economia dell'area dell'euro possa essere influenzata in misura notevole dagli sviluppi di quella mondiale, nel suo insieme essa è molto meno aperta delle economie dei singoli paesi partecipanti. Ciò tende a limitare l'impatto degli eventi economici esterni e, in particolare, quello prodotto dalle variazioni dei prezzi esterni sul livello dei prezzi interni. Nondimeno, l'area dell'euro è più aperta degli Stati Uniti e del Giappone: nel 2002 l'incidenza sul PIL delle esportazioni e delle importazioni di beni e servizi era considerevolmente più elevata che in questi due paesi (cfr. tavola 2.1).

I beni sono la maggiore componente del commercio estero dell'area dell'euro

Quanto alla composizione degli scambi, i beni rappresentano circa i tre quarti sia delle esportazioni che delle importazioni. All'interno di questa classe, nel 2002 la voce macchinari e mezzi di trasporto ha totalizzato quasi la metà delle esportazioni e ha costituito anche la componente più importante delle importazioni (cfr. tavola 2.3). In seconda posizione si sono collocati gli altri manufatti, che hanno mostrato una quota sostanzialmente

identica dai due lati dell'interscambio. Nello stesso anno i prodotti chimici hanno contribuito per il 14,8 per cento alle esportazioni di beni, ma solo in misura del 10,0 per cento alle importazioni. Per contro, la quota delle materie prime e quella dei prodotti energetici apparivano notevolmente superiori dal lato delle importazioni. Queste cifre evidenziano come, in termini netti, l'area dell'euro tenda a importare materie prime e beni intermedi e a esportare prodotti trasformati. Ciò a sua volta rispecchia la divisione internazionale del lavoro e la disponibilità di materie prime nell'area.

Per quanto concerne la distribuzione geografica degli scambi con l'estero, il Regno Unito e gli Stati Uniti sono i due principali partner commerciali dell'area dell'euro. Sulla base della media dei flussi di importazioni ed esportazioni nel periodo 1996-2002, la somma dei pesi nel commercio con l'estero dell'area attribuiti a questi due paesi risultava superiore al 30 per cento (cfr. figura 2.4). Seguivano la Svizzera, il Giappone e la Svezia con pesi pari rispettivamente al 5,9, 4,9 e 3,9 per cento. In termini di aggregati regionali, il blocco

Distribuzione geografica del commercio estero dell'area dell'euro

**Tavola 2.3 Commercio con l'estero dell'area dell'euro (beni) nel 2002**

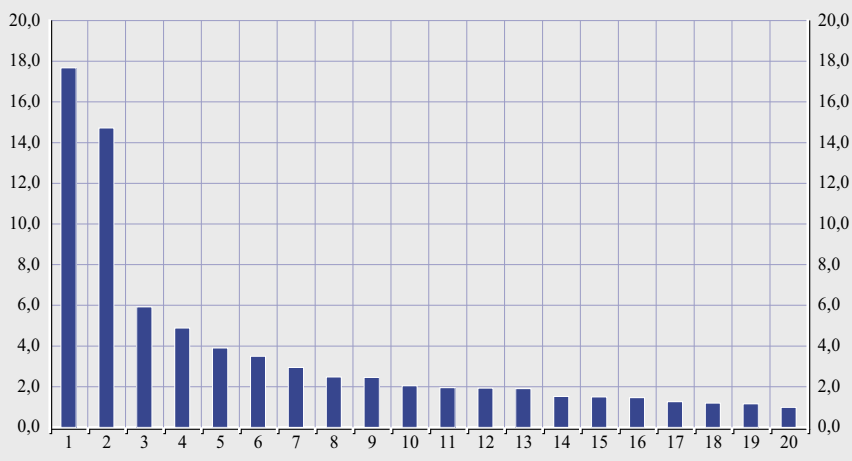
(quota del totale in percentuale)

	esportazioni	importazioni
Totale	100	100
<i>di cui:</i>		
Macchine e mezzi di trasporto	45,8	36,5
Prodotti chimici	14,8	10,0
Materie prime	1,8	4,5
Prodotti energetici	2,1	13,7
Alimentari, bevande e tabacco	6,0	6,0
Altri manufatti	26,4	26,0
Altri	3,1	3,3

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

**Figura 2.4 Peso dei 20 maggiori paesi partner nel commercio con l'estero dell'area dell'euro<sup>1)</sup>**

1 Regno Unito	5 Svezia	9 Danimarca	13 Turchia	17 Canada
2 Stati Uniti	6 Cina	10 Repubblica Ceca	14 Brasile	18 Hong Kong SAR <sup>2)</sup>
3 Svizzera	7 Russia	11 Norvegia	15 Taiwan	19 Singapore
4 Giappone	8 Polonia	12 Ungheria	16 Corea del Sud	20 Israele



Fonte: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat.

1) I pesi sono calcolati come somma delle esportazioni e delle importazioni, verso e da ciascun paese partner, in percentuale del totale delle esportazioni e delle importazioni dell'area dell'euro; sono valori medi nel periodo 1996-2002.

2) Regione soggetta ad amministrazione speciale.

composto dai paesi in procinto di aderire all'UE rappresentava l'8,5 per cento, mentre la quota riconducibile alla regione comprendente la Cina e il resto dell'Asia (escluso il Giappone) era lievemente superiore al 13 per cento.

## 2.5 LA STRUTTURA FINANZIARIA

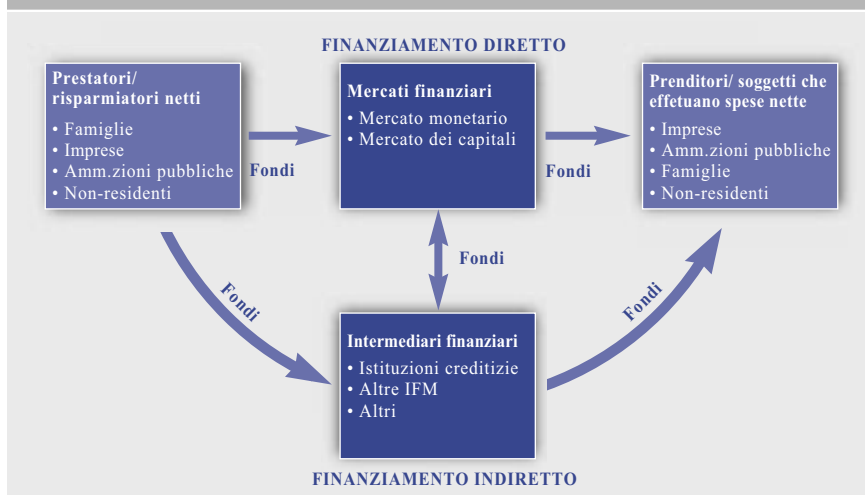
**Finanziamento  
diretto  
e indiretto**

Il sistema finanziario assolve la funzione economica essenziale di incanalare i fondi dai soggetti che risparmiano (ossia la cui spesa è inferiore al reddito), verso quelli che effettuano spese nette (ossia che spendono in misura superiore al proprio reddito). In altri termini il sistema finanziario consente ai primi di prestare fondi ai secondi (cfr. la figura 2.5 per un'illustrazione schematica delle funzioni del sistema finanziario). Le principali unità prestatrici sono normalmente le famiglie. Tuttavia, anche le imprese,

le amministrazioni pubbliche e il resto del mondo possono talvolta presentare un risparmio positivo e agire quindi in veste di prestatori di fondi. Per contro, i settori che fanno maggiore ricorso al credito sono essenzialmente le imprese e le amministrazioni pubbliche, sebbene anche le famiglie e i non residenti possano talvolta indebitarsi per finanziare i propri acquisti.

Il flusso di risorse dai prestatori ai prenditori avviene attraverso due canali. Nel finanziamento diretto, ossia sul mercato (cfr. parte superiore della figura 2.5), i prenditori ricevono i fondi direttamente dai prestatori sui mercati finanziari cedendo loro strumenti finanziari (quali titoli di debito e azioni), che rappresentano diritti sul futuro reddito e/o patrimonio dell'emittente. Quando invece il flusso ha luogo attraverso intermediari finanziari si

**Figura 2.5 Funzioni del sistema finanziario**



parla di finanziamento indiretto, o bancario, (cfr. parte inferiore della figura 2.5). Gli intermediari finanziari possono essere classificati in: istituzioni creditizie, altre istituzioni finanziarie monetarie (IFM) e altri intermediari finanziari.

e gli intermediari finanziari sono la consulenza che questi ultimi forniscono alle società non finanziarie emittenti e i prestiti a breve termine da essi erogati per coprire il periodo necessario a rendere disponibili i fondi raccolti tramite le emissioni (*bridge loans*).

**Principali attività e passività finanziarie dei settori non finanziari**

Nel funzionamento del sistema, i mercati finanziari (finanziamento diretto) e gli intermediari finanziari (finanziamento indiretto) non sono entità separate, bensì strettamente interagenti, ad esempio tramite lo scambio continuo di risorse finanziarie (cfr. la parte centrale della figura 2.5). Da un lato, i fondi confluiscono dai mercati verso gli intermediari finanziari quando questi ultimi, per raccogliere le risorse necessarie a finanziare le proprie attività, emettono azioni e titoli di debito. Dall'altro, essi rifluiscono verso i mercati, ad esempio, quando gli intermediari finanziari acquistano titoli pubblici o societari a titolo di investimento, oppure per il tramite di un fondo comune di mercato monetario. Altri esempi di possibili interrelazioni fra i mercati

Prima di esaminare in dettaglio i mercati in cui si realizza il finanziamento diretto, nonché le istituzioni che intervengono in quello indiretto, viene presentato nella tavola 2.4 un quadro d'insieme delle principali attività e passività finanziarie dei settori non finanziari nell'area dell'euro (le "consistenze" dei conti finanziari trimestrali), alla fine del 2002 espressi in euro.

A quella data le principali attività finanziarie indicate nella tavola ammontavano a 14.689 miliardi di euro (pari a circa il 208 per cento del PIL annuo dell'area dell'euro). Di questo ammontare, la componente relativa ai titoli di debito e azioni e quella comprendente banconote, monete e depositi assorbiti

vano ciascuna una quota prossima a due quinti. Il restante quinto era da ricondurre alle riserve tecniche di assicurazione, ossia agli accantonamenti costituiti da fondi pensione, imprese di assicurazione e società non finanziarie a copertura dei diritti degli assicurati.

## 2.6 I MERCATI FINANZIARI

Questa sezione presenta le caratteristiche salienti del mercato monetario, del mercato dei titoli di debito e del mercato azionario nell'area dell'euro. Alcuni dei termini chiave sono descritti brevemente nel riquadro 2.2.

### Il mercato monetario

Questo mercato svolge un ruolo essenziale nella trasmissione degli impulsi di politica monetaria, poiché è innanzitutto su di esso che si esplicano i loro effetti (cfr. capitolo 4). Un mercato monetario integrato e di adeguato spessore costituisce uno dei presupposti per un'efficace politica monetaria, in quanto as-

...sia il tasso di occupazione sono relativamente modesti

Le principali passività ammontavano a 15.557 miliardi di euro (pari al 220 per cento del PIL). Oltre la metà delle fonti di finanziamento dei settori non finanziari era costituita da prestiti, mentre l'incidenza dei titoli di debito e delle azioni quotate si collocava intorno al 45 per cento. Gran parte del finanziamento (quasi l'86 per cento delle passività) aveva scadenza superiore a un anno.

Integrazione del mercato monetario

**Tavola 2.4 Investimenti finanziari e fonti di finanziamento dei settori non finanziari nell'area dell'euro a fine 2002 <sup>1)</sup>**

(consistenze)	miliardi di euro	percentuale
<b>Principali attività finanziarie</b>		
Totale	14,689	100.0
Banconote, monete e depositi	5,633	38.3
banconote e monete	341	2.3
Depositi presso	5,292	36.0
IFM dell'area dell'euro	5,101	34.7
settori diversi dalle IFM	191	1.3
Titoli non azionari	2,071	14.1
a breve termine	255	1.7
a lungo termine	1,816	12.4
Azioni <sup>2)</sup>	3,479	23.7
azioni quotate	1,777	12.1
quote di fondi comuni	1,702	11.6
di cui quote di fondi comuni monetari	308	2.1
Riserve tecniche di assicurazione	3,506	23.9
Diritti netti delle famiglie sulle riserve tecniche di assicurazioni sulla vita e sulle riserve dei fondi pensione	3,168	21.6
Riserve premi e riserve sinistri	338	2.3

Fonte: BCE

1) I settori non finanziari comprendono: le amministrazioni pubbliche, le società non finanziarie e le famiglie (che includono anche le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie).

2) Escluse le azioni non quotate.

3) Compresa le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.

<b>Tavola 2.4 (continua)</b>		
<b>Principali passività</b>	<b>miliardi di euro</b>	<b>percentuale</b>
Totale	15.557	100,0
Prestiti	8.066	51,8
a) concessi da		
IFM dell'area dell'euro	7.131	45,8
altri intermediari finanziari	935	6,0
b) concessi a		
amministrazioni pubbliche	884	5,7
a breve termine	61	0,4
a lungo termine	824	5,3
società non finanziarie	3.598	23,1
a breve termine	1.173	7,5
a lungo termine	2.425	15,6
famiglie <sup>3)</sup>	3.584	23,0
a breve termine	289	1,9
a lungo termine	3.295	21,2
Titoli non azionari	4.656	29,9
amministrazioni pubbliche	4.125	26,5
a breve termine	480	3,1
a lungo termine	3.644	23,4
società non finanziarie	531	3,4
a breve termine	140	0,9
a lungo termine	391	2,5
Azioni quotate		
emesse da società non finanziarie	2.396	15,4
Depositi		
passività delle amministrazioni centralit	188	1,2
Riserve dei fondi pensione		
di società non finanziarie	251	1,6

sicura una distribuzione uniforme della liquidità della banca centrale e un livello omogeneo dei tassi di interesse a breve nell'area della moneta unica. Nell'UEM questa condizione è stata realizzata praticamente fin dall'avvio della Terza fase, allorché i mercati monetari nazionali sono stati integrati con successo in un solo efficiente sistema per l'intera area.

A questa rapida integrazione ha contribuito anche l'evoluzione dell'infrastruttura dei sistemi di pagamento, e soprattutto la creazione

del sistema TARGET (*Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer* – Sistema transeuropeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale), che consente l'ordinato regolamento dei pagamenti transfrontalieri. TARGET assicura l'interconnessione fra i sistemi di regolamento lordo in tempo reale gestiti dalle BCN dell'UE e il meccanismo di pagamento della BCE. La direzione, la gestione e il controllo di TARGET competono al Consiglio direttivo della BCE.

## Riquadro 2.2 I mercati finanziari: termini chiave

I mercati finanziari possono essere classificati in base a una serie di criteri, che ne evidenziano le differenti caratteristiche essenziali. Una possibile classificazione è quella che considera se l'operazione finanziaria concerne il collocamento iniziale di un'emissione (mercato primario) ovvero lo scambio di titoli già in circolazione (mercato secondario). Il mercato secondario può, a sua volta, essere organizzato in due modi: le contrattazioni possono avvenire presso una sede accentrata e regolamentata (mercato di borsa) oppure fra operatori situati in luoghi diversi che si dichiarano pronti ad acquistare e vendere determinati titoli a chiunque sia disposto ad accettare i prezzi da essi quotati (mercato fuori borsa, o mercato OTC).

Un'altra classificazione assume come criterio la scadenza originaria del contratto finanziario. Generalmente si suole distinguere gli strumenti con scadenza fino a un anno (mercato monetario) da quelli con scadenza pari o superiore a un anno (mercato dei capitali). Il mercato monetario si caratterizza anche per il fatto di essere essenzialmente un mercato interbancario all'ingrosso, con transazioni di importo rilevante. Inoltre, esso può essere influenzato dalle operazioni di politica monetaria condotte dall'Eurosistema (cfr. capitolo 4). Nell'area dell'euro la BCE ha la competenza esclusiva di erogare moneta della banca centrale e, in virtù di questo monopolio, può stabilire le condizioni di rifinanziamento delle istituzioni creditizie. Ciò influenza a sua volta le condizioni applicate dalle istituzioni creditizie e dagli altri operatori del mercato monetario all'interno dell'area.

Un'ulteriore classificazione comunemente utilizzata è quella che si basa sulla forma degli strumenti finanziari negoziati (mercato dei titoli di capitale e mercato dei titoli di debito). La principale differenza risiede nel fatto che i primi non comportano un obbligo di rimborso, mentre i secondi attribuiscono di regola al detentore il diritto di ricevere pagamenti prestabiliti a titolo di rimborso del capitale e di interessi.

Una classe importante è costituita dagli strumenti derivati. Questi sono contratti finanziari il cui valore deriva dall'andamento di uno strumento sottostante, che può essere un titolo, un tasso di interesse, un tasso di cambio, un indice di borsa o un bene. I principali strumenti derivati sono i contratti future, le opzioni, gli swap e i contratti a termine. Ad esempio, il detentore di un'opzione call (put) ha la facoltà, ma non l'obbligo, di ritirare (consegnare) un dato strumento finanziario (ad esempio un'obbligazione o un'azione) a un prezzo e a una data futura prestabiliti. Combinando le suddette categorie fondamentali sono stati creati altri tipi di derivati. I mercati degli strumenti derivati contribuiscono al buon funzionamento dei mercati finanziari, in quanto rendono più efficiente la determinazione dei prezzi e la ripartizione del rischio finanziario.



Operazioni non garantite sul mercato monetario

Il mercato monetario dell'area dell'euro si compone di vari segmenti "a pronti". Il più importante è quello dei crediti non garantiti, che comprende per lo più operazioni finalizzate alla gestione della liquidità bancaria, e quindi prevalentemente con scadenza overnight. Esso si basa su due importanti tassi di riferimento: l'Eonia (*Euro Overnight Index Average*) e l'Euribor (*Euro Interbank Offered Rate*) che, congiuntamente, forniscono parametri di prezzo uniforme per le scadenze da overnight a un anno.

Operazioni garantite sul mercato monetario

Gli altri principali segmenti a pronti del mercato monetario sono quelli dei pronti contro termine e degli *swap* in valuta. Si parla in questo caso di operazioni garantite, poiché il finanziamento avviene a fronte di attività costituite in garanzia. La rilevanza del mercato pronti contro termine varia a seconda dei paesi dell'area dell'euro. Le operazioni pronti contro termine e gli *swap* in valuta si concentrano prevalentemente sulle scadenze fino a un mese.

Mercati degli strumenti derivati

Oltre ai suddetti segmenti a pronti, il mercato monetario dell'area comprende anche quello degli strumenti derivati, fra i quali hanno un ruolo particolarmente rilevante gli *swap* e i contratti future su tassi di interesse. Gli strumenti più intensamente negoziati in questo ambito sono gli *swap* sull'Eonia e i contratti future sull'Euribor.

Evoluzione del mercato monetario da gennaio del 1999 a giugno del 2003

Esaminando l'evoluzione dei diversi segmenti, si osserva che il mercato dei crediti non garantiti è stato caratterizzato sin dagli inizi da livelli elevati di attività e liquidità. Diversamente, i pronti contro

termini hanno mostrato ritmi di crescita relativamente deboli nel 1999 e nel 2000, per segnare successivamente una decisa accelerazione e superare, in termini di turnover, le operazioni non garantite: nel 2002 essi incidono per il 46 per cento sul volume complessivo delle transazioni nel mercato monetario a pronti, contro il 37 per cento delle operazioni non garantite. Negli ultimi anni il processo di integrazione del mercato dei pronti contro termine si è intensificato e gli indicatori hanno segnalato un incremento del livello dell'attività transfrontaliera, contestuale al crescente uso da parte degli operatori di garanzie in titoli emessi in altri paesi dell'area. Tuttavia, malgrado i considerevoli progressi, una serie di fattori tecnici, quali le differenze in termini di normativa, documentazione e standard di regolamento e la disomogeneità delle prassi di mercato, ha ostacolato finora il pieno sviluppo di un mercato unico per l'intera area. Fra i contratti derivati è stato lo *swap* basato sull'Eonia a mostrare la più rapida espansione dal 1999. Questo mercato estremamente attivo, nonché caratterizzato da notevole spessore e liquidità non conosce equivalenti al di fuori dell'area.

### Il mercato dei titoli di debito

In un'accezione più ampia, il mercato monetario comprende anche il segmento dei titoli di debito a breve termine. A fine 2002 il totale in essere dei titoli di questo tipo denominati in euro emessi dai residenti nell'area ammontava a quasi il 10 per cento del PIL, livello lievemente inferiore a quello del 1990 (cfr. tavola 2.5). Durante tale arco di tempo è tuttavia cambiata l'importanza relativa

Minore importanza dei titoli di debito a breve denominati in euro...

**Tavola 2.5 Consistenze dei titoli di debito a breve termine denominati in euro emessi da residenti nell'area dell'euro**

(valori a fine anno, in miliardi di euro e, fra parentesi, in percentuale del PIL)

	1990	1995	1998	2000	2001	2002
Totale	475 (11,6)	607 (11,4)	533 (9,1)	578 (9,0)	612 (8,9)	696 (9,9)
IFM	104 (2,6)	168 (3,2)	165 (2,8)	243 (3,8)	241 (3,5)	281 (4,0)
Società finanziarie non monetarie	4 (0,1)	10 (0,2)	9 (0,2)	5 (0,1)	3 (0,0)	4 (0,1)
Società non finanziarie	44 (1,1)	34 (0,6)	46 (0,8)	86 (1,3)	96 (1,4)	85 (1,2)
Settore pubblico	322 (7,9)	396 (7,5)	313 (5,3)	244 (3,8)	272 (4,0)	325 (4,6)

Fonte: BCE.

delle varie categorie di emittenti; se nel 1990 figurava al primo posto il settore pubblico, con quasi il 70 per cento delle emissioni totali di titoli in euro a breve, dodici anni dopo la quota ascrivibile agli operatori privati, segnatamente alle IFM, superava leggermente quella del settore pubblico (53 contro 47 per cento).

...rispetto  
a quelli  
a lungo  
termine

Maggiore importanza rivestono i titoli di debito in euro a lungo termine emessi dai residenti nell'area, il cui ammontare in essere a fine 2002 si attestava intorno al 96 per cento del PIL, dal 57 per cento circa a fine 1990 (cfr. tavola 2.6). In questo segmento il settore pubblico (amministrazione centrale e altri settori delle amministrazioni pubbliche) è il maggiore emittente in termini di volume, con una quota di oltre il 50 per cento delle consistenze in essere a fine 2002. Lo stesso anno, il secondo gruppo di emittenti per importanza era quello delle IFM, con il 36 per cento delle emissioni totali. Riguardo ai titoli a lungo termine emessi dalle società non finanziarie e dalle società finanziarie non monetarie, le consistenze in essere, che a fine 2002

incidevano per circa l'8 per cento sul totale, si sono accresciute essenzialmente dall'inizio della Terza fase dell'UEM, sospinte in particolare dalle società finanziarie non monetarie. L'attività di emissione di queste ultime ha teso a concentrarsi in un novero ristretto di paesi, i cui sistemi fiscali offrono alle imprese fonti di finanziamento più convenienti tramite l'intervento di società veicolo (*special-purpose vehicles* o SPV) e altri enti finanziari nella raccolta di fondi sul mercato delle obbligazioni societarie.

Nell'area dell'euro il finanziamento mediante emissione di titoli di debito è meno sviluppato che negli Stati Uniti e in Giappone. In termini di consistenze in essere, esso equivaleva al 105 per cento del PIL alla fine del 2002, contro livelli rispettivamente del 154 e 160 per cento negli altri due paesi (cfr. tavola 2.7). Il risultato del Giappone è principalmente ascrivibile alla forte espansione dei titoli di Stato nel periodo di prostrata debolezza economica osservato dagli inizi degli anni novanta. Per quanto attiene al settore delle società non finanziarie, a fine

Il finanziamento  
mediante titoli  
di debito  
è modesto  
in confronto  
agli Stati Uniti

**Tavola 2.6 Consistenze dei titoli di debito a lungo termine denominati in euro emessi da residenti nell'area dell'euro**

(valori a fine anno, in miliardi di euro e, fra parentesi, in percentuale del PIL)

	1990	1995	1998	2000	2001	2002
Totale	2.307 (56,5)	4,129 (77,8)	5,088 (86,5)	5,903 (91,5)	6,410 (93,7)	6,751 (95,6)
IFM	961 (23,5)	1.467 (27,6)	1.850 (31,4)	2.178 (33,7)	2.324 (34,0)	2.402 (34,0)
Società finanziarie non monetarie	54 (1,3)	83 (1,6)	121 (2,1)	254 (3,9)	365 (5,3)	472 (6,7)
Società non finanziarie	152 (3,7)	224 (4,2)	221 (3,8)	287 (4,5)	350 (5,1)	380 (5,4)
Settore pubblico	1.140 (27,9)	2.354 (44,3)	2.896 (49,2)	3.183 (49,3)	3.370 (49,3)	3.497 (49,5)

Fonte: BCE.

2002 l'ammontare di titoli di debito in essere emessi da questa categoria di mutuatari nell'area dell'euro era prossimo al 7 per cento del PIL, a fronte rispettivamente del 23 e del 18 per cento circa negli Stati Uniti e in Giappone.

Alcuni comparti del mercato dei titoli di debito sono poco sviluppati

Nonostante la significativa espansione del mercato dei titoli di debito nell'area dell'euro, alcuni segmenti, come quello degli strumenti con basso merito di credito o privi di rating, restano relativamente sottosviluppati. In confronto agli Stati Uniti, le società europee dotate di rating creditizio erano ancora relativamente poco numerose nel 2002, e ciò ne limitava l'accesso ai mercati obbligazionari.

### I mercati azionari

Un indicatore comunemente utilizzato per misurare l'importanza di un mercato azionario è la capitalizzazione di borsa dei titoli quotati in rapporto al PIL. Nell'area dell'euro essa si è portata dal 21 al 47 per cento fra la fine del 1990 e il periodo corrispondente del 2002, ma ha raggiunto in questo lasso di tempo anche valori ben più elevati (fino all'86 per cento a fine 2000; cfr. tavola 2.8). All'origine di queste marcate oscillazioni vi sono stati i forti rialzi dei corsi nel periodo fino agli inizi del 2000 e i successivi decisi ribassi.

La capitalizzazione di borsa nell'area dell'euro è in crescita ...

La capitalizzazione complessiva dei mercati borsistici dell'area dell'euro è rimasta decisamente infe-

... ma resta inferiore a quella degli Stati Uniti

**Tavola 2.7 Consistenze dei titoli di debito denominati in moneta nazionale emessi da residenti nell'area dell'euro, negli Stati Uniti e in Giappone, a fine 2002.**

(in percentuale del PIL)

	Totale	Emessi da società finanziarie	Emessi da società non finanziarie	Emessi da amministrazioni pubbliche
Area dell'euro	105.4	44.7	6.6	54.1
Stati Uniti	153.7	88.1	22.8	42.8
Giappone	160.1	27.5	17.9	114.8

Fonte: World Federation of Exchanges.

**Tavola 2.8 Capitalizzazione di borsa nell'area dell'euro, negli Stati Uniti e in Giappone.**

(valori a fine anno, in percentuale del PIL)						
	1990	1995	1998	2000	2001	2002
Area dell'euro	21	28	76	87	72	47
Stati Uniti	53	92	141	153	136	104
Giappone	90	73	54	67	56	58

Fonte: World Federation of Exchanges.

Il numero delle società quotate sta aumentando

riore a quella degli Stati Uniti, nei cui confronti il divario si è anzi ampliato, da 30 a 60 punti percentuali circa fra il 1990 e il 2002. Per contro, nello stesso periodo la capitalizzazione del mercato azionario giapponese si è ridotta dal 90 al 58 per cento del PIL (principalmente di riflesso al forte calo delle quotazioni azionarie).

Crescente integrazione dei mercati azionari nell'area dell'euro

Un altro indicatore della crescente importanza del mercato azionario dell'area dell'euro è il numero delle società quotate, salito da 4.276 a 6.271 unità fra la fine del 1990 e il periodo corrispondente del 2002 (cfr. tavola 2.9). A titolo di confronto, il numero di società quotate negli Stati Uniti e in Giappone risultava, a fine 2002, rispettivamente pari a 6.586 e 2.153 unità.

Dopo l'introduzione della moneta unica vi sono state numerose iniziative tese a realizzare alleanze o fusioni fra le borse dei paesi partecipanti. Anche gli operatori paiono sempre più tenere conto dei fattori

economici comuni all'intera area dell'euro. Un chiaro segnale della crescente integrazione dei mercati azionari dell'area è l'uso diffuso di una serie di indici comprendenti titoli rappresentativi dell'intera area, quali il Dow-Jones Euro-Stoxx.

## 2.7 GLI INTERMEDIARI FINANZIARI

### Le istituzioni creditizie e le altre istituzioni finanziarie monetarie (IFM)

Nell'area dell'euro i principali intermediari finanziari sono le istituzioni creditizie. Queste sono chiaramente definite in due direttive di coordinamento bancario <sup>6)</sup> e sono soggette a regole di vigilanza comuni che si applicano a livello di UE. Le istituzioni creditizie fungono da controparte nelle operazioni di politica monetaria della banca centrale (cfr. capitolo 4). Poiché erogano credito alle famiglie e alle imprese, anche sulla base del finanziamento ottenuto dalla banca centrale, esse svolgono un ruolo cruciale nella trasmissione degli

Definizione delle istituzioni creditizie e delle IFM

**Tavola 2.9 Numero delle società nazionali ed estere quotate in borsa nell'area dell'euro, negli Stati Uniti e in Giappone**

(valori a fine anno)						
	1990	1995	1998	2000	2001	2002
Area dell'euro	4,276	5,106	4,546	5,516	6,357	6,271
Stati Uniti	6,765	8,160	8,449	7,851	7,069	6,586
Giappone	1,752	1,791	1,890	2,096	2,141	2,153

Fonte: World Federation of Exchanges.

**Tavola 2.10 Numero delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) nell'area dell'euro**

(valore a fine anno)	1998	2000	2001	2002
Istituzioni creditizie	8,320	7,464	7,218	6,906
Fondi comuni monetari	1,516	1,604	1,631	1,620
Banche centrali e altre istituzioni	20	20	19	18
<b>Totale IFM</b>	<b>9,856</b>	<b>9,088</b>	<b>8,868</b>	<b>8,544</b>

Fonte: BCE.

impulsi di politica monetaria all'economia (cfr. capitolo 3). Il termine "istituzioni finanziarie monetarie" è stato coniato in ragione del crescente numero di istituzioni non creditizie, segnatamente i fondi comuni monetari <sup>7)</sup>, le quali svolgono attività e offrono prodotti che erano tradizionalmente appannaggio delle banche.

A fine 2002 le istituzioni creditizie rappresentavano l'81 per cento delle IFM dell'area dell'euro (cfr. tavola 2.10); al secondo posto in ordine di importanza venivano i fondi del mercato monetario. Alla stessa data operavano nell'area 8.544 IFM. Questa cifra rispecchia l'elevato numero di casse di risparmio e banche cooperative, spesso operanti soltanto a livello locale, e di istituzioni creditizie specializzate presenti in diversi paesi. Il numero di IFM è notevolmente diminuito fra il 1998 e il 2002, per effetto del consolidamento in atto nel settore bancario europeo in risposta al cambiamento delle condizioni di mercato indotto da vari fattori, quali l'innovazione tecnologica, la deregolamentazione, la liberalizzazione e la globa-

lizzazione. L'avvento dell'euro ha probabilmente contribuito ad alimentare questo processo, creando maggiore trasparenza a livello transfrontaliero.

La BCE e le BCN raccolgono dalle IFM dati statistici mensili e trimestrali in base ai quali elaborano un bilancio aggregato e un bilancio consolidato del settore a livello dell'area dell'euro. Il primo consiste nella somma dei bilanci armonizzati di tutte le IFM residenti nell'area. Esso fornisce i dati sulle posizioni fra IFM in termini lordi e comprende le operazioni transfrontaliere sia all'interno dell'area che nei confronti del resto del mondo. Queste informazioni sono utili per valutare il grado di integrazione dei sistemi finanziari e l'importanza del mercato interbancario. Il bilancio consolidato del settore delle IFM, ottenuto compensando le posizioni lorde fra le IFM dell'area iscritte nel bilancio aggregato, costituisce il fondamento per l'analisi periodica dell'andamento delle grandezze monetarie e creditizie nell'area dell'euro, fra cui gli aggregati monetari (cfr. riquadro 2.3).

**Il bilancio aggregato e consolidato delle IFM**

**Il numero delle IFM è calato per effetto del processo di concentrazione nel settore**

6) Per "istituzione creditizia" si intende ogni istituzione che corrisponda alla definizione di cui all'articolo 1, paragrafo 1, della Direttiva 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 marzo 2000, relativa all'accesso all'attività degli enti creditizi e al suo esercizio, come emendata dalla Direttiva 2000/28/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 settembre 2000, ossia "un'impresa la cui attività consiste nel ricevere dal pubblico depositi o altri fondi rimborsabili e nel concedere crediti per proprio conto". Cfr. il glossario.

7) I fondi comuni monetari sono organismi di investimento collettivo le cui passività sono, in termini di liquidità, sostituiti stretti dei depositi e i quali investono prevalentemente in strumenti del mercato monetario e/o in altri strumenti di debito trasferibili con vita residua fino a un anno e/o in depositi bancari e/o offrono rendimenti prossimi ai tassi di interesse del mercato monetario.

### Riquadro 2.3 Gli aggregati monetari

Il punto di partenza per la definizione degli aggregati monetari dell'area dell'euro è il bilancio consolidato delle IFM. In generale, la definizione appropriata di un aggregato monetario dipende sostanzialmente dalla finalità ad esso attribuita. Poiché in molti casi le differenti attività finanziarie sono intercambiabili, e dato che la natura e le caratteristiche degli strumenti finanziari, delle transazioni e dei mezzi di pagamento mutano nel tempo, non è sempre evidente in che modo definire la moneta e quali strumenti finanziari debbano rientrare nelle diverse definizioni individuate. Per queste ragioni, solitamente le banche centrali individuano e tengono sotto osservazione più aggregati monetari.

Le definizioni adottate dalla BCE per gli aggregati monetari dell'area dell'euro si basano su una delimitazione armonizzata non soltanto del settore emittente e di quello detentore di moneta, ma anche delle categorie di passività delle IFM. Gli emittenti comprendono le IFM residenti nell'area dell'euro, mentre fra i detentori rientrano tutti gli altri residenti, escluse le amministrazioni centrali. Sebbene queste ultime non siano considerate parte del settore emittente, le loro passività di natura monetaria (ad es. i libretti di risparmio postale detenuti dalle famiglie) sono incluse come voce distinta nella definizione degli aggregati monetari, in considerazione della loro elevata liquidità<sup>1)</sup>.

Sulla scorta di elaborazioni concettuali e di analisi empiriche, e in linea con la prassi internazionale, l'Eurosistema ha definito un aggregato ristretto (M1), un aggregato intermedio (M2) e un aggregato ampio (M3). Essi differiscono per il grado di liquidità degli strumenti che vi confluiscono (grado valutato in base a criteri di trasferibilità, convertibilità, certezza di prezzo e negoziabilità). La loro composizione è indicata nella tavola 2.11.

M1 include le banconote e monete in circolazione, nonché i depositi a vista. Questi ultimi sono immediatamente convertibili in contante oppure utilizzabili per pagamenti scritturali.

M2 comprende M1 e i depositi con durata prestabilita fino a due anni o rimborsabili con preavviso fino a tre mesi. Questi depositi, pur essendo convertibili nelle componenti della moneta in senso stretto, possono essere soggetti a talune restrizioni, quali l'obbligo di preavviso, penalità e commissioni.

1) Sono esclusi i depositi presso le IFM delle amministrazioni centrali, non essendo queste ultime ricomprese nel settore detentore di moneta in quanto le loro disponibilità di moneta non sono strettamente connesse a piani di spesa.

**Tavola 2.11 Definizioni degli aggregati monetari dell'area dell'euro**

Passività <sup>1)</sup>	M1	M2	M3
Banconote e monete in circolazione	X	X	X
Depositi a vista	X	X	X
Depositi con durata prestabilita fino a due anni		X	X
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi		X	X
Operazioni pronti contro termine			X
Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari			X
Titoli di debito con scadenza originaria fino a due anni			X

Fonte: BCE.

1) Passività monetarie delle IFM e delle amministrazioni centrali (uffici postali, tesoreria) verso residenti dell'area dell'euro diversi dalle IFM (escluse le amministrazioni centrali).

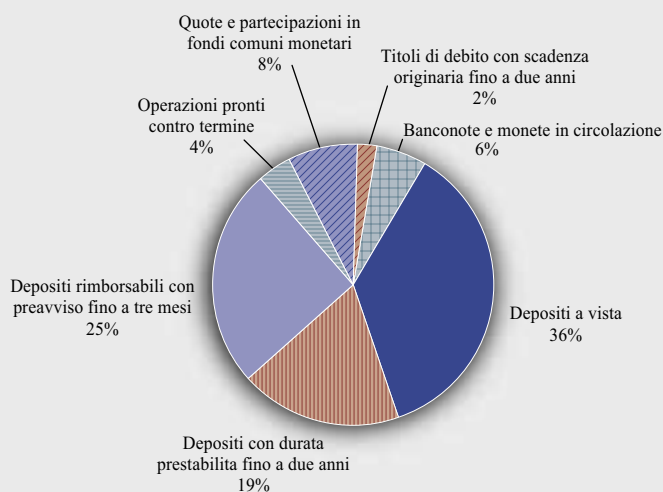
M3 comprende M2 e alcuni strumenti negoziabili emessi dalle IFM residenti, ossia le operazioni pronti contro termine, le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e i titoli di debito con scadenza fino a due anni (compresi quelli del mercato monetario). L'elevata liquidità e la certezza di prezzo fanno sì che tali strumenti siano sostituti stretti dei depositi. Per effetto della loro inclusione nella moneta in senso ampio, questa risente meno della riallocazione di fondi fra le varie categorie di attività liquide e risulta quindi più stabile rispetto agli aggregati ristretti (cfr. anche capitolo 3).

Le attività liquide in valuta estera in possesso di residenti nell'area dell'euro possono essere sostituiti stretti delle attività denominate in euro. Pertanto, tali disponibilità vengono incluse negli aggregati monetari se detenute presso IFM situate nell'area.

Le definizioni degli aggregati monetari adottate dalla BCE ricomprendono esclusivamente le passività delle IFM situate all'interno dell'area dell'euro nei confronti dei residenti nell'area; sono pertanto escluse le attività detenute da soggetti non residenti sotto forma di depositi a breve termine presso IFM dell'area, quote e partecipazioni in fondi comuni monetari situati nell'area e titoli di debito con scadenza originaria fino a due anni emessi da IFM dell'area. Per quanto concerne le banconote e monete in circolazione, considerata la difficoltà di desumere dati accurati e tempestivi sui volumi detenuti da soggetti non residenti, questa componente viene inclusa nella sua interezza negli aggregati monetari, indipendentemente dal luogo di residenza del detentore.

La figura 2.6 mostra la ripartizione percentuale delle componenti di M3 alla fine di dicembre 2002. I depositi a vista rappresentavano la quota più ampia, pari al 36 per cento. La quota dei depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi e quella dei depositi con durata prestabilita fino a due anni erano rispettivamente del 25 e del 19 per cento. L'incidenza delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari risultava pari all'8 per cento mentre quella delle banconote e monete in circolazione era del 6 per cento. Infine, le operazioni pronti contro termine e i titoli di debito con scadenza originaria fino a due anni totalizzavano rispettivamente il 4 e il 2 per cento.

**Figura 2.6 Quote percentuali delle componenti di M3 alla fine del 2002**



Depositi e prestiti sono le voci più importanti del bilancio delle IFM

La figura 2.7 mostra la composizione del bilancio consolidato delle IFM (compreso l'Eurosistema) alla fine del 2002. Le passività appaiono rappresentate per il 45 per cento da depositi. Altre voci importanti sono le passività sull'estero e i titoli di debito, rispettivamente pari al 19 e al 13 per cento del totale delle passività. Dal lato dell'attivo la quota maggiore risulta quella dei prestiti (56 per cento), mentre le attività sull'estero rappresentano il 20 per cento e gli impieghi in titoli di debito e in azioni e altri titoli di capitale contribuiscono per il 15 per cento.

Depositi e prestiti bancari nell'area dell'euro, negli Stati Uniti e in Giappone

A fine 2002 i depositi bancari nell'area dell'euro ammontavano all'81 per cento del PIL (cfr. tavola 2.12), livello superiore a quello degli Stati Uniti (44 per cento), ma inferiore a quello del Giappone (119 per cento). Alla stessa data i prestiti bancari nell'area erano pari al 108 per cento del PIL; il corrispondente rapporto negli Stati Uni-

ti e in Giappone era rispettivamente del 51 e del 101 per cento. Questi dati evidenziano l'importante ruolo svolto dall'intermediazione bancaria nell'area dell'euro, specie in raffronto agli Stati Uniti.

Sempre a fine 2002, il totale dei prestiti bancari alle società non finanziarie in rapporto al PIL ammontava a circa il 40 per cento sia nell'area dell'euro che negli Stati Uniti, mentre risultava pari al 64 per cento in Giappone. Ciò riflette l'importanza dei mercati dei capitali sulle decisioni di finanziamento delle imprese nelle prime due economie, allorché in Giappone il ricorso al credito bancario come fonte di finanziamento del settore delle società non finanziarie risulta relativamente maggiore.

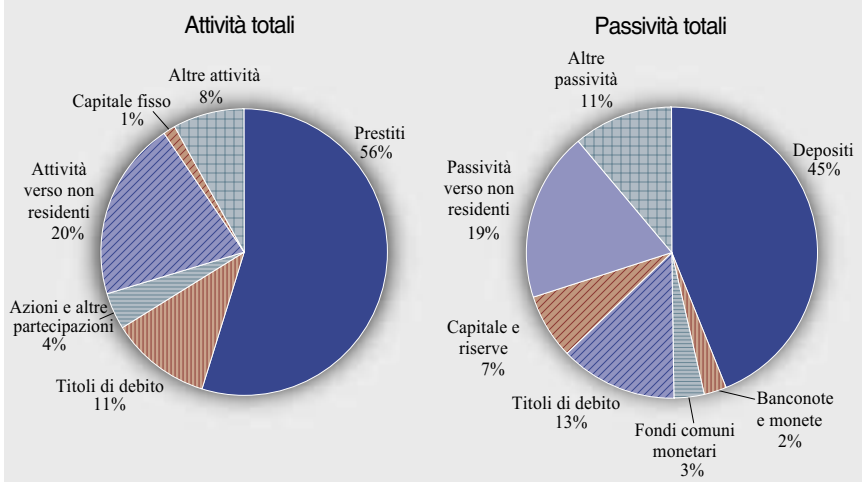
### Gli altri intermediari finanziari

Oltre a provenire dalle IFM, il finanziamento indiretto ai settori pubblico e privato deriva da altri intermediari finanziari, come le imprese di assicurazione, i fondi pensione, gli

Ruolo ancora modesto delle istituzioni diverse dalle IFM

**Figura 2.7** Composizione del bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro (incluso l'Eurosistema) a fine 2002

(quote percentuali sul totale di bilancio)



Fonte: BCE.



**Tavola 2.12 Depositi e prestiti bancari nell'area dell'euro, negli Stati Uniti e in Giappone a fine 2002**

(in percentuale del PIL)	Depositi bancari	Prestiti bancari	Prestiti bancari a società non finanziarie
Area dell'euro	81,3	107,9	42,1
Stati Uniti	44,0	51,2	39,3
Giappone	118,8	101,0	63,9

Fonte: BCE, Federal Reserve e Banca del Giappone.

ausiliari finanziari, i fondi comuni di investimento, le società di intermediazione mobiliare e le società finanziarie operanti nel settore del credito. Un aspetto sostanziale che differenzia tali intermediari dalle istituzioni creditizie è l'assenza di depositi dal lato passivo del bilancio. Secondo le stime disponibili, la categoria degli "altri intermediari finanziari" ha progressivamente accresciuto l'attività nel corso degli anni novanta, ma

svolge ancora un ruolo secondario rispetto alle IFM. A fine 2002 le attività delle imprese di assicurazione, dei fondi comuni e dei fondi pensione situati nell'area dell'euro ammontavano al 90 per cento del PIL, mentre quelle delle IFM erano pari al 267 per cento. Nondimeno, il volume totale delle attività degli "altri intermediari finanziari" è aumentato in misura considerevole, in particolare dalla fine degli anni novanta.



## 3 LA STRATEGIA DI POLITICA MONETARIA DELLA BCE

Il presente capitolo descrive la strategia di politica monetaria della BCE, ossia l'approccio generale adottato dalla Banca al fine di conseguire l'obiettivo primario del mantenimento della stabilità dei prezzi. La prima sezione espone le ragioni per cui tale obiettivo è stato assegnato alla politica monetaria. Nella seconda sono illustrate le caratteristiche salienti del meccanismo di trasmissione della politica monetaria (ossia del modo in cui questa influisce sugli andamenti dei prezzi) e le implicazioni per la conduzione della politica monetaria. Gli aspetti essenziali della strategia della BCE sono esposti in maggiore dettaglio nelle ultime sezioni.

### 3.1 IL RUOLO DELLA POLITICA MONETARIA E I VANTAGGI DELLA STABILITÀ DEI PREZZI

#### Il ruolo e i limiti della politica monetaria

Il modo in cui la politica monetaria influenza l'economia può essere riassunto come segue. La banca centrale ha competenza esclusiva per emettere banconote e fornire riserve bancarie; detiene cioè una posizione di monopolio nell'offerta di base monetaria che le consente di influenzare le condizioni del mercato monetario e controllare i tassi di interesse a breve termine.

Controllando l'offerta di base monetaria ...

...la banca centrale può influire sugli andamenti economici

Nel breve periodo, una variazione dei tassi di interesse del mercato monetario indotta dalla banca centrale attiva una serie di meccanismi e di reazioni degli operatori che si ripercuoteranno, in ultima analisi, sugli andamenti di variabili economiche come il prodotto o i prezzi. Noto anche come "meccanismo di trasmissione della politica monetaria", questo processo ha natura complessa e, sebbene sia compreso nelle sue linee essenziali, non vi è un'interpretazione univoca e incontestata di tutti i suoi aspetti.

Una proposizione ampiamente accettata nella dottrina economica tuttavia è che nel lungo periodo, ossia dopo che l'economia ha esplicito tutti gli adeguamenti necessari, una variazione della quantità di moneta (a parità di altre condizioni) modificherà il livello generale dei prezzi ma non inciderà in via permanente sulle variabili reali, quali il prodotto e la disoccupazione. In definitiva, una variazione della quantità di moneta in circolazione rappresenta un cambiamento dell'unità di conto (e dunque del livello generale dei prezzi) che lascia immutate le altre variabili, così come l'adozione di una diversa unità di misura, ad esempio miglia invece di chilometri, non altererà la distanza effettiva fra due luoghi.

Nel lungo periodo, le variazioni dell'offerta di moneta incidono sul livello generale dei prezzi...

Questo principio fondamentale, definito come la "neutralità della moneta nel lungo periodo", è comunemente accettato nella macroeconomia teorica e applicata. In un sistema economico il reddito reale o i livelli occupazionali sono sostanzialmente determinati nel lungo termine da fattori reali che agiscono dal lato dell'offerta. Questi sono il progresso tecnologico, la

... ma non sui livelli del reddito reale o dell'occupazione

crescita della popolazione, le preferenze degli operatori economici e il quadro economico-istituzionale in tutte le sue articolazioni (in particolare i diritti di proprietà, le politiche tributarie e previdenziali e le normative che agiscono sia sulla flessibilità dei mercati, sia sugli incentivi all'offerta di lavoro e di capitale e agli investimenti in capitale umano).

L'inflazione è  
fondamentalmente  
un fenomeno  
monetario

Nel lungo periodo, la banca centrale non può influire sulla crescita economica modificando l'offerta di moneta. A ciò si ricollega l'assunto che l'inflazione è fondamentalmente un fenomeno monetario. In effetti, periodi protratti di elevata inflazione sono connessi di regola a una forte crescita monetaria. Sebbene altri fattori (quali le variazioni della domanda aggregata, i cambiamenti tecnologici o gli shock dei prezzi delle materie prime) possano incidere sulla dinamica dei prezzi nel breve periodo, nel tempo i loro effetti possono essere compensati da un certo grado di aggiustamento dello stock di moneta. In questa prospettiva, il livello tendenziale dei prezzi, o dell'inflazione, può essere controllato nel più lungo periodo dalle banche centrali.

La stabilità  
dei prezzi accresce  
il potenziale di  
crescita economica

Il forte nesso tra espansione monetaria e inflazione nell'economia e neutralità della politica monetaria nel lungo periodo trova conferma in un vasto numero di studi economici concernenti periodi e paesi diversi. Allo stesso tempo, poiché è dimostrato dalla ricerca teorica e da quella empirica che i costi dell'inflazione (e dalla deflazione) sono considerevoli, oggi è ampiamente riconosciuto che la stabilità dei prezzi concorre ad aumentare il

benessere economico e il potenziale di crescita di un'economia.

### I vantaggi della stabilità dei prezzi

L'obiettivo della stabilità dei prezzi si riferisce al loro livello generale e consiste nell'evitare tanto una protratta inflazione quanto una protratta deflazione. La stabilità dei prezzi concorre a innalzare il livello dell'attività economica e dell'occupazione in vari modi.

In primo luogo, la stabilità dei prezzi consente al pubblico di individuare più facilmente le variazioni dei prezzi relativi, poiché queste non sono offuscate dalle fluttuazioni del livello generale dei prezzi. Di conseguenza, le imprese e i consumatori non sono indotti a interpretazioni erronee del tipo di variazione e possono basare su informazioni migliori le proprie decisioni di spesa e di investimento; in tal modo il mercato può dirigere le risorse verso gli impieghi più produttivi. Contribuendo a questa più efficiente allocazione delle risorse, la stabilità dei prezzi aumenta, in ultima analisi, il benessere delle famiglie e il potenziale di crescita dell'economia.

In secondo luogo, se i creditori possono avere la certezza del futuro mantenimento della stabilità dei prezzi, essi non richiederanno un "premio per il rischio di inflazione" a compensazione delle potenziali perdite connesse con la detenzione di attività nominali a più lungo termine. Riducendo l'incidenza di simili premi sul tasso di interesse reale, la credibilità della politica monetaria promuove l'efficienza del mercato dei capitali nell'allocare le risorse, stimolando

La stabilità dei  
prezzi favorisce  
un innalzamento  
del livello di vita  
poiché  
contribuisce a ...

... migliorare la  
trasparenza dei  
prezzi relativi, ...

... ridurre il premio  
al rischio  
di inflazione  
nei tassi  
di interesse, ...

pertanto l'attività di investimento. Ciò favorisce a sua volta il benessere economico.

... evitare strategie di copertura finanziaria non necessarie, ...

In terzo luogo, la fiducia nel mantenimento della stabilità dei prezzi riduce le probabilità che i soggetti privati e le imprese distolgano risorse dagli impieghi produttivi per tutelarsi dall'inflazione. Per esempio, in un contesto di alta inflazione esiste l'incentivo a fare scorta di beni reali poiché, in tali circostanze, essi conservano il proprio valore meglio della moneta o di talune attività finanziarie. Ciò non costituisce, tuttavia, una scelta di investimento efficiente e ostacola quindi la crescita economica.

... attenuare le distorsioni dei sistemi tributari e previdenziali, ...

In quarto luogo, i sistemi tributari e previdenziali possono generare incentivi perversi che distorcono i comportamenti economici. Nella maggior parte dei casi tali distorsioni sono acute dall'inflazione e dalla deflazione, poiché normalmente questi sistemi non prevedono l'indicizzazione delle aliquote d'imposta e dei contributi previdenziali al tasso di inflazione. La stabilità dei prezzi elimina i costi reali che emergono allorché l'inflazione accresce l'effetto distorsivo dei sistemi fiscali e di sicurezza sociale.

... accrescere i vantaggi di detenere disponibilità di contante, ...

In quinto luogo, l'inflazione agisce come una tassa sulle disponibilità di contante, riducendone la domanda da parte delle famiglie e aumentando di conseguenza i costi transattivi (ad esempio i cosiddetti "shoe-leather costs").

... e impedire arbitrarie ridistribuzioni di ricchezza e reddito

In sesto luogo, il mantenimento della stabilità dei prezzi evita la considerevole e arbitraria ridistribuzione

di ricchezza e di reddito (ad esempio da creditori a debitori) associata a situazioni sia inflazionistiche che deflazionistiche, che sono caratterizzate da cambiamenti imprevedibili della dinamica dei prezzi. Tipicamente sono i gruppi sociali più deboli che risentono maggiormente dell'inflazione, poiché hanno limitate possibilità di tutelarsi contro di essa. Come hanno dimostrato numerosi esempi nel ventesimo secolo, la presenza di alti tassi di inflazione o deflazione tende a generare instabilità sociale e politica, pertanto la prevenzione di questi fenomeni contribuisce a salvaguardare la coesione e la pace sociale.

Sulla base delle precedenti argomentazioni si può concludere che, garantendo la stabilità dei prezzi, una banca centrale fornisce un contributo sostanziale alla realizzazione di più ampi obiettivi economici, quali l'innalzamento del tenore di vita, alti livelli di attività produttiva e migliori prospettive di occupazione. Questa conclusione è confortata dall'evidenza empirica, la quale dimostra (per una vasta gamma di paesi, metodologie e periodi storici) che nel lungo periodo le economie con più bassa inflazione sono caratterizzate, in media, da una crescita più rapida in termini reali.

### **I compiti e le responsabilità assegnati dal Trattato**

I principi fondamentali descritti raccolgono un ampio consenso e trovano altresì riscontro nel modo in cui il Trattato ha ripartito i compiti e le responsabilità fra le diverse autorità di politica economica. Il Trattato sancisce che l'obiettivo

Contribuendo alla stabilità dei prezzi la banca centrale concorre alla realizzazione di più ampi obiettivi economici

I compiti e le responsabilità assegnati dal Trattato riflettono questi principi generali ...

primario dell'Eurosistema e della politica monetaria unica di cui esso è responsabile è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Esso aggiunge inoltre che, "fatto salvo l'obiettivo della stabilità dei prezzi", l'Eurosistema "sostiene le politiche economiche generali nella Comunità al fine di contribuire alla realizzazione degli obiettivi della Comunità", fra cui "un elevato livello di occupazione" e "una crescita sostenibile e non inflazionistica" (cfr. Capitolo 1).

... individuando nella stabilità dei prezzi l'obiettivo primario della politica monetaria

Il Trattato assegna un'importanza preminente all'obiettivo del mantenimento della stabilità dei prezzi da parte dell'Eurosistema per valide ragioni economiche. Dato che, in ultima analisi, la politica monetaria può influire unicamente sul livello dei prezzi, la stabilità di questi diviene il suo unico obiettivo naturale. Per contro, sarebbe stato problematico assegnarle un obiettivo di reddito reale o di occupazione poiché, prescindendo dalle positive conseguenze della stabilità dei prezzi, la politica monetaria non ha alcuna efficacia nell'incidere durevolmente sulle grandezze reali. Attiene ad altri operatori economici, in particolare a quelli responsabili delle politiche fiscali e strutturali, il compito di migliorare il potenziale di crescita dell'economia. La chiara gerarchia di obiettivi stabilita dal Trattato per l'Eurosistema riflette decenni di esperienza pratica e numerosi studi economici che hanno dimostrato come il conseguimento di una durevole stabilità dei prezzi rappresenta il maggiore contributo che la politica monetaria può offrire al miglioramento delle prospettive economiche e all'innalzamento del tenore di vita dei cittadini.

Al tempo stesso, conformemente alla lettera del Trattato e fatto salvo il conseguimento dell'obiettivo della stabilità dei prezzi, nell'effettiva attuazione delle decisioni di politica monetaria l'Eurosistema dovrebbe tenere conto dei più ampi obiettivi economici della Comunità. In particolare, considerato che la politica monetaria può incidere sull'attività reale nel breve periodo, di norma la BCE dovrebbe evitare di generare oscillazioni eccessive dei livelli del prodotto e dell'occupazione, ove ciò sia compatibile con il perseguimento del suo obiettivo primario.

Nondimeno, nel perseguire il suo obiettivo primario, l'Eurosistema deve tener conto dei più ampi obiettivi economici della Comunità

### 3.2 IL MECCANISMO DI TRASMISSIONE DELLA POLITICA MONETARIA

Poiché al Consiglio direttivo spetta la responsabilità di prendere decisioni che mirino a preservare la stabilità dei prezzi, è essenziale che la BCE abbia una chiara visione del modo in cui la politica monetaria agisce sulla loro dinamica. Il processo mediante il quale le decisioni delle autorità monetarie influenzano l'economia in generale, e il livello dei prezzi in particolare, è noto come meccanismo di trasmissione della politica monetaria, mentre i singoli collegamenti tramite i quali si esplicano (di norma) gli impulsi di politica monetaria sono detti "canali di trasmissione".

Il meccanismo e i canali di trasmissione

#### I canali di trasmissione monetaria

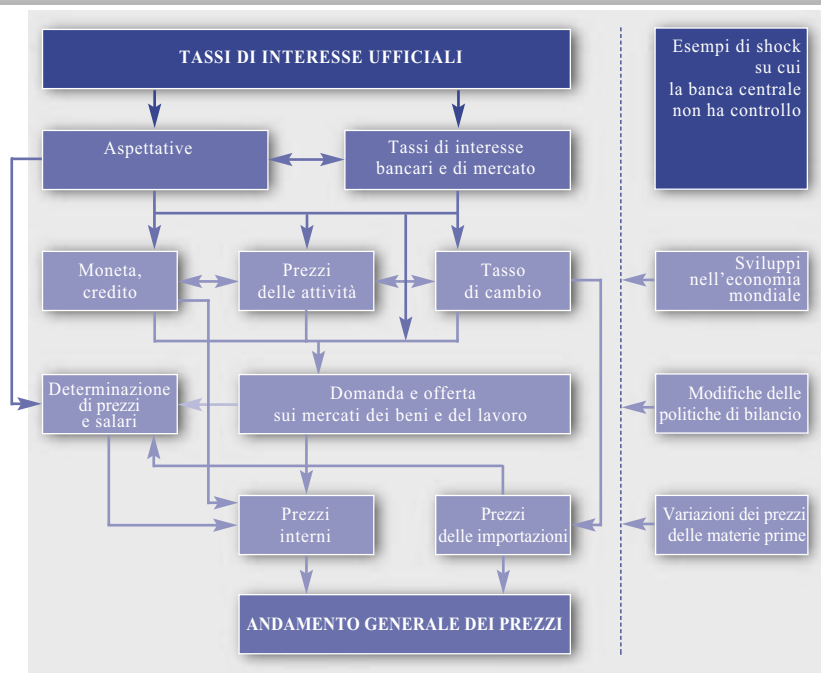
I principali canali di trasmissione della politica monetaria sono illustrati in maniera schematica e semplificata nella figura 3.1 (riquadro di sinistra).

Il processo di trasmissione ...

La (lunga) catena di nessi causali che collega le decisioni di politica monetaria al livello dei prezzi ini-

... inizia con una modifica dei tassi ufficiali ...

**Figura 3.1** Illustrazione sintetica del meccanismo di trasmissione dai tassi di interesse ai prezzi



zia con la modifica dei tassi di interesse di riferimento applicati dalla banca centrale alle operazioni per mezzo delle quali eroga normalmente i fondi al sistema bancario (per una descrizione dettagliata degli strumenti di politica monetaria dell'Eurosistema si rimanda al Capitolo 4). Il sistema bancario richiede moneta emessa dalla banca centrale ("base monetaria") per soddisfare la domanda di contante del pubblico, regolare i saldi interbancari e assolvere gli obblighi di riserva presso la banca centrale. Dato il monopolio di cui dispone nella creazione di base monetaria, la banca centrale può fissare liberamente i tassi di interesse applicabili alle sue operazioni. In questo modo essa determina i costi di finanziamento delle istituzioni creditizie che, a loro volta, dovranno traslarli sul credito concesso ai clienti.

Per mezzo di questo processo la banca centrale è in grado di esercitare un influsso determinante sulle condizioni del mercato monetario e quindi orientarne i tassi di interesse. Le variazioni di questi ultimi condizionano, sebbene in vario grado, gli altri rendimenti del mercato, ad esempio i tassi applicati dalle banche ai prestiti e ai depositi a breve termine. Eventuali attese di una prossima modifica dei tassi ufficiali influiscono anche sui tassi di mercato a medio termine, poiché questi rispecchiano le aspettative sull'evoluzione futura dei tassi a breve. Meno diretta è invece l'incidenza di una variazione dei tassi del mercato monetario sui tassi di interesse per le scadenze molto lunghe (come i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni e i tassi bancari attivi a lungo termine), poiché questi dipendono largamente dalle

... che si ripercuote sui tassi di interesse di mercato ...

aspettative del mercato circa le tendenze di lungo periodo della crescita e dell'inflazione nell'economia. In altri termini, i tassi a più lungo termine solitamente non risentono di una variazione dei tassi di riferimento, a meno che questa non modifichi le attese degli operatori riguardo agli andamenti economici di lungo periodo.

... e sui prezzi delle attività ...

Tramite l'impatto esercitato sia sulle condizioni di finanziamento nell'economia, sia sulle aspettative degli operatori, la politica monetaria può incidere anche su altre variabili finanziarie, come i prezzi delle attività (ad esempio le quotazioni azionarie) e i tassi di cambio.

... condizionando le decisioni di credito, di risparmio e di investimento ...

Le variazioni dei tassi di interesse e dei prezzi delle attività finanziarie si ripercuotono a loro volta sulle decisioni di risparmio, di spesa e di investimento delle famiglie e delle imprese. Ad esempio, a parità delle altre condizioni, un incremento dei tassi di interesse tende a rendere meno conveniente per questi settori finanziare consumi e investimenti mediante debito. Le famiglie avranno maggiore convenienza a risparmiare il reddito corrente, anziché spenderlo, in quanto tali risparmi frutteranno rendimenti più elevati. Una modifica dei tassi di riferimento può parimenti incidere sull'offerta di credito. In caso di un loro aumento ad esempio, il rischio che taluni mutuatari (famiglie o imprese) non siano più in grado di far fronte regolarmente ai propri impegni debitori potrebbe divenire tale da dissuadere le banche a concedere loro credito, obbligandoli a posticipare i piani di consumi o di investimento.

Anche le fluttuazioni del valore delle attività finanziarie, infine, possono influire su consumi e investimenti attraverso gli effetti di reddito e di ricchezza. Ad esempio, un rialzo dei corsi accresce la ricchezza delle famiglie detentrici di azioni, che possono decidere di aumentare la propria spesa per consumi, mentre un ribasso può indurle a ridimensionarla. Un altro canale tramite il quale i prezzi delle attività possono influire sulla domanda aggregata è il valore delle garanzie costituite dai mutuatari per ottenere ulteriore credito e/o per ridurre il premio per il rischio richiesto dai prestatori. Spesso l'approvazione di un credito dipende in larga misura dall'ammontare delle garanzie; se queste perdono valore i prestiti diverranno più onerosi, ovvero saranno più difficili da ottenere, risultando in un calo della spesa.

All'interno di un'area economica, la mutata dinamica dei consumi e degli investimenti modifica il rapporto tra il livello della domanda di beni e servizi e quello dell'offerta, facendo sì che, a parità delle altre condizioni, allorché la domanda supera l'offerta possano emergere spinte al rialzo sui prezzi. Per giunta, le variazioni della domanda aggregata potrebbero tradursi in condizioni più o meno tese sul mercato del lavoro e su quello dei beni intermedi, influenzandone i rispettivi processi di formazione dei salari e dei prezzi.

Le oscillazioni del tasso di cambio si ripercuotono sull'inflazione tipicamente in tre modi. Il primo attiene al loro impatto diretto sui prezzi interni dei beni importati; in effetti, a seguito di un rafforzamento del

... e determinando una modifica della domanda aggregata e dei prezzi

Le conseguenze delle oscillazioni del tasso di cambio sui prezzi



cambio, questi prezzi tenderanno a diminuire e, se i corrispondenti prodotti sono destinati al consumo, il calo contribuirà in modo diretto ad abbassare l'inflazione. Il secondo riguarda i beni importati impiegati come fattori produttivi, il cui minor costo può nel tempo tradursi in un calo dei prezzi dei prodotti finali. Il terzo è dato dall'impatto sulla competitività internazionale dei beni prodotti internamente: un apprezzamento del cambio che renda questi beni meno concorrenziali in termini di prezzo sul mercato mondiale tenderà a limitarne la domanda estera e quindi a ridurre le pressioni della domanda complessiva nell'economia. A parità delle altre condizioni, un apprezzamento del cambio tende pertanto a moderare le spinte inflazionistiche. L'entità di tali effetti dipende dal grado di apertura dell'economia al commercio internazionale e risulterà generalmente minore per un'area valutaria di grandi dimensioni e relativamente chiusa, come l'area dell'euro, che per una piccola economia aperta. Oltre che dalla politica monetaria, i movimenti del tasso di cambio, così come quelli dei prezzi delle attività finanziarie, possono chiaramente dipendere da numerosi altri fattori.

**Ancorare  
le aspettative  
di inflazione**

Altri canali tramite i quali la politica monetaria può intervenire sulla dinamica dei prezzi sono essenzialmente collegati al suo influsso sulle aspettative a lungo termine del settore privato. Se nel perseguimento del suo obiettivo la banca centrale gode di ampia credibilità, la politica monetaria può avere incisivi effetti diretti sugli andamenti dei prezzi poiché, orientando le attese di inflazione degli operatori

economici, essa influenzerà altresì i comportamenti che determinano i salari e i prezzi. In questo senso, la credibilità dell'azione volta a mantenere una duratura stabilità dei prezzi è di capitale importanza: solo avendo piena fiducia nella capacità e nell'impegno della banca centrale a conseguire tale obiettivo attese degli operatori saranno saldamente ancorate alla stabilità dei prezzi. Ciò a sua volta influirà positivamente sui processi di formazione dei prezzi e dei salari nell'economia poiché gli operatori non dovranno correggere al rialzo i prezzi per timore di una più elevata inflazione futura. La credibilità pertanto rende più agevole la conduzione della politica monetaria.

Il processo dinamico delineato implica, nei suoi diversi stadi, tutta una serie di meccanismi e di azioni da parte degli operatori. Per questo motivo una manovra di politica monetaria impiega normalmente un considerevole lasso di tempo per influenzare l'andamento dei prezzi. La portata e l'incisività dei singoli effetti possono inoltre variare a seconda dello stato dell'economia, rendendo difficile una stima precisa dell'impatto globale. Nel complesso, le banche centrali devono solitamente fare i conti con ritardi prolungati, variabili e incerti nell'attuazione della politica monetaria.

Determinare con precisione il meccanismo di trasmissione della politica monetaria è complicato dal fatto che, nella pratica, gli andamenti economici risentono costantemente di shock provenienti da molteplici fonti. Ad esempio una variazione dei prezzi del petrolio, di altre

**Il meccanismo di trasmissione è caratterizzato da ritardi temporali prolungati, variabili e incerti ...**

**... e risente degli shock esterni**

materie prime, o dei prezzi amministrati può avere ricadute dirette sull'inflazione nel breve periodo. Anche gli sviluppi nell'economia mondiale o nelle politiche di bilancio possono incidere sulla dinamica dei prezzi, tramite la domanda aggregata. Si aggiunge poi il fatto che i prezzi delle attività finanziarie e i tassi di cambio non reagiscono unicamente agli impulsi monetari, ma anche a una serie di altri fattori. La politica monetaria pertanto, oltre a seguire attentamente il dispiegarsi dei propri effetti, deve tenere conto di tutte le altre circostanze rilevanti per l'andamento futuro dei prezzi, in modo da evitare che queste abbiano ripercussioni indesiderate sulle tendenze e sulle aspettative d'inflazione a più lungo termine. Di conseguenza, l'indirizzo appropriato da imprimere alla politica monetaria dipende di volta in volta dalla natura, portata e durata degli shock che colpiscono il sistema. In questa prospettiva, la banca centrale deve costantemente misurarsi con l'arduo compito di comprendere quali sono le determinanti delle tendenze dei prezzi al fine di individuare l'opportuna risposta di politica monetaria.

incrociata la loro azione, esse spesso tengono conto anche di semplici regole empiriche. Una di queste si fonda sul fatto che l'inflazione è sempre un fenomeno monetario nel medio-lungo periodo; consiglia pertanto una costante attenzione alle dinamiche monetarie per valutare le tendenze dell'inflazione.

Nonostante l'importante contributo fornito dalle metodologie empiriche negli ultimi decenni nel quantificare il meccanismo e i canali di trasmissione, ad oggi questo complesso processo non è stato ancora compreso appieno. Nel caso della BCE inoltre è anche possibile che, avendo assunto la responsabilità di un'area valutaria del tutto nuova, essa debba fronteggiare un'incertezza persino superiore a quella di molte altre banche centrali. Per giunta, i cambiamenti istituzionali e di comportamento seguiti all'introduzione della moneta unica all'inizio del 1999 possono aver alterato le relazioni fra le diverse variabili economiche. Grazie alla maggiore disponibilità di informazioni e di risultati della ricerca, tuttavia, si è pervenuti nel tempo a una conoscenza più approfondita del meccanismo di trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro (cfr. il riquadro 1 per una sintesi delle recenti risultanze empiriche in materia). Ulteriori progressi e un monitoraggio continuo restano nondimeno una chiara esigenza.

Le conoscenze empiriche sul processo di trasmissione

La complessità del processo di trasmissione

Le banche centrali pertanto si trovano tipicamente di fronte una complessa rete di interazioni economiche. Considerata tale complessità, per orientare o sottoporre a verifica

### Riquadro 3.1 L'evidenza empirica sulla trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro

La comprensione del meccanismo di trasmissione riveste importanza fondamentale per la conduzione della politica monetaria. Non sorprende pertanto che numerosi studi, prodotti sia dal mondo accademico che dagli economisti dell'Eurosistema, abbiano tentato di chiarire meglio le complesse interazioni che vi

sottendono. Benché ancora caratterizzati da un notevole grado di incertezza (dovuto fra l'altro all'utilizzo di dati in gran parte antecedenti il 1999), i principali risultati di questi studi paiono confermare che numerosi fatti, ormai ampiamente consolidati e accettati, sono validi anche per l'area dell'euro.

### **Stime empiriche degli effetti delle variazioni dei tassi di interesse a breve termine sull'attività reale e sui prezzi**

Varie stime degli effetti delle variazioni del tasso di interesse sul prodotto e sui prezzi sono state ottenute impiegando diversi modelli econometrici per l'area dell'euro. A titolo di esempio, la tavola 3.1 riporta i risultati desunti da tre di questi modelli, ciascuno basato su una struttura economica o una metodologia econometrica diversa. La tavola mostra la risposta del livello del PIL e dei prezzi a un aumento temporaneo del tasso di interesse di riferimento della banca centrale pari a 1 punto percentuale, per un periodo di due anni.

Dal punto di vista qualitativo, nei tre modelli le risposte del PIL e dei prezzi sono coerenti nei loro tratti essenziali. Un aumento dei tassi di interesse a breve termine determina un decremento temporaneo del prodotto, che risulta massimo circa due anni dopo l'impulso iniziale di politica monetaria. Successivamente il prodotto si riporta sul livello base, mentre i prezzi si portano gradualmente a un livello più basso.

Profili sostanzialmente simili emergono dall'esame di un più ampio ventaglio di modelli empirici e sono in linea sia con i risultati relativi ad altri paesi, sia con i modelli teorici che raccolgono maggior consenso. In sintesi, essi mostrano la neutralità della politica monetaria nel lungo periodo; gli effetti sul prodotto hanno carattere temporaneo, mentre la variazione del livello dei prezzi è permanente.

Per contro, i tempi e l'entità delle risposte divergono notevolmente fra i modelli, rispecchiando le incertezze sulle caratteristiche precise del meccanismo di trasmissione. Nei tre modelli della tavola, ad esempio, gli effetti massimi sul prodotto e quelli sui prezzi, due anni dopo lo shock iniziale al tasso di interesse, si

**Tavola 3.1 Stima della risposta del PIL reale e dei prezzi al consumo a un incremento di 1 punto percentuale del tasso di interesse di riferimento dell'area dell'euro**

	PIL reale				Prezzi al consumo			
	Anno 1	Anno 2	Anno 3	Anno 4	Anno 1	Anno 2	Anno 3	Anno 4
Modello 1	-0,34	-0,71	-0,71	-0,63	-0,15	-0,30	-0,38	-0,49
Modello 2	-0,22	-0,38	-0,29	-0,14	-0,09	-0,21	-0,31	-0,40
Modello 3	-0,34	-0,47	-0,37	-0,28	-0,06	-0,10	-0,19	-0,31

Note: I dati sono espressi come deviazioni percentuali dal profilo di base del PIL e dell'indice dei prezzi. Il modello 1 è il modello della BCE per l'area dell'euro nel suo complesso (area-wide model, AWM); il modello 2 è un'aggregazione dei modelli macroeconomici delle singole banche centrali nazionali dell'area dell'euro; il modello 3 è il modello multi-paese sviluppato dal National Institute of Economic and Social Research nel Regno Unito. Le simulazioni assumono che la variazione positiva del tasso di interesse determini un aumento del tasso di interesse a lungo termine e un apprezzamento del tasso di cambio.

Fonte: *Recenti risultati sulla trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro*, Bollettino mensile della BCE, ottobre 2002.

collocano in intervalli compresi, rispettivamente, fra -0,38 e -0,71 per cento e fra -0,10 e -0,30 per cento. Nel complesso queste stime confermano che il meccanismo tramite il quale la politica monetaria influisce sul livello dei prezzi comporta ritardi temporali lunghi e di durata variabile.

### **Evidenza relativa ai canali della trasmissione monetaria nell'area dell'euro**

Per quanto attiene alla risposta delle singole componenti del PIL alle variazioni dei tassi di interesse, alcuni studi mettono in luce l'importanza dell'effetto della politica monetaria sugli investimenti, rispetto ai suoi effetti sui consumi e su altre componenti della domanda aggregata. Gli investimenti risentono soprattutto delle variazioni del costo d'uso del capitale (una variabile strettamente collegata ai tassi di interesse); essi risentono anche, ma in misura minore, dei vincoli di liquidità e dei flussi di cassa (ossia della capacità delle imprese di emettere titoli di debito sui mercati finanziari o di ottenere prestiti dalle banche).

Gli studi empirici disponibili suggeriscono inoltre che gli effetti del tasso di cambio possono avere una notevole rilevanza nell'area dell'euro. Pertanto, la risposta dei prezzi al consumo a una modifica dei tassi di riferimento della banca centrale dipenderà anche dagli effetti della manovra sul tasso di cambio. Ad esempio, quanto più forte è l'apprezzamento dell'euro innescato da una variazione dei tassi di interesse, tanto più rapido e ampio sarà il calo dell'inflazione. Tuttavia, la banca centrale non può dare per scontata né l'entità né la direzione delle fluttuazioni del cambio poiché entrambe dipendono da fattori, ad esempio gli sviluppi nelle politiche monetarie estere, sui quali la banca centrale non ha alcun controllo.

## **3.3 LA STRATEGIA DI POLITICA MONETARIA DELLA BCE: PRINCIPI GENERALI**

Il compito della politica monetaria

Considerate le conoscenze acquisite sul processo di trasmissione, la sfida a cui è chiamata la BCE può essere definita come segue: il Consiglio direttivo della BCE deve influenzare le condizioni del mercato monetario, e quindi il livello dei tassi di interesse a breve termine, per assicurare il mantenimento della stabilità dei prezzi nel medio periodo. Nell'assolvere tale compito, la banca centrale fronteggia in permanenza un elevato livello di incertezza riguardante sia la natura degli shock che colpiscono il sistema, sia l'esistenza e la forza delle interrelazioni fra le variabili macroeconomiche. Alla luce di questi elementi,

è possibile individuare alcune delle caratteristiche fondamentali di una politica monetaria efficace.

In primo luogo, come sottolineato nella sezione 3.2, la politica monetaria sarà notevolmente più efficace se in grado di ancorare saldamente le attese di inflazione. In questa prospettiva la banca centrale dovrebbe specificare il suo obiettivo, elaborare una metodologia coerente e sistematica cui attenersi nella conduzione della politica monetaria e comunicare in modo chiaro e trasparente. Queste sono prerogative indispensabili per acquisire un elevato livello di credibilità, presupposto necessario per influire sulle aspettative degli operatori economici.

La politica monetaria dovrebbe ancorare saldamente le attese di inflazione, ...

... essere rivolta agli sviluppi futuri (forward-looking), ...

In secondo luogo, dati gli sfasamenti temporali che caratterizzano il processo di trasmissione, una manovra di politica monetaria influirà sul livello dei prezzi solo dopo un certo numero di trimestri, o anni. Ciò implica che le banche centrali devono giudicare quale orientamento sia necessario nel presente al fine di preservare la stabilità dei prezzi in futuro, quando si esplicheranno gli effetti delle loro decisioni. In questo senso, la politica monetaria deve essere lungimirante.

... concentrandosi sul medio termine ...

Poiché, a causa dei ritardi nella trasmissione, la politica monetaria non è in grado di neutralizzare nel breve periodo shock imprevisti al livello dei prezzi (ad esempio, quelli causati dalle fluttuazioni dei prezzi internazionali delle materie prime), una certa volatilità a breve termine dell'inflazione è inevitabile. Inoltre, data la complessità del processo di trasmissione, vi sarà sempre un notevole margine di incertezza circa gli esiti finali. Per queste ragioni la politica monetaria dovrebbe avere un orientamento di medio termine, in modo da evitare un eccessivo attivismo e l'introduzione di volatilità indesiderata nell'economia reale.

... e avere un'impostazione di ampio respiro

Infine, alla stregua di qualsiasi banca centrale, la BCE deve confrontarsi con una notevole incertezza riguardo, fra l'altro, l'affidabilità degli indicatori economici, la struttura dell'economia e il meccanismo di trasmissione. Una politica monetaria efficace pertanto non può adottare un unico modello dell'economia, ma deve avere un'impostazione di ampio respiro, che tenga conto di tutte le informazioni rilevanti per individuare i fattori all'origine degli andamenti economici.

La BCE ha adottato e annunciato una strategia volta ad assicurare che le decisioni di politica monetaria siano fondate su un approccio coerente e sistematico. Questa strategia, basata sui principi generali sopra indicati, consente alla BCE di far fronte in maniera adeguata alle difficoltà del proprio compito; essa si prefigge altresì di fornire un quadro di riferimento completo in base al quale decidere il livello appropriato dei tassi di interesse a breve termine.

Il ruolo della strategia: un quadro di riferimento completo per le decisioni di politica monetaria

Il primo elemento della strategia di politica monetaria della BCE è la definizione quantitativa della stabilità dei prezzi. A ciò si aggiunge un quadro di riferimento atto ad assicurare che il Consiglio direttivo valuti tutte le informazioni e le analisi utili per assumere, in un'ottica orientata al futuro, le opportune decisioni di politica monetaria per il mantenimento della stabilità dei prezzi. A questo riguardo, la strategia fornisce anche un quadro per spiegare al pubblico tali decisioni in maniera chiara e trasparente. Questi elementi sono descritti dettagliatamente nelle sezioni seguenti.

Gli elementi della strategia di politica monetaria della BCE

### 3.4. LA DEFINIZIONE QUANTITATIVA DELLA STABILITÀ DEI PREZZI ADOTTATA DALLA BCE

Sebbene il Trattato statuisca chiaramente che l'obiettivo primario dell'Eurosistema è il mantenimento della stabilità dei prezzi, esso non ne fornisce una definizione precisa. Al fine di delimitare più esattamente questo obiettivo, nel 1998 il Consiglio direttivo della BCE ne ha fornito la seguente definizione quantitativa: "Per stabilità dei prezzi si intende un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei

La BCE ha definito la stabilità dei prezzi in termini quantitativi

prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore al 2 per cento. Essa deve essere mantenuta in un orizzonte di medio termine". Nel 2003, sulla scorta di una completa disamina della strategia di politica monetaria, il Consiglio direttivo ha precisato ulteriormente che, nell'ambito della definizione adottata, si propone di mantenere l'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo.

La definizione ancora le attese di inflazione e accresce al contempo la trasparenza e la responsabilità della BCE per il proprio operato

La decisione di annunciare pubblicamente una definizione quantitativa della stabilità dei prezzi ha diverse ragioni d'essere. Innanzitutto, chiarendo come il Consiglio direttivo interpreti la missione affidatagli dal Trattato, la definizione contribuisce ad accrescere la trasparenza della politica monetaria e a renderne più facilmente comprensibile il quadro di riferimento. Inoltre, la definizione di stabilità dei prezzi fornisce un parametro chiaro e misurabile rispetto al quale il pubblico può valutare l'operato della BCE. Essa rende individuabili eventuali scostamenti dall'obiettivo dichiarato, in presenza dei quali la BCE sarebbe tenuta a fornire spiegazioni e a precisare come intende ripristinare condizioni di stabilità entro un accettabile lasso di tempo. Infine, la definizione offre agli operatori un indirizzo per formare le proprie aspettative sull'andamento futuro dei prezzi. Queste positive funzioni della definizione sono state rafforzate dalla precisazione data dal Consiglio direttivo circa l'intenzione di mantenere i tassi di inflazione su livelli prossimi al 2 per cento.

Un'impostazione rivolta all'area dell'euro nel suo complesso

La definizione della stabilità dei prezzi indica chiaramente che il mandato dell'Eurosistema è rela-

tivo all'intera area dell'euro. La valutazione su cui poggiano le decisioni concernenti la politica monetaria unica tiene conto della dinamica dei prezzi a livello di area, in quanto l'obiettivo di stabilità è perseguito per l'area nel suo complesso. Questa impostazione è la naturale conseguenza del fatto che in un'unione valutaria la politica monetaria può solo intervenire sul livello medio dei tassi di interesse del mercato monetario, ossia deve utilizzare uno strumento uniforme per l'intera area.

La definizione fa riferimento anche a uno specifico indice dei prezzi, lo IAPC per l'area dell'euro, che deve essere utilizzato per valutare il raggiungimento della stabilità dei prezzi. Costruito in base a criteri armonizzati fra i paesi dell'area, lo IAPC fornisce la misura che più si avvicina alle variazioni nel tempo del prezzo di un paniere rappresentativo di componenti della spesa per consumi (cfr. riquadro 3.2). Il ricorso a un indice armonizzato segnala chiaramente l'impegno della BCE a salvaguardare il potere d'acquisto della moneta in maniera completa ed efficace.

Lo IAPC

Facendo riferimento a "un aumento" dello IAPC inferiore al 2 per cento, la definizione esplicita che non solo un'inflazione superiore al 2 per cento, ma anche una deflazione (ossia la diminuzione del livello dei prezzi) è incompatibile con la stabilità dei prezzi. A questo riguardo, la chiara indicazione da parte della BCE dell'intenzione di mantenere il tasso di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento (vale a dire vicini al limite superiore della definizione) sottolinea il suo impegno a

Le ragioni per tendere verso tassi di inflazione inferiori ma prossimi al 2 per cento tengono conto: ...

### Riquadro 3.2 La costruzione e le caratteristiche dello IAPC

Il Consiglio direttivo della BCE ha definito la stabilità dei prezzi con riferimento all'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro. Il lavoro concettuale connesso alla compilazione di questo indice dei prezzi è svolto dalla Commissione europea (Eurostat) in stretto collegamento con gli istituti di statistica nazionali. In quanto principali utilizzatori, la BCE e, precedentemente, l'Istituto monetario europeo (IME) hanno attivamente partecipato a tale lavoro.

Le serie dello IAPC pubblicate dall'Eurostat iniziano dal gennaio 1995. Riguardo agli anni anteriori (dal 1990), per l'indice complessivo e le sue principali componenti sono disponibili dati stimati (non del tutto omogenei con quelli per il periodo più recente). In base alla ponderazione della spesa per consumi applicabile al 2003, i beni rappresentano il 59,1 per cento dello IAPC, mentre i servizi ne coprono il 40,9 per cento (cfr. tavola 3.1). La scomposizione dell'indice ha soprattutto lo scopo di individuare i diversi fattori economici all'origine degli andamenti dei prezzi al consumo. Ad esempio, le variazioni della componente relativa ai prezzi dei beni energetici sono strettamente legate alle fluttuazioni dei corsi petroliferi, mentre i prodotti alimentari sono suddivisi in "trasformati" e "non trasformati", poiché i prezzi di questi ultimi risentono di determinanti quali le condizioni climatiche e la stagionalità, che hanno invece un impatto molto minore sui primi. I prezzi dei servizi sono suddivisi in cinque componenti che, a seconda delle condizioni nel mercato, mostrano tipicamente dinamiche divergenti.

Le misure di armonizzazione introdotte per lo IAPC nei differenti paesi si basano su vari regolamenti e indirizzi della Comunità europea concordati con gli Stati membri. Esse riguardano, fra l'altro, la copertura statistica dei consumi, i metodi provvisori utilizzati per introdurre correzioni che tengano conto dei cambiamenti di qualità, il trattamento dei nuovi beni e servizi e la revisione delle ponderazioni. Il termine "provvisori" sta a indicare che un'ulteriore armonizzazione è prevista in varie aree. È stata inoltre decisa una classificazione analitica armonizzata per i sottoindici, che consente un raffronto coerente delle variazioni di prezzo di

**Tavola 3.2 Ponderazione delle principali componenti dello IAPC applicabile per il 2003**

<b>Indice complessivo</b>	<b>100,0</b>
Beni	59,1
Beni alimentari non trasformati	7,6
Beni alimentari trasformati	11,7
Beni industriali non energetici	31,6
Beni energetici	8,2
Servizi	40,9
Servizi abitativi	10,4
Servizi di trasporto	6,3
Servizi di comunicazione	2,9
Servizi ricreativi e personali	14,9
Servizi vari	6,4

Fonte: Eurostat.

sottocategorie di consumi tra i paesi. Dopo un'ulteriore armonizzazione e dei miglioramenti statistici volti ad accrescerne accuratezza, affidabilità e tempestività, lo IAPC è divenuto un indice dei prezzi di elevata qualità, rispondente a standard internazionali, nonché un indicatore ampiamente confrontabile fra paesi. Si sta tuttora lavorando a un perfezionamento delle metodologie relative alla correzione per i cambiamenti di qualità, alla campionatura e al trattamento del costo delle abitazioni di proprietà.

garantire un adeguato margine contro il rischio di deflazione.

... dei costi  
della deflazione, ...

Questo fenomeno, che comporta costi economici simili a quelli dell'inflazione (cfr. sezione 3.1), va scongiurato soprattutto perché una volta verificatosi rischia di radicarsi, in quanto i tassi di interesse nominali non possono scendere al di sotto dello zero. In un contesto deflazionistico pertanto la politica monetaria potrebbe non essere in grado di stimolare sufficientemente la domanda aggregata usando lo strumento del tasso. Qualsiasi tentativo di portare i tassi di interesse nominali su un livello inferiore allo zero sarebbe destinato a fallire, poiché gli operatori economici preferirebbero detenere contante anziché prestare o depositare i propri fondi a un saggio negativo. Sebbene sia possibile intraprendere diverse azioni di politica monetaria anche quando i tassi di interesse nominali si collocano sullo zero, l'efficacia di queste misure alternative è incerta. È perciò più difficile per la politica monetaria contrastare la deflazione che lottare contro l'inflazione.

... di una  
potenziale  
distorsione  
di misurazione ...

Fissando il limite superiore chiaramente al di sopra dello zero e prefiggendosi un tasso inferiore ma prossimo al 2 per cento, la BCE tiene conto inoltre dell'eventualità che l'inflazione misurata sullo IAPC sia leggermente sovrastimata rispetto a quella effettiva, per un lieve ma

positivo errore di misurazione delle variazioni del livello dei prezzi intrinseco in questo indice. Per varie ragioni, la misurazione dell'indice dei prezzi al consumo può essere soggetta a errori, suscettibili di verificarsi se i prezzi non sono adeguatamente corretti per tenere conto delle variazioni della qualità o se transazioni rilevanti rimangono sistematicamente escluse dal campione utilizzato per la sua costruzione. In passato, diverse analisi economiche hanno identificato una distorsione, modesta ma positiva, nella misurazione degli indici nazionali dei prezzi al consumo (ad esempio per effetto di un miglioramento della qualità dei beni) con la conseguenza che un tasso di inflazione misurato pari a zero potrebbe di fatto implicare una lieve diminuzione del livello effettivo dei prezzi. Per quanto concerne l'area dell'euro, si dispone di scarse evidenze circa una distorsione nella misurazione dello IAPC, data l'esistenza ancora breve dell'indice. Secondo alcune ricerche tuttavia l'entità della distorsione sarebbe limitata, anche se il grado di incertezza che caratterizza tali stime è ancora molto elevato. Inoltre, tenendo conto dei continui miglioramenti apportati alle proprietà dello IAPC dall'Eurostat (l'agenzia della Commissione europea responsabile delle statistiche in questo ambito a livello della UE), l'eventuale distorsione dovrebbe ulteriormente ridursi in futuro.



La fissazione di un obiettivo preciso per la politica monetaria unica di un'area valutaria risponde inoltre all'esistenza di differenziali di inflazione tra le regioni interne e ha lo scopo di evitare che alcune di esse debbano operare con tassi di inflazione strutturalmente troppo bassi o negativi. In linea di principio, i differenziali di inflazione tra regioni sono una caratteristica comune di qualsiasi unione monetaria e parte integrante del meccanismo di adeguamento risultante da divergenze nelle loro dinamiche economiche. La politica monetaria può influire unicamente sul livello dei prezzi dell'area nel suo complesso e non può incidere sui differenziali di inflazione fra regioni o città.

Questi differenziali potrebbero scaturire da fattori temporanei, e avere pertanto carattere solo transitorio, nel qual caso non costituirebbero una particolare minaccia per l'economia. Per contro, differenziali d'inflazione di natura strutturale potrebbero emergere tra le regioni di un'unione valutaria in cui non sia stata ancora raggiunta una completa convergenza in termini reali (in cui sussistano ad esempio differenze del livello iniziale di reddito e un perdurante processo di convergenza degli standard di vita). All'interno dell'area dell'euro eventuali differenze strutturali fra i livelli di inflazione potrebbero creare problemi economici nei paesi o nelle regioni con tassi di inflazione inferiori alla media, specie se questi fossero costretti ad operare con tassi strutturalmente negativi (un problema potenziale ad esempio nelle economie affette da rigidità nominali verso il basso – ossia dalla difficoltà o dall'impossibilità di ridurre salari e prezzi – che potrebbero impedire i necessari adeguamenti dei prezzi

relativi e ostacolare quindi un'efficiente allocazione delle risorse).

Giacché tali differenziali sono inevitabili, è stato argomentato che la politica monetaria della BCE dovrebbe mirare a conseguire nel medio periodo un tasso di inflazione per l'intera area sufficientemente elevato da evitare che le regioni con livelli di inflazione strutturalmente inferiori abbiano a sostenere i costi derivanti da possibili rigidità nominali verso il basso, o entrare in un periodo di prolungata deflazione. Sulla scorta degli studi disponibili, nell'area dell'euro un tasso di inflazione inferiore ma prossimo al 2 per cento dovrebbe fornire un margine sufficiente anche in questo senso.

Un ultimo aspetto fondamentale della politica monetaria della BCE consiste nel perseguimento della stabilità dei prezzi “nel medio termine”. Come accennato, tale impostazione rispecchia l'opinione concorde secondo cui la politica monetaria non è in grado, e dovrebbe pertanto evitare, di regolare in modo puntuale l'andamento dei prezzi o dell'inflazione nel breve arco di alcune settimane o mesi. Le varie manovre di politica monetaria esplicano i loro effetti solo con un certo ritardo temporale e l'entità complessiva dell'esito è incerta (cfr. sezione 3.2). La politica monetaria pertanto non è in grado di controbilanciare tutti i fattori impreveduti che modificano il livello dei prezzi e una certa volatilità dell'inflazione nel breve periodo è inevitabile. L'orientamento di medio termine consente peraltro alla politica monetaria di includere considerazioni relative alle oscillazioni del prodotto, senza pregiudicare il conseguimento del suo obiettivo primario (cfr. riquadro 3.3).

L'orientamento  
a medio termine

### Riquadro 3.3 L'orientamento a medio termine della politica monetaria della BCE

Un sistema economico è costantemente soggetto a disturbi in larga parte imprevedibili, che incidono anche sull'andamento dei prezzi. Inoltre, la politica monetaria può influenzare l'evoluzione dei prezzi solo con notevoli ritardi temporali, i quali possono avere durata variabile ed essere, come gran parte delle relazioni economiche, altamente incerti. Dati questi presupposti, sarebbe impossibile per qualsiasi banca centrale mantenere permanentemente l'inflazione su uno specifico obiettivo, ovvero riportarla entro breve tempo al livello auspicato. Essa può mantenere la stabilità dei prezzi solo su orizzonti temporali più lunghi; deve pertanto agire in un'ottica orientata al futuro. Questa è la motivazione fondamentale alla base dell'orientamento a medio termine della BCE.

La nozione di medio termine conserva deliberatamente una certa flessibilità in ordine all'esatto orizzonte temporale. Non è infatti opportuno specificare ex-ante un preciso quadro temporale per la conduzione della politica monetaria, poiché il meccanismo di trasmissione copre un intervallo di tempo variabile e incerto. Inoltre, la risposta ottimale di politica monetaria per assicurare la stabilità dei prezzi dipende dalla natura specifica e dalla portata dei disturbi che colpiscono il sistema. Per molti tipi di disturbi (ad esempio quelli dal lato della domanda, che influenzano il prodotto e i prezzi nella stessa direzione) è spesso opportuna una pronta reazione di politica monetaria, che non solo preserva la stabilità dei prezzi, ma contribuisce a stabilizzare l'economia. Vi sono tuttavia altri tipi di disturbi economici (ad esempio quelli che esercitano una pressione sui costi, come l'aumento dei corsi petroliferi) che imprimono al prodotto e ai prezzi spinte di segno opposto. In queste circostanze, una risposta eccessivamente aggressiva, volta a ripristinare la stabilità dei prezzi in un arco di tempo molto breve, rischierebbe di imporre un costo significativo in termini di variabilità del prodotto e dell'occupazione che, a più lungo termine, potrebbe altresì ripercuotersi sulla dinamica dei prezzi. In questi casi, è ampiamente riconosciuto che una risposta graduale di politica monetaria è la più appropriata per conseguire il duplice scopo di evitare un'elevata e non necessaria variabilità dell'attività reale e di mantenere la stabilità dei prezzi su un orizzonte più lungo. Quindi, l'orientamento a medio termine conferisce alla BCE anche la flessibilità richiesta per rispondere in maniera adeguata ai differenti disturbi economici che potrebbero verificarsi

### 3.5 L'ANALISI DEI RISCHI PER LA STABILITÀ DEI PREZZI NELLA STRATEGIA DI POLITICA MONETARIA DELLA BCE

Al fine di conseguire con gli strumenti più idonei il proprio obiettivo del mantenimento della stabilità dei prezzi, la BCE, come ogni banca centrale, deve analizzare appro-

fonditamente gli andamenti economici.

#### I due pilastri della strategia di politica monetaria della BCE

L'approccio della BCE nell'organizzare, esaminare e sottoporre a verifica incrociata le informazioni rilevanti per la valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi si

La struttura a due pilastri è uno strumento per organizzare le informazioni ...

fonda su due prospettive analitiche, definite i “due pilastri”. Questo approccio è stato confermato e ulteriormente precisato dal Consiglio direttivo nel maggio 2003.

... basato su due prospettive analitiche ...

Nell’ambito della strategia della BCE le decisioni di politica monetaria si fondano su un’analisi complessiva dei rischi per la stabilità dei prezzi, articolata su due prospettive complementari del processo di formazione dei prezzi. La prima, definita “analisi economica” dalla BCE, è volta a valutare le determinanti di breve-medio periodo degli andamenti dei prezzi, incentrandosi in particolare sull’attività reale e sulle condizioni finanziarie nell’economia. Essa tiene conto del fatto che, su tali orizzonti temporali, la dinamica dei prezzi è ampiamente influenzata dall’interazione fra la domanda e l’offerta nei mercati dei beni, dei servizi e dei fattori di produzione. La seconda

prospettiva, identificata con il termine “analisi monetaria”, porta su un orizzonte a più lungo termine e sfrutta la relazione di lungo periodo fra la moneta e i prezzi. Essa costituisce principalmente un mezzo di riscontro, in una prospettiva a medio-lungo termine, per le indicazioni di breve e medio periodo fornite dall’analisi economica.

L’approccio fondato su due pilastri è stato concepito in modo da assicurare che nessuna informazione venga trascurata e che sia accordata la dovuta attenzione a diverse prospettive analitiche e alla verifica incrociata delle informazioni, in modo da pervenire a un giudizio complessivo sui rischi per la stabilità dei prezzi. Esso rappresenta, e trasmette al pubblico, la nozione di diversificazione dell’analisi e assicura la solidità del processo decisionale (cfr. il riquadro 3.4 per una rassegna delle strategie alternative).

... per assicurare che nessuna informazione importante sia trascurata

#### Riquadro 3.4 Le strategie alternative di politica monetaria

Varie strategie alternative di politica monetaria sono, o sono state, perseguite da altre banche centrali. Alcune di esse sono state prese in considerazione dall’IME e dalla BCE prima di optare per la strategia orientata alla stabilità dei prezzi e basata su due pilastri.

Fra le possibili strategie di politica monetaria, una prima si fonda su un obiettivo di moneta. Essa implica che la banca centrale modifica i tassi di interesse nell’intento di far aumentare o diminuire il tasso di crescita della moneta, affinché questo non si discosti da un valore preannunciato, ritenuto compatibile con la stabilità dei prezzi. Tale strategia poggia su due presupposti. Il primo è che esista una relazione stabile nel medio periodo fra la moneta e il livello dei prezzi (espressa ad esempio da una equazione della domanda di moneta), dalla quale desumere un profilo di crescita monetaria coerente con la stabilità dei prezzi. Il secondo è che la quantità di moneta sia controllabile dalla politica monetaria su orizzonti temporali relativamente brevi. Se entrambe le condizioni sono realizzate, la banca centrale può efficacemente utilizzare la manovra dei tassi ufficiali per mantenere la moneta sul sentiero di crescita programmato e quindi, grazie alla suddetta relazione, preservare indirettamente la stabilità dei prezzi.

Sebbene le esperienze maturate dalle banche centrali nel perseguimento di un obiettivo monetario abbiano influito sulla concezione della sua strategia, la BCE ha deciso di non adottare tale approccio. Questa decisione riconosce che altre variabili macroeconomiche, diverse dalla moneta, contengono informazioni rilevanti ai fini di una politica monetaria tesa alla stabilità dei prezzi. Inoltre, nell'area dell'euro esistono alcune incertezze circa le proprietà empiriche della moneta, generate dai cambiamenti istituzionali e comportamentali connessi con la transizione all'unione monetaria nonché, più in generale, dalla possibilità che vi siano fattori speciali in grado di distorcere temporaneamente gli andamenti monetari. Per queste ragioni non è opportuno basarsi esclusivamente sull'analisi monetaria.

Una seconda strategia si fonda su un obiettivo diretto di inflazione. Anziché impiegare la moneta come variabile-guida delle decisioni monetarie, questo approccio si incentra sull'andamento dell'inflazione rispetto a un obiettivo pubblicato. Le banche centrali che adottano tale strategia comunicano generalmente le decisioni di politica monetaria presentandole come una risposta più o meno automatica agli scostamenti del valore previsto di una particolare misura dell'inflazione rispetto a un obiettivo, riferito a un dato orizzonte temporale. La previsione di inflazione della banca centrale viene così a situarsi al centro dell'analisi e del dibattito di politica monetaria, sia all'interno della banca centrale stessa, sia nella presentazione al pubblico.

Nonostante le molte analogie fra la strategia delle banche centrali che si pongono un obiettivo diretto di inflazione e quella della BCE, per vari motivi quest'ultima ha deciso di non utilizzare tale approccio nel senso appena discusso. In primo luogo, concentrandosi interamente su una previsione di inflazione non si ha un quadro completo e affidabile in base al quale individuare la natura dei rischi per la stabilità dei prezzi. La risposta appropriata di politica monetaria generalmente dipende proprio dalla fonte di tali rischi e richiede, come minimo, una conoscenza della situazione economica e dei comportamenti sottostanti più approfondita di quella ottenibile dalla sola previsione dell'inflazione. In secondo luogo, vari aspetti dell'approccio formale al targeting dell'inflazione sono in qualche misura arbitrari, come un orizzonte fisso (ad esempio, di due anni) e in molti casi non appaiono ottimali (ad esempio è possibile che le decisioni di politica monetaria debbano considerare fattori che potrebbero ripercuotersi sull'inflazione oltre l'orizzonte temporale prescelto, come la presenza di squilibri finanziari o disallineamenti tra i prezzi delle attività). In terzo luogo, è difficile integrare nelle previsioni di inflazione imperniate sui modelli macroeconomici convenzionali le informazioni contenute negli aggregati monetari. Infine, la BCE ritiene che, data la considerevole incertezza circa la struttura dell'economia nell'area dell'euro, non sarebbe saggio basarsi su un'unica previsione, giudicando preferibile un approccio diversificato nell'esame dei dati economici basato su una pluralità di metodologie analitiche.

Una terza strategia si impernia su un obiettivo di cambio, perseguita da diversi paesi europei prima dell'Unione monetaria, nel contesto degli accordi di cambio del Sistema monetario europeo (SME). È una strategia che può produrre risultati

nelle piccole economie aperte, in cui la produzione e il consumo di beni scambiati internazionalmente hanno un forte peso, poiché le variazioni del tasso di cambio possono avere un impatto notevole sul livello dei prezzi interni tramite i loro effetti sul costo delle importazioni. Essa invece non è stata ritenuta idonea per l'area dell'euro, se non altro perché questa è un'economia di grandi dimensioni e relativamente chiusa, nella quale l'impatto del tasso di cambio sul livello dei prezzi è piuttosto modesto.

## L'analisi economica

L'analisi dei rischi di breve periodo per la stabilità dei prezzi ...

L'analisi economica si concentra primariamente sulla valutazione degli andamenti economici e finanziari correnti e dei rischi a essi collegati nel breve e medio termine per la stabilità dei prezzi. Le variabili economiche e finanziarie oggetto di questa analisi comprendono: l'andamento del prodotto complessivo; la domanda aggregata e le sue componenti; la politica di bilancio; la situazione sui mercati dei capitali e del lavoro; un ampio ventaglio di indicatori di prezzo e di costo; l'evoluzione del tasso di cambio, dell'economia mondiale e della bilancia dei pagamenti; i mercati finanziari e le posizioni di bilancio dei settori dell'area. L'esame di tutti questi fattori è utile ai fini di una valutazione della dinamica dell'attività reale, nonché del probabile andamento dei prezzi risultante dall'interazione fra offerta e domanda nei mercati dei beni, dei servizi e dei fattori di produzione su orizzonti temporali più brevi.

... contribuisce a rivelare la natura degli shock

In questa analisi, debita considerazione è data alla necessità di individuare la natura degli shock che colpiscono l'economia, i loro effetti sul processo di formazione dei costi e dei prezzi e le prospettive di breve e medio termine per la loro propagazione nell'economia. Per poter assumere le decisioni appropriate il Consiglio direttivo deve conoscere

esaurientemente la situazione economica corrente, nonché avere piena cognizione della natura specifica e dell'entità degli eventuali shock economici che minacciano la stabilità dei prezzi. Ad esempio, l'adeguata risposta di politica monetaria alle conseguenze inflazionistiche di un temporaneo rialzo del corso internazionale del petrolio potrebbe essere diversa da quella richiesta da un'accelerazione dei prezzi al consumo risultante da un disallineamento fra la crescita dei salari e quella della produttività. Nel primo caso, lo shock ha come effetto un aumento transitorio dell'inflazione destinato a riassorbirsi in tempi brevi e, se non induce aspettative di maggiore inflazione, comporta pertanto rischi minori per la stabilità dei prezzi nel medio termine. Nel caso di un'eccessiva crescita dei salari esiste invece il pericolo che si inneschi una spirale ascendente di costi, prezzi e richieste retributive capace di autoalimentarsi. Per scongiurare questo pericolo la risposta più appropriata può essere una decisa manovra di politica monetaria che, riaffermando con forza l'impegno della banca centrale al mantenimento della stabilità dei prezzi, contribuisca a stabilizzare le aspettative di inflazione.

Alla luce di questi imperativi, la BCE analizza regolarmente gli andamenti del prodotto, della do-

L'analisi degli indicatori dell'economia reale

manda e del mercato del lavoro, vari indicatori dei prezzi e dei costi, la politica fiscale e la bilancia dei pagamenti per l'area dell'euro. Questi elementi concorrono, fra l'altro, a valutare le variazioni della domanda e dell'offerta ag-

gregate e del grado di utilizzo della capacità produttiva. Il riquadro 3.5 descrive alcuni degli indicatori economici considerati dalla BCE e sottolinea l'importanza della disponibilità di dati di elevata qualità.

### **Riquadro 3.5 Le statistiche sugli andamenti economici e finanziari nell'area dell'euro**

Come spiegato nel capitolo 3, la sequenza di cause ed effetti che collegano le decisioni di politica monetaria al livello dei prezzi è complessa e comporta sfasamenti temporali, di durata significativa. Per questa ragione, per valutare le prospettive per la stabilità dei prezzi è necessario tenere sotto osservazione un'ampia gamma di indicatori.

In primo luogo, per quanto concerne gli andamenti di prezzi e costi, un importante segnale sulle variazioni future dei prezzi al consumo può derivare, oltre che dallo IAPC e dalle sue componenti, anche dall'evoluzione dei prezzi nel settore industriale, misurata dai prezzi alla produzione, poiché le variazioni dei costi di produzione si ripercuotono sui prezzi al consumo. Il costo del lavoro, che rappresenta una componente importante dei costi totali di produzione, ha un impatto significativo sulla formazione dei prezzi; le statistiche sul costo del lavoro, inoltre, forniscono informazioni sulla competitività dell'economia dell'area dell'euro.

In secondo luogo, gli indicatori di prodotto e di domanda (la contabilità nazionale, le statistiche a breve termine sull'attività nell'industria e nei servizi, il livello degli ordini e i risultati di indagini qualitative) forniscono informazioni sulla posizione ciclica dell'economia, un elemento importante nell'analisi delle prospettive di evoluzione dei prezzi della BCE. Inoltre, i dati sul mercato del lavoro (occupazione, disoccupazione, posti di lavoro vacanti, tasso di partecipazione alle forze di lavoro) sono di importanza cruciale nell'analisi degli andamenti congiunturali e nella valutazione dei cambiamenti strutturali che interessano l'economia dell'area. Inoltre, sono essenziali le informazioni sui conti finanziari e non finanziari del settore pubblico, dato che le amministrazioni pubbliche rappresentano una parte importante dell'attività economica.

In terzo luogo, le statistiche sulla bilancia dei pagamenti, assieme alle statistiche sul commercio con l'estero, forniscono importanti informazioni sull'andamento delle esportazioni e importazioni, che possono influenzare le pressioni inflazionistiche tramite il loro impatto sulle condizioni della domanda. Questi dati consentono altresì di tenere sotto osservazione i prezzi dell'interscambio con l'estero (attualmente approssimati dagli indici di valore unitario di esportazioni e importazioni). In particolare, questi indici aiutano nella valutazione dell'impatto potenziale sui prezzi all'importazione di variazioni del tasso di cambio e dei corsi delle materie prime (come il petrolio). Sebbene l'area dell'euro sia

un'economia relativamente chiusa rispetto ai singoli paesi che ne fanno parte, l'inflazione importata incide comunque sull'andamento dei prezzi interni alla produzione e al consumo.

Per quanto riguarda gli andamenti finanziari, il bilancio delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) fornisce dati utilizzabili nel calcolo degli aggregati monetari dell'area e delle loro contropartite (cfr. riquadro 3.2). In base a queste statistiche viene inoltre determinata la riserva obbligatoria che le IFM devono detenere presso le banche centrali nazionali dell'area. Inoltre, la BCE raccoglie dati sui tassi di interesse applicati da questo settore ai depositi e ai prestiti. I dati sui conti finanziari includono transazioni finanziarie e i bilanci finanziari di tutti i settori dell'economia (quali le famiglie, le società finanziarie e quelle non finanziarie); essi forniscono indicazioni sulle attività di finanziamento e di investimento finanziario dei diversi settori, sull'evoluzione del debito e della ricchezza e sui rapporti finanziari fra i settori.

Al fine di ottenere informazioni più dettagliate sull'evoluzione delle condizioni di finanziamento, la BCE ha sviluppato un'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro. I risultati dell'indagine integrano i dati esistenti sui tassi di interesse bancari e sul credito e forniscono informazioni sulle condizioni della domanda e dell'offerta di credito e sulle politiche di erogazione del credito delle banche nell'area dell'euro. Infine, la BCE pubblica statistiche mensili sui titoli di debito e sulle azioni quotate e dati trimestrali relativi ai fondi di investimento e al finanziamento e agli investimenti finanziari delle società di assicurazione e dei fondi pensione nell'area. Tutte queste statistiche sono intensamente utilizzate per l'analisi sistematica delle strutture e delle dinamiche di mercato, nonché delle attese degli operatori sugli andamenti economici e finanziari futuri.

Per ottenere un quadro attendibile dell'economia è essenziale disporre di statistiche di elevata qualità. Decisioni di politica monetaria errate dovute a dati incompleti o non affidabili possono comportare pesanti costi in termini di più alta inflazione e di maggiore volatilità dell'attività economica. La qualità dei risultati dipende da diversi aspetti, che assumono diversa priorità a seconda del tipo di informazioni. Innanzitutto, tutti i settori industriali e istituzionali dovrebbero essere coperti. Oltre ai dati tradizionali sull'industria e sul commercio estero, sono necessari indicatori per il settore dei servizi, che assume importanza crescente. In secondo luogo, è indispensabile un'armonizzazione concettuale e metodologica, per assicurare che gli indicatori relativi all'intera area dell'euro costruiti a partire dai dati nazionali forniscano informazioni affidabili per le decisioni di politica monetaria. In terzo luogo, la tempestività e una frequenza sufficientemente elevata dei dati sono essenziali per la conduzione di una politica monetaria orientata al futuro. In quarto luogo, la disponibilità di statistiche retrospettive su periodi di tempo sufficientemente lunghi è essenziale per l'analisi econometrica, che contribuisce alla comprensione dell'economia dell'area.

L'elaborazione di statistiche per l'area dell'euro viene costantemente sviluppata e perfezionata. In molti ambiti sono stati definiti standard metodologici

comuni. In materia, sono state varate diverse iniziative. Negli ultimi anni, sono stati sviluppati nuovi indicatori; si sono compiuti progressi in termini di tempestività e di confrontabilità. Ad esempio l'Action Plan on EMU Statistical Requirements (piano di azione sui requisiti statistici dell'UEM) del settembre 2000, approntato dalla Commissione europea (Eurostat) in stretta collaborazione con la BCE, nel quale sono stati specificati i miglioramenti da apportare alle statistiche economiche in via prioritaria. Questo piano è stato integrato dalla compilazione di un elenco degli indicatori considerati essenziali ai fini dell'analisi economica di breve periodo, denominato "Principali indicatori economici europei" (PIEE). L'elenco fissa altresì per il 2005 degli obiettivi ambiziosi in termini di tempestività di pubblicazione degli aggregati dell'area.

#### L'analisi degli andamenti del mercato finanziario

Anche l'evoluzione degli indicatori del mercato finanziario e dei prezzi delle attività è oggetto di un'analisi sistematica, per via del suo potenziale effetto sul livello generale dei prezzi (cfr. la sezione 3.2). I prezzi delle attività e i rendimenti finanziari possono inoltre fornire informazioni sulle aspettative dei mercati finanziari, anche riguardo alla futura evoluzione dei prezzi. Ad esempio, acquistando o vendendo obbligazioni gli operatori rivelano implicitamente le proprie attese sulla dinamica futura dei tassi di interesse e dell'inflazione. Con l'impiego di varie tecniche la BCE è in grado di estrarre dall'analisi dei prezzi finanziari le aspettative implicite dei mercati riguardo agli sviluppi futuri.

In ragione della loro natura intrinseca, i mercati finanziari, e quindi i prezzi delle attività, hanno carattere anticipatore. Le variazioni di questi prezzi rispecchiano ampiamente il flusso di informazioni "nuove" (ossia di sviluppi inattesi dai mercati); il loro monitoraggio può pertanto essere di aiuto per individuare gli shock correnti, compresi quelli in grado di incidere sulle aspettative sul futuro andamento dell'econo-

mia. Nell'esame dei mercati finanziari la BCE, oltre a valutare le informazioni statistiche fornite da diverse fonti, raccoglie una serie di dati per conto proprio (cfr. riquadro 3.5).

Un'altra variabile che viene attentamente valutata, in ragione delle sue implicazioni per la stabilità dei prezzi, è il tasso di cambio. Come esposto nella sezione 3.2, le variazioni del cambio influiscono direttamente sull'andamento dell'inflazione attraverso il loro impatto sui prezzi all'importazione. Esse possono altresì modificare la competitività di prezzo dei beni prodotti internamente sui mercati internazionali, influenzando pertanto le condizioni della domanda e, potenzialmente, le prospettive per i prezzi. Se gli sviluppi legati al cambio alterano le aspettative e i comportamenti degli operatori che determinano salari e prezzi, sussiste anche un rischio di effetti di secondo impatto.

L'analisi economica della BCE è stata notevolmente ampliata e arricchita nel tempo, soprattutto grazie ai progressi realizzati sia nella produzione di statistiche finanzia-

L'analisi dell'evoluzione del tasso di cambio

L'analisi economica è stata arricchita nel tempo



rie e sull'economia reale per l'area dell'euro, sia nell'elaborazione analitica di tali informazioni. Inoltre, una serie di modelli analitici ed empirici è stata messa a punto per affinare la valutazione e la comprensione degli andamenti passati e in corso, allo scopo di rendere più affidabili le previsioni di breve periodo e supportare la regolare conduzione degli esercizi di proiezione macroeconomica per l'area dell'euro. Tenendo sotto osservazione il flusso di informazioni e avvalendosi di tutti gli strumenti analitici disponibili, è possibile condurre e continuamente aggiornare la valutazione complessiva della situazione economica e delle prospettive per l'area.

**Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro ...**

Nel quadro dell'analisi economica un ruolo importante è svolto dalle proiezioni macroeconomiche. Questi esercizi, condotti sotto la responsabilità degli esperti dell'Eurosistema, aiutano a strutturare e sintetizzare una grande quantità di dati economici e assicurano la coerenza tra varie fonti di evidenza. Essi rappresentano un elemento di primaria importanza nell'affinare la valutazione delle prospettive economiche e delle oscillazioni dell'inflazione nel breve-medio termine intorno all'andamento tendenziale.

**... si basano su ipotesi tecniche, ...**

L'impiego del termine "proiezioni" intende sottolineare il fatto che esse riflettono uno scenario basato su una serie di ipotesi tecniche, fra cui l'invarianza dei tassi di interesse a breve. È questo il metodo con cui vengono formulate le proiezioni in molte banche centrali, per informare nel modo migliore i responsabili della politica monetaria circa la

possibile evoluzione futura ai tassi di riferimento correnti (ossia in assenza di una modifica dei tassi).

Alla luce di ciò, dovrebbe essere chiaro che la proiezione non rappresenta in generale la migliore previsione degli andamenti futuri, specialmente per orizzonti temporali più lunghi. Di fatto, essa rappresenta uno scenario che difficilmente si concretizzerà, giacché la politica monetaria interverrà sicuramente per contrastare eventuali fattori suscettibili di pregiudicare la stabilità dei prezzi. In nessun caso dunque le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema mettono in discussione l'impegno del Consiglio direttivo a preservare la stabilità dei prezzi nel medio periodo, e pertanto non vanno interpretate in questo senso. Gli operatori che determinano prezzi e salari (ossia le amministrazioni pubbliche, le imprese e le famiglie) dovrebbero assumere come migliore previsione dell'andamento dei prezzi a medio termine la definizione quantitativa di stabilità dei prezzi adottata dalla BCE, e in particolare l'intento di quest'ultima di mantenere l'inflazione su un livello inferiore ma prossimo al 2 per cento.

Le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema sono elaborate con l'impiego di molteplici strumenti e informazioni. Diversi modelli macroeconomici sono disponibili per l'area dell'euro, nonché per i singoli paesi partecipanti. Essendo incerto quale sia fra questi il più appropriato, è preferibile utilizzare una pluralità di modelli, basati su differenti ipotesi circa la struttura dell'economia e su diversi metodi di stima, anziché

**... su modelli e sulla competenza professionale degli esperti**

uno schema unico e onnicomprensivo. Le proiezioni fornite da tali modelli sono utilizzate alla luce del patrimonio di conoscenze tecniche degli esperti sia della BCE che delle BCN.

**Queste proiezioni  
tuttavia svolgono  
un ruolo limitato ...**

Pur svolgendo un'utile funzione, questi esercizi di previsione presentano certi limiti. Il primo è dato dal fatto che il risultato finale dipende in notevole misura dal quadro concettuale sottostante e dalle tecniche impiegate. Qualsiasi modello rappresenta necessariamente una semplificazione della realtà e può talvolta trascurare aspetti che hanno rilevanza per la politica monetaria.

Una seconda limitazione è che le proiezioni macroeconomiche possono soltanto fornire una descrizione sintetica dell'economia e quindi non tengono conto di tutte le informazioni pertinenti. In particolare, non è facile integrare nelle procedure di previsione informazioni importanti come quelle contenute negli aggregati monetari; inoltre, le informazioni possono cambiare dopo che le proiezioni sono state definite.

A ciò si aggiunge il fatto che può esservi dissenso sulle valutazioni degli esperti, inevitabilmente incorporate nelle proiezioni, nonché sulle ipotesi specifiche (come quelle concernenti i prezzi del petrolio o i tassi di cambio) di volta in volta adottate; queste ultime peraltro possono mutare rapidamente, rendendo superate le proiezioni stesse.

Un'ulteriore considerazione concerne il fatto che il grado di affidabilità delle previsioni tende a dimi-

nuire notevolmente con l'ampliarsi dell'orizzonte temporale a cui esse si riferiscono. In alcune occasioni, in particolare a fronte dell'incertezza per la sostenibilità degli andamenti dei prezzi delle attività finanziarie, può essere opportuno che la banca centrale fissi il livello dei tassi di interesse in risposta a tali sviluppi, i quali potrebbero altrimenti ripercuotersi sulla stabilità dei prezzi su orizzonti temporali più lunghi di quelli convenzionalmente usati negli esercizi di previsione.

Infine, tenendo conto che normalmente i modelli utilizzati per gli esercizi di proiezione si basano su ipotesi, è opportuno che la banca centrale vagli e metta a confronto la robustezza delle informazioni provenienti da varie fonti. Per una valutazione completa della situazione economica e delle prospettive per la stabilità dei prezzi, il Consiglio direttivo deve poter disporre di informazioni basate su una molteplicità di tecniche e di simulazioni degli interventi di politica monetaria fondati su vari modelli, nonché applicare il proprio discernimento, in specie per giudicare la probabilità che si realizzino determinati ipotetici scenari. Di conseguenza, l'uso delle proiezioni deve essere sempre accompagnato da un'analisi articolata e di ampio respiro dei fattori che determinano gli andamenti economici.

Per queste ragioni, le proiezioni macroeconomiche svolgono un ruolo rilevante ma non assoluto nella strategia di politica monetaria della BCE. Il Consiglio direttivo le valuta assieme a numerose altre informazioni e forme di analisi

**... consigliando  
il ricorso a fonti  
e tecniche diverse**

**Nel complesso,  
le proiezioni  
svolgono un ruolo  
importante ma  
non hanno una  
valenza assoluta**

contemplate dalla strategia a due pilastri, fra cui l'analisi monetaria e l'esame dei prezzi delle attività finanziarie, dei singoli indicatori e delle previsioni formulate da altre istituzioni. Il Consiglio non assume responsabilità per le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema, né le utilizza come strumento unico per strutturare e comunicare le proprie valutazioni.

### **L'analisi monetaria**

La BCE conferisce alla moneta un ruolo particolare rispetto all'insieme degli indicatori fondamentali di cui segue ed esamina attentamente l'evoluzione. Questa scelta si basa sul riconoscimento che la crescita della moneta e l'inflazione sono fenomeni strettamente connessi nel medio e lungo periodo (cfr. il riquadro 3.6 per una sintesi dei risultati di alcuni studi in materia). Tale re-

lazione, la cui validità è ampiamente accettata, fornisce alla politica monetaria una solida e affidabile ancora nominale su orizzonti temporali più lunghi di quelli convenzionalmente adottati per formulare le previsioni di inflazione. Pertanto, l'attribuzione di un ruolo di primo piano alla moneta rappresenta anche uno strumento per rafforzare l'orientamento di medio termine della strategia. In effetti, prendere decisioni di politica monetaria e valutare le loro conseguenze sulla base non soltanto delle indicazioni di breve periodo derivanti dall'analisi delle condizioni economiche e finanziarie, ma anche delle considerazioni sulla moneta e sulla liquidità, consente alla banca centrale di estendere il proprio orizzonte di analisi oltre l'impatto transitorio dei vari shock ed evita la tentazione di un attivismo eccessivo.

La moneta offre  
un'ancora  
nominale

#### **Riquadro 3.6 La moneta e i prezzi nel lungo periodo**

Il legame di medio-lungo periodo fra la moneta e l'inflazione nell'area dell'euro è stato oggetto di numerosi studi (cfr. bibliografia), che affrontano il problema da angolature e con tecniche empiriche diverse.

Un primo insieme di studi si è incentrato sulla relazione fra la moneta e l'inflazione a frequenze diverse. Impiegando una serie di metodologie statistiche e di tecniche di filtraggio, si riscontra in generale una elevata correlazione fra gli andamenti di lungo periodo della moneta e quelli dei prezzi.

Una seconda corrente di ricerca ha preso in esame la capacità della moneta di prevedere l'evoluzione dei prezzi (ossia le sue proprietà di indicatore anticipatore). In base a varie tecniche di previsione, sembrano esservi indicazioni convincenti del fatto che la crescita degli aggregati monetari ampi concorre a prevedere l'inflazione, in particolare su orizzonti temporali superiori a due anni. Inoltre, alcuni indicatori monetari possono offrire informazioni indirette sui rischi per la stabilità dei prezzi tramite il loro impatto su variabili economiche diverse dai prezzi, che nel tempo possono influire sul processo di formazione di questi ultimi. Ad esempio, gli aggregati monetari ristretti hanno proprietà di indicatori anticipatori per le condizioni della domanda e, quindi, per gli andamenti congiunturali. Inoltre, tassi di crescita della moneta e del credito superiori a quelli necessari per garantire la crescita economica senza generare

spinte inflazionistiche possono, in determinate condizioni, segnalare l'emergere di squilibri finanziari o di bolle speculative dei prezzi delle attività. Queste informazioni possono indicare, con notevole anticipo, l'accumularsi di spinte destabilizzanti, con implicazioni sfavorevoli per l'attività economica e, nel medio termine, per i prezzi.

Infine, un terzo indirizzo di studi ha cercato di spiegare il comportamento della moneta ponendola in relazione con variabili economiche fondamentali, come il PIL reale (come misura delle transazioni) o vari tassi di interesse (come misura del costo opportunità di detenere moneta). Modelli di questo tipo permettono di quantificare il segno e la dimensione degli effetti di queste determinanti sulla detenzione di moneta; essi tuttavia, consentendo anche una distinzione tra fattori dinamici ed equilibrio di più lungo termine, si prestano in modo particolare allo studio della natura e dell'impatto di vari disturbi sulle scorte monetarie.

Considerati nel loro complesso, i riscontri generalmente positivi risultanti da questa ampia varietà di analisi sembrano confermare l'esistenza di una relazione stabile fra le scorte monetarie nominali e i prezzi nel medio-lungo periodo nell'area dell'euro.

**Il valore di riferimento per la crescita della moneta**

Allo scopo di segnalare l'importanza attribuita all'analisi monetaria e di fornire un parametro per la valutazione degli andamenti monetari, la BCE ha annunciato un valore di riferimento per l'aggregato monetario ampio M3. Questo valore si riferisce al tasso di crescita di M3 ritenuto compatibile con la stabilità dei prezzi nel medio periodo (per una spiegazione della metodologia di calcolo del valore si veda il riquadro 3.7).

Il valore di riferimento rappresenta pertanto un parametro "naturale" per analizzare il contenuto informativo degli andamenti monetari nell'area dell'euro. Esso peraltro è un costante richiamo per la banca centrale al principio fondamentale in base al quale, nel rispondere agli andamenti economici, non deve perdere di vista il fatto che, su orizzonti temporali sufficientemente lunghi, il tasso di crescita della moneta deve essere coerente con l'obiettivo della stabilità dei prezzi. Tuttavia, data la natura di medio-lungo periodo della

prospettiva monetaria, non sussiste un legame diretto tra gli andamenti della moneta nel breve periodo e le decisioni di politica monetaria. Quest'ultima dunque non reagisce in modo automatico agli scostamenti della crescita di M3 dal valore di riferimento.

Una delle ragioni di questa assenza di automaticità è che, talvolta, gli andamenti monetari possono risentire anche di fattori "speciali" indotti da cambiamenti istituzionali, quali la modifica del trattamento fiscale dei redditi da interessi o delle plusvalenze di capitale. Questi fattori possono determinare variazioni nelle disponibilità monetarie, in quanto gli individui e le imprese reagiscono al mutato rapporto fra la convenienza dei depositi bancari inclusi nella definizione dell'aggregato monetario e quella degli strumenti finanziari alternativi. Tuttavia, gli andamenti monetari originati da tali fattori potrebbero avere un contenuto informativo molto scarso riguardo alle prospettive per la sta-

**L'analisi dei "fattori speciali"**

bilità dei prezzi. Per questo motivo, l'analisi monetaria della BCE tenta di concentrarsi sugli andamenti di fondo della moneta, includendo un esame approfondito dei fattori speciali e degli altri shock che possono influenzarne la domanda.

Come accennato, l'analisi della moneta non si limita alla valutazione della crescita di M3 in rapporto al suo valore di riferimento. A tale riguardo, il quadro di riferimento per l'analisi monetaria si fonda sulle conoscenze della BCE circa gli aspetti istituzionali dei settori finanziario e monetario. Nel tenere sotto osservazione le condizioni monetarie nell'area dell'euro, la BCE si avvale altresì di una serie di modelli "in scala ridotta" di domanda di moneta e di indicatori monetari, che sono stati elaborati e pubblicati dagli esperti della BCE e da esponenti del mondo accademico.

L'analisi monetaria comprende una valutazione completa delle condizioni di liquidità, basata su informazioni relative sia alla crescita di M3 nel contesto dei bilanci (contropartite di M3 nel bilancio consolidato del settore delle IFM, in particolare i prestiti al settore privato), sia alla struttura della crescita dell'aggregato (componenti). L'analisi dettagliata di questi elementi contribuisce a desumere dagli andamenti

monetari un segnale rilevante circa l'andamento di più lungo periodo dell'inflazione. In tale contesto, particolare attenzione viene attribuita alle componenti più liquide di M3, in particolare l'aggregato M1, poiché riflettono meglio la finalità transattiva della moneta e, pertanto, potrebbero essere più strettamente collegate alla spesa aggregata.

Nel contempo, l'acquisizione di una comprensione completa dell'interdipendenza tra M3 e le sue contropartite è funzionale al discernere se le variazioni osservate nella crescita dell'aggregato siano ascrivibili a "riallocazioni di portafoglio" e in che misura possano avere implicazioni per l'andamento tendenziale dei prezzi.

Infine, in determinate circostanze un'espansione degli aggregati monetari e creditizi superiore a quella necessaria a sostenere una crescita economica non inflazionistica può fornire, in aggiunta agli indicatori più comunemente utilizzati, informazioni tempestive circa il diffondersi di instabilità finanziaria. Tali informazioni sono rilevanti per la politica monetaria, poiché il prodursi di squilibri finanziari o di bolle dei prezzi dei titoli finanziari potrebbe avere effetti destabilizzanti sull'attività economica e, in ultima istanza, sul livello dei prezzi nel medio periodo.

### Riquadro 3.7 Il valore di riferimento della BCE per la crescita della moneta

Il ruolo preminente attribuito alla moneta nella strategia della BCE è segnalato dall'annuncio di un valore di riferimento per la crescita dell'aggregato monetario ampio M3. La scelta di M3 si basa sull'evidenza, suffragata da diversi studi empirici, che questo aggregato è dotato di tutte le proprietà desiderate, in particolare, di una domanda stabile e di proprietà di indicatore anticipatore degli andamenti futuri dei prezzi nell'area dell'euro. Il valore di riferimento per la crescita di M3 è

stato definito in modo da risultare coerente con l'obiettivo della stabilità dei prezzi: scostamenti notevoli o protratti rispetto al valore segnalerebbero pertanto, in circostanze normali, la presenza di rischi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo.

Il valore di riferimento è derivato dalla relazione fra crescita della moneta ( $\Delta m$ ), inflazione ( $\Delta p$ ), crescita del PIL in termini reali ( $\Delta y_r$ ) e velocità di circolazione ( $\Delta v$ ), espresse in termini di variazioni. Secondo questa identità, nota anche come "equazione quantitativa", la variazione della moneta in un'economia è uguale alla variazione delle transazioni nominali (approssimata dalla variazione del PIL reale più la variazione dell'inflazione), meno la variazione della velocità. Quest'ultima variabile può essere definita come il numero medio di volte in cui l'unità monetaria viene trasferita da un detentore al successivo nel periodo considerato; essa determina pertanto la quantità di moneta necessaria per soddisfare un certo volume di transazioni in termini nominali.

$$\Delta m = \Delta y_r + \Delta p - \Delta v$$

Il calcolo del valore di riferimento si basa sulla definizione di stabilità dei prezzi, intesa come un aumento dello IAPC per l'area dell'euro inferiore al 2 per cento annuo. Esso si fonda, inoltre, su alcune ipotesi a medio termine concernenti la crescita del prodotto potenziale e il trend della velocità di circolazione di M3. Nel 1998 è stata ipotizzata una crescita tendenziale a medio termine del PIL reale nell'area dell'euro pari al 2-2½ per cento su base annua, in linea con le stime formulate da organismi internazionali e dalla BCE. Per definire le ipotesi sulla velocità di circolazione della moneta sono stati impiegati vari metodi, considerando sia trend semplici (univariati), sia informazioni ricavate da più complessi modelli della domanda di moneta. Nel loro insieme i risultati forniti da questi metodi indicavano una diminuzione annua della velocità di M3 compresa fra ½ e 1 per cento. Sulla base di queste ipotesi, nel dicembre 1998 il Consiglio direttivo ha fissato il valore di riferimento al 4½ per cento annuo. Il Consiglio ha inoltre deciso di esaminare gli andamenti monetari in relazione al valore di riferimento sulla base di una media mobile a tre termini dei tassi di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio. Questo approccio è volto a ridurre l'impatto di eventuali fluttuazioni mensili, che possono essere alquanto variabili.

Tra il 1999 e il 2002, il Consiglio direttivo ha periodicamente riesaminato a fine anno le ipotesi relative al trend di crescita del prodotto potenziale nel medio termine e alla velocità di circolazione di M3. Non essendo emerso alcun elemento tale da giustificare un mutamento significativo di tali ipotesi, il valore di riferimento è stato mantenuto invariato durante quel periodo. Nel maggio del 2003 il Consiglio direttivo ha deciso di non effettuare più queste revisioni annuali poiché, verosimilmente e come mostra l'esperienza, le ipotesi sottostanti alla derivazione del valore di riferimento per M3 non cambiano frequentemente.

### **La verifica incrociata nell'ambito dei due pilastri**

Riguardo alle decisioni del Consiglio direttivo sull'orientamento

adeguato della politica monetaria, l'approccio fondato sui due pilastri consente una verifica incrociata delle indicazioni derivanti dall'ana-

lisi economica a breve termine e di quelle provenienti dall'analisi monetaria di più lungo periodo. Come precedentemente spiegato, questa verifica incrociata assicura che la politica monetaria non trascuri nessuna informazione utile ai fini della valutazione delle prospettive per gli andamenti dei prezzi. Sono sfruttate tutte le relazioni di complementarità tra i due pilastri; ciò rappresenta infatti il modo migliore per assicurare che tutte le indicazioni vengano utilizzate in modo coerente ed efficace, agevolando in tal modo il processo decisionale e la comunicazione al riguardo (cfr. figura 3.2). Inoltre si riduce il rischio di errori nella conduzione della politica monetaria causati da un eccessivo affidamento su un singolo indicatore, esercizio previsivo o modello. Con questo approccio diversificato all'interpretazione delle condizioni economiche, la strategia della BCE si propone di perseguire una politica monetaria "robusta" (ossia che resta valida a

fronte di ipotesi diverse sul funzionamento dell'economia) in un contesto incerto.

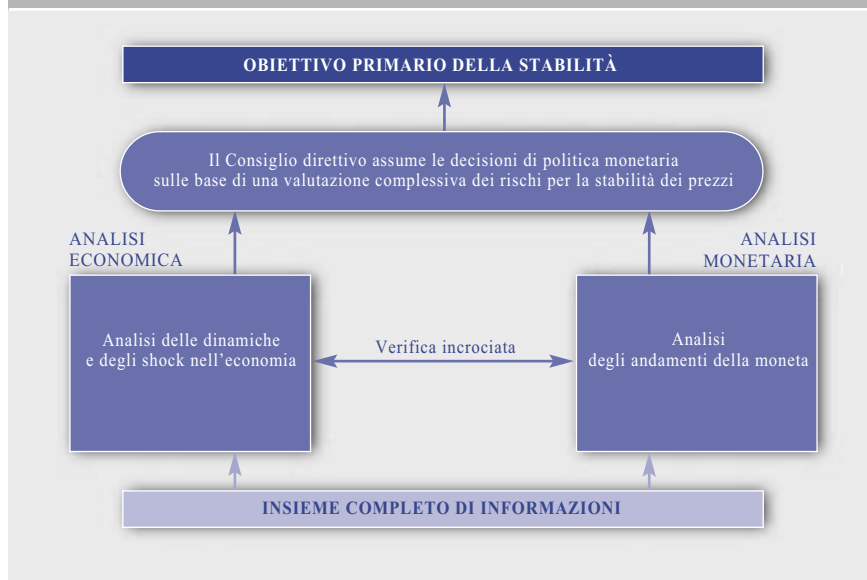
### 3.6 RESPONSABILITÀ PER IL PROPRIO OPERATO, TRASPARENZA E COMUNICAZIONE

#### Indipendenza, obbligo di dar conto del proprio operato e trasparenza della banca centrale

Come spiegato nel Capitolo 1, vi sono valide ragioni per affidare il compito di mantenere la stabilità dei prezzi a una banca centrale indipendente, sottratta a potenziali pressioni politiche. Al tempo stesso, in una società democratica, questa prerogativa di indipendenza deve essere bilanciata dal dovere di dar conto del proprio operato. Tale dovere può essere inteso come l'obbligo giuridico e politico di una banca centrale indipendente di spiegare e giustificare adeguatamente le proprie decisioni ai cittadini e ai loro rappresentanti eletti, rendendosi così responsabile del conse-

Indipendenza e responsabilità per il proprio operato

Figura 3.2 La strategia di politica monetaria della BCE orientata alla stabilità



guimento dei propri obiettivi. Essa è un elemento fondamentale della legittimità democratica. Alla base della legittimazione democratica della delega della politica monetaria a una banca centrale indipendente c'è un mandato chiaramente definito, ossia il mantenimento della stabilità dei prezzi; la preminenza assegnata a tale mandato permette al pubblico di giudicare più facilmente come lo stesso venga assolto. In questo senso, l'impegno a dar conto del proprio operato vincola la banca centrale a espletare nel modo migliore le sue funzioni.

La BCE è responsabile dinanzi ai cittadini dell'Unione europea

I canali appropriati per rendere effettivo il dovere della banca centrale di rispondere del proprio operato dipendono dal quadro istituzionale e dal mandato affidatole. Essendo un organo istituito in base al Trattato, che opera entro i limiti dei poteri ad esso conferiti, la BCE ha il compito statutario di mantenere la stabilità dei prezzi e di svolgere altre funzioni di banca centrale per tutta l'area dell'euro. Di conseguenza la BCE è tenuta a rendere conto delle proprie azioni innanzi tutto di fronte ai cittadini dell'Unione europea, dai quali il Trattato trae la sua legittimità, nonché, in via più formale, di fronte al Parlamento europeo, che rappresenta l'unica istituzione europea da questi direttamente eletta.

I rapporti della BCE con il Parlamento europeo

Le relazioni fra la BCE e il Parlamento europeo sono definite dal Trattato, nel pieno rispetto dell'indipendenza istituzionale della BCE. Il Trattato stabilisce una serie di obblighi di rendiconto per la Banca (ad esempio la presentazione di un Rapporto annuale al Parlamento europeo, alla Commissione

e al Consiglio dell'Unione europea) e prescrive regolari audizioni dinanzi al Parlamento europeo (cfr. Capitolo 1).

Trasparenza

Un principio distinto ma strettamente connesso alla responsabilità per il proprio operato è quello della trasparenza della banca centrale. La trasparenza può essere definita come un *modus operandi* in cui la banca centrale fornisce al pubblico e ai mercati tutte le informazioni rilevanti su strategia, valutazioni e decisioni di politica monetaria, nonché sulle proprie procedure, in modo aperto, chiaro e tempestivo. Oggigiorno, la maggior parte delle banche centrali, inclusa la BCE, considera la trasparenza una componente di vitale importanza del proprio assetto di politica monetaria, sottolineando l'importanza di un'efficace comunicazione e di un'adeguata interazione con il pubblico. In definitiva i molteplici sforzi di trasparenza sono finalizzati a favorire una migliore comprensione della politica monetaria da parte del pubblico, affinché questa acquisisca maggiore credibilità ed efficacia.

Quali elementi garantiscono la trasparenza di una banca centrale?

Per rispondere a criteri di trasparenza, la banca centrale deve innanzi tutto fornire una chiara interpretazione del proprio mandato e comunicare apertamente i propri obiettivi di politica monetaria. Ciò aiuta il pubblico a tenere sotto osservazione e a valutare il suo operato. In aggiunta, essa dovrebbe spiegare il quadro analitico usato per il processo decisionale interno e per le proprie valutazioni sullo stato dell'economia, nonché chiarire con frequenza le motivazioni economiche alla base delle decisioni di politica monetaria. A tale riguardo la



trasparenza può essere accresciuta mediante la predisposizione di un quadro di riferimento sistematico sia per il processo decisionale interno, sia per la comunicazione con il pubblico, in particolare tramite una strategia di politica monetaria annunciata pubblicamente.

La preoccupazione predominante della banca in materia di trasparenza deve essere l'efficacia della politica monetaria nel raggiungere gli obiettivi statutari. Una migliore trasparenza potrà accrescere tale efficacia in diversi modi.

La trasparenza promuove la credibilità, ...

In primo luogo, una banca centrale promuove la propria credibilità chiarendo come interpreta il proprio mandato e come intende assolverlo. Infatti se ad essa vengono riconosciute la determinazione e le capacità di realizzare i propri obiettivi, le aspettative sulle dinamiche future dei prezzi saranno saldamente ancorate. A questo riguardo, si rivelano particolarmente utili una regolare informativa sulla propria valutazione del quadro economico, nonché un atteggiamento aperto e realistico circa le funzioni della politica monetaria e, soprattutto, sui suoi limiti (cfr. sezione 3.1).

... impone autodisciplina ai responsabili della politica monetaria ...

In secondo luogo, un forte impegno a favore della trasparenza impone autodisciplina ai responsabili della politica monetaria, il che contribuisce a sua volta a garantire che le loro decisioni e spiegazioni siano coerenti nel tempo. Agevolare il controllo pubblico delle decisioni di politica monetaria incita maggiormente gli organi decisionali ad assolvere le proprie funzioni in maniera adeguata.

... e fornisce linee guida ai mercati

In terzo luogo, annunciando pubblicamente la propria strategia di

politica monetaria e comunicando con regolarità la propria valutazione degli andamenti economici, la banca centrale fornisce linee guida ai mercati, consentendo alle attese di formarsi con maggiore efficienza e precisione. La trasparenza permette ai mercati di capire il profilo sistematico delle risposte di politica monetaria agli andamenti e agli shock economici e, quindi, di anticipare l'indirizzo della politica monetaria nel medio periodo, rendendo più prevedibili i singoli interventi delle autorità monetarie.

Questa prevedibilità è importante per la conduzione della politica monetaria in quanto le banche centrali possono controllare direttamente solo i tassi di interesse a brevissimo termine, mentre per la trasmissione della politica monetaria all'economia sono rilevanti anche il profilo atteso di questi tassi su orizzonti temporali più lunghi e i premi per l'incertezza.

Se gli operatori possono anticipare in linea di massima le risposte di politica monetaria, una sua variazione (attesa) può essere rapidamente incorporata nelle variabili finanziarie. A sua volta ciò consente di abbreviare il processo tramite il quale questi impulsi sono trasmessi alle decisioni di investimento e di consumo e accelerare gli eventuali aggiustamenti economici necessari, potenziando in tal modo l'efficacia della politica stessa.

### **Il ruolo della strategia di politica monetaria ai fini della comunicazione**

In linea di principio, per promuovere una migliore conoscenza della politica monetaria gli aspetti principali

La presentazione al pubblico della politica monetaria ...

del processo decisionale dovrebbero essere resi comprensibili al pubblico. Nella pratica, tuttavia, è difficile fornire a quest'ultimo una comunicazione esauriente, dettagliata e al tempo stesso intelligibile di tutti gli elementi e gli aspetti che caratterizzano tale processo decisionale.

... deve tenere conto della complessità del suo processo di definizione ...

Pertanto, la presentazione della politica monetaria al pubblico impone talune scelte. Rispondere a requisiti di trasparenza non significa semplicemente fornire informazioni, ma anche strutturare tali informazioni in modo tale che il pubblico possa comprenderle.

... ed essere coerente con il processo decisionale interno

Nondimeno, gli sforzi volti a trasmettere un messaggio chiaro non dovrebbero contrastare con la necessità di spiegare la natura effettiva del processo decisionale. Nel comunicare occorre esprimere la complessità e l'incertezza del contesto evolutivo in cui opera la politica monetaria. La

presentazione esterna della strategia di politica monetaria della BCE attribuisce particolare importanza all'esigenza di rispecchiare fedelmente questo contesto. Nel caso della BCE, tale compito potrebbe risultare relativamente complesso rispetto all'esposizione di altre strategie (come quelle basate su obiettivi di crescita monetaria o di tasso d'inflazione; cfr. riquadro 3.2), tuttavia esso riflette in modo realistico l'approccio diversificato alla politica monetaria che questa ha deciso di adottare per il processo decisionale interno.

Una comunicazione efficace implica altresì che la banca centrale si rivolga a pubblici diversi e ricorra a una pluralità di canali. A tal fine, nella sua attività di comunicazione, la BCE è andata oltre i requisiti formali stabiliti dal Trattato, utilizzando modi aggiuntivi per assolvere al dovere di responsabilità pubblica e di trasparenza (cfr. riquadro 3.8).

### Riquadro 3.8 I principali canali di comunicazione utilizzati dalla BCE

Le conferenze stampa tenute dal Presidente e dal Vicepresidente al termine della prima riunione del mese del Consiglio direttivo e il Bollettino mensile sono due dei più importanti canali di comunicazione impiegati dalla BCE. La dichiarazione introduttiva del Presidente alla conferenza stampa fornisce puntualmente una sintesi completa della valutazione degli andamenti economici rilevanti per la politica monetaria. Essa è strutturata sulla base della strategia di politica monetaria della BCE e il suo contenuto è approvato dal Consiglio direttivo. Alla dichiarazione introduttiva fa seguito una sessione di domande e risposte, cui partecipano rappresentanti dei mezzi di informazione dell'area dell'euro e di altri paesi, che costituisce una piattaforma per la presentazione tempestiva e imparziale delle decisioni di politica monetaria al pubblico. Le trascrizioni della conferenza stampa sono pubblicate sul sito Internet della BCE a distanza di poche ore. La conferenza stampa costituisce quindi un mezzo efficace per presentare e spiegare, con grande tempestività, il dibattito che si svolge in seno al Consiglio direttivo e lo stesso processo decisionale della politica monetaria.

Il Bollettino mensile fornisce al pubblico e ai mercati finanziari un'analisi più dettagliata e accurata del contesto economico. Di regola è pubblicato una set-

timana dopo la riunione del Consiglio direttivo e riporta le informazioni di cui questo disponeva al momento di assumere le decisioni di politica monetaria. Il Bollettino mensile contempla altresì articoli che offrono approfondimenti sugli andamenti di lungo termine, su tematiche generali o sugli strumenti analitici usati dall'Eurosistema nell'ambito della strategia di politica monetaria.

Inoltre, quattro volte l'anno il Presidente della BCE si presenta dinanzi alla Commissione per gli affari economici e monetari del Parlamento europeo per spiegare le decisioni di politica monetaria della BCE e rispondere alle domande postegli dai suoi membri. Queste audizioni sono aperte al pubblico e le trascrizioni sono successivamente pubblicate sui siti Internet del Parlamento europeo e della BCE. Anche altri membri del Comitato esecutivo della BCE sono sentiti dalla Commissione.

I membri del Consiglio direttivo prendono parte a numerosi impegni pubblici; gli interventi del Presidente e di altri membri del Comitato esecutivo e del Consiglio direttivo sono strumenti importanti per spiegare al pubblico i punti di vista della BCE. Un altro importante canale per raggiungere gruppi di riferimento a livello sia locale, sia internazionale sono le interviste rilasciate dai membri del Consiglio direttivo. La BCE riceve inoltre un gran numero di visite di privati cittadini e di esperti provenienti da diverse organizzazioni; è impegnata a mantenere un dialogo aperto con il mondo accademico. Risultati di ricerca di natura tecnica e studi di politica economica di interesse generale sono pubblicati dai ricercatori dell'istituto, rispettivamente nelle serie Working Paper e Occasional Paper della BCE.

Infine, la trasparenza della politica monetaria implica anche che i dati statistici raccolti dalle banche centrali vengano pubblicati, in modo integrale e tempestivo, una volta che ne sia stata assicurata l'attendibilità. Con la collaborazione delle BCN, la BCE raccoglie statistiche monetarie, bancarie e sui mercati finanziari, sulla bilancia dei pagamenti e sulla posizione patrimoniale verso l'estero ed elabora statistiche sui conti finanziari riguardanti l'area dell'euro (cfr. il riquadro 3.5). La sollecita diffusione di questi dati permette alla BCE di rendere il pubblico partecipe delle informazioni in suo possesso sugli andamenti economici nell'area dell'euro, facilitando la comunicazione delle decisioni di politica monetaria da parte del Consiglio direttivo.

Poiché l'Eurosistema deve esprimersi in un contesto multiculturale e plurilingue, le BCN svolgono un ruolo essenziale nella strategia di comunicazione. Esse mantengono stretti contatti con il pubblico a livello nazionale e regionale, traducendo i segnali dell'orientamento della politica monetaria nelle diverse lingue e adattandoli al contesto nazionale.

## 4 L'ATTUAZIONE DELLA POLITICA MONETARIA

Questo capitolo illustra in che modo sono attuate, con gli strumenti disponibili, le decisioni di politica monetaria. La prima sezione fornisce una visione d'insieme dei principi e degli obiettivi che presidono al funzionamento dell'assetto operativo dell'Eurosistema. La seconda sezione descrive brevemente i principali strumenti di politica monetaria (operazioni di mercato aperto, operazioni su iniziativa delle controparti e regime della riserva obbligatoria), mentre le seguenti esaminano gli strumenti stessi in modo più particolareggiato, spiegandone l'interazione con il fabbisogno di liquidità delle banche nel contesto del bilancio di una banca centrale. L'ultima sezione presenta in sintesi una valutazione del funzionamento dell'assetto operativo nei primi quattro anni e mezzo della conduzione della politica monetaria unica.

### 4.1 I PRINCIPI GENERALI E GLI OBIETTIVI CHE SOTTENDONO LA CONCEZIONE DELL'ASSETTO OPERATIVO

Il mercato  
monetario e  
la trasmissione  
della politica  
monetaria

Come spiegato nel capitolo 3, i tassi di interesse a breve termine del mercato monetario svolgono un ruolo importante nella trasmissione della politica monetaria. Questa, incidendo significativamente sui tassi nominali a breve, esercita influssi di molteplice natura sull'economia e, quindi, sul livello dei prezzi.

L'assetto  
operativo ...

Per il conseguimento del proprio obiettivo primario l'Eurosistema dispone di un insieme di strumenti e procedure, che costituiscono l'assetto operativo della politica monetaria unica.

... e la strategia  
di politica  
monetaria

La strategia di politica monetaria e l'assetto operativo rivestono ciascuno un proprio ruolo specifico. Mentre la prima determina il livello dei tassi di interesse a breve necessario per mantenere la stabilità dei prezzi nel medio periodo, il secondo stabilisce come raggiungere tale

livello mediante l'impiego degli strumenti disponibili.

Segnalando il proprio orientamento di politica monetaria e regolando le condizioni di liquidità sul mercato monetario, la banca centrale controlla i tassi d'interesse di mercato a breve termine. In quanto emittente esclusiva di banconote e di riserve bancarie, essa detiene una posizione di monopolio nell'offerta di base monetaria. La base monetaria dell'area dell'euro è costituita dal circolante (banconote e monete), dalle riserve e dai depositi a vista detenuti dalle controparti presso l'Eurosistema (queste voci sono esposte come passività nel bilancio dell'Eurosistema). Le riserve possono essere scomposte in riserve obbligatorie e riserve in eccesso. Nel regime applicato dall'Eurosistema le controparti sono tenute a detenere delle riserve obbligatorie presso le BCN (cfr. sezione 4.3). In aggiunta a queste, le istituzioni creditizie hanno la facoltà di mantenere presso l'Eurosistema delle riserve in eccesso, che sono solitamente di ammontare modesto.

L'assetto  
operativo  
come strumento  
per controllare i  
tassi di interesse,  
regolare  
le condizioni  
di liquidità, ...

In virtù della sua posizione di monopolio nell'offerta di base monetaria, la banca centrale può gestire la liquidità del mercato monetario e influenzarne i tassi di interesse.

... segnalare l'orientamento di politica monetaria ...

Oltre a controllare i tassi di interesse tramite l'azione di regolamento della liquidità, la banca centrale segnala al mercato il proprio orientamento di politica monetaria, di solito modificando le condizioni alle quali essa è disposta a effettuare transazioni con il mercato stesso.

... e assicurare l'ordinato funzionamento del mercato monetario

La banca centrale si prefigge altresì di assicurare l'ordinato funzionamento del mercato monetario e di aiutare le istituzioni creditizie a soddisfare agevolmente il proprio fabbisogno di liquidità. Nel far ciò essa si avvale sia di regolari operazioni di rifinanziamento alle istituzioni creditizie, sia di meccanismi che consentano alle stesse di regolare i saldi di fine giornata e di assorbire temporanei squilibri di liquidità.

I principi cui si informa l'assetto operativo sono quelli di un'economia di mercato aperta, ...

L'assetto operativo dell'Eurosistema si basa sui principi stabiliti nel Trattato sull'Unione europea. L'articolo 105 del Trattato stabilisce che nel perseguire i propri obiettivi l'Eurosistema “[...] agisce in conformità al principio di un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza, favorendo un'efficiente allocazione delle risorse [...]”.

... di efficienza operativa, ...

Oltre che ai principi indicati nel Trattato, l'assetto operativo si ispira ad altri criteri guida, *in primis* quello di efficienza operativa, che assume così un ruolo prioritario. L'efficienza operativa è definibile come l'attitudine dell'assetto ope-

rativo a consentire decisioni di politica monetaria capaci di riflettersi nel modo più preciso e rapido possibile sui tassi a breve del mercato monetario. Questi ultimi, a loro volta, influiscono sul livello dei prezzi mediante il meccanismo di trasmissione.

Altri importanti principi sono la parità di trattamento delle istituzioni finanziarie e l'armonizzazione delle regole e procedure nell'intera area dell'euro. Da un lato, occorre garantire alle istituzioni creditizie dell'area condizioni paritetiche, indipendentemente dalla loro dimensione o ubicazione. Dall'altro, l'armonizzazione delle regole e procedure contribuisce al raggiungimento di tale obiettivo, poiché concorre a uniformare le condizioni applicate nelle operazioni con l'Eurosistema.

Una specificità dell'Eurosistema è il principio di decentramento nell'attuazione della politica monetaria, in virtù del quale le operazioni dell'Eurosistema sono di norma condotte dalle BCN con il coordinamento della BCE.

L'assetto operativo è improntato inoltre a principi di semplicità, trasparenza, continuità, sicurezza ed efficienza di costo. La semplicità e la trasparenza assicurano che possano essere correttamente comprese le intenzioni sottostanti alle operazioni di politica monetaria. Il principio della continuità mira a evitare cambiamenti rilevanti negli strumenti e nelle procedure, affinché le banche centrali e le loro controparti possano basarsi sull'esperienza passata allorché partecipano alle operazioni di politica mone-

... di parità di trattamento delle istituzioni finanziarie e di armonizzazione delle regole e procedure,...

... di decentramento operativo,...

... nonché di semplicità, trasparenza, continuità, sicurezza ed efficienza di costo

taria. Il principio della sicurezza impone che siano resi minimi i rischi finanziari e operativi dell'Eurosistema, mentre quello dell'efficienza di costo è inteso a limitare, per l'Eurosistema come per le sue controparti, gli oneri connessi con l'assetto operativo.

#### 4.2 ASPETTI SALIENTI DELL'ASSETTO OPERATIVO DELL'EUROSISTEMA

L'assetto operativo dell'Eurosistema è descritto dettagliatamente nella pubblicazione della BCE

*L'attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro – Caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema.*

La tavola 4.1 fornisce un quadro d'insieme delle principali caratteristiche dei due gruppi di operazioni di cui si avvale l'Eurosistema per la conduzione della politica monetaria unica: le operazioni di mercato aperto e le operazioni attivabili su iniziativa delle controparti. Le prime, che costituiscono il gruppo più importante, sono operazioni

**Le operazioni di mercato aperto**

<b>Tavola 4.1 Operazioni di mercato aperto e operazioni attivabili su iniziativa delle controparti</b>				
Operazioni di politica monetaria	Tipi di transizioni (1)		Scadenza	Frequenza
	Immissione di liquidità	Assorbimento di liquidità		
<b>Operazioni di mercato aperto</b>				
Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni temporanee	–	Una settimana (2)	Settimanale
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni temporanee	–	Tre mesi	Mensile
Operazioni di regolazione puntuale	Operazioni temporanee	Operazioni di <i>swap</i> in valuta	Non standardizzata	Non regolare
		Operazioni di <i>swap</i> in valuta		
		Acquisti definitivi		
Operazioni di tipo strutturale	Operazioni temporanee	Emissioni di certificati di debito	Standardizzata/non standardizzata	Regolare e non regolare
		Acquisti definitivi		Non regolare
<b>Operazioni attivabili su iniziativa delle controparti</b>				
Operazioni di rifinanziamento marginale	Operazioni temporanee	–	<i>Overnight</i>	Accesso a discrezione delle controparti
Operazioni di deposito presso la banca centrale	–	Depositi	<i>Overnight</i>	Accesso a discrezione delle controparti

1) Per una descrizione dei diversi tipi di operazioni di mercato aperto si veda il riquadro 4.3.

2) Con effetto dal 10 marzo 2004. Precedentemente: scadenza a due settimane (cfr. riquadro 4.2).

effettuate su iniziativa della banca centrale, solitamente nel mercato monetario (ossia il mercato in cui sono negoziati strumenti con scadenza inferiore a un anno; cfr. la sezione 2.5). Le operazioni di mercato aperto svolgono un ruolo importante nell'influenzare i tassi di interesse, nel segnalare l'orientamento di politica monetaria e nel gestire le condizioni di liquidità.

#### Le operazioni di rifinanziamento principali

In questo ambito hanno particolare rilevanza le operazioni di rifinanziamento principali (ORP), che costituiscono lo strumento più importante della politica monetaria dell'Eurosistema, attraverso il quale questi concede fondi in prestito alla proprie controparti. Il prestito

avviene sempre contro il deposito di garanzie, allo scopo di salvaguardare l'Eurosistema da rischi finanziari. Il riquadro 4.1 fornisce alcune informazioni sulle controparti nelle operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema e sulle garanzie richieste a fronte dei finanziamenti accordati.

L'erogazione di credito sul mercato aperto da parte della banca centrale avviene normalmente attraverso operazioni temporanee, aventi una breve durata prestabilita. Tali operazioni possono assumere forma di acquisto di attività a pronti con patto di rivendita a termine, o di erogazione di prestiti a fronte di cessione di attività in garanzia (cfr. riquadro 4.3).

#### Le operazioni temporanee

### Riquadro 4.1 Controparti e garanzie

#### I Le controparti

L'assetto operativo della politica monetaria dell'Eurosistema è concepito in modo da consentire la partecipazione di una vasta gamma di controparti. Queste devono peraltro soddisfare taluni criteri di idoneità, intesi a garantirne sia la parità di trattamento nell'intera area dell'euro sia la conformità a determinati requisiti operativi e prudenziali. I criteri generali di idoneità sono uniformi nel complesso dell'area.

Per essere controparte idonea un'istituzione creditizia deve sottostare al regime di riserva obbligatoria dell'Eurosistema ed essere finanziariamente solida. Inoltre, essa deve soddisfare tutti i criteri operativi specificati nelle disposizioni contrattuali o regolamentari applicate dalle rispettive BCN (o dalla BCE), in modo da assicurare la conduzione efficiente delle operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema. Alla fine di giugno 2003, delle 6.776 istituzioni creditizie situate nell'area dell'euro soltanto 2.243 ottemperavano ai requisiti operativi previsti per accedere alle operazioni di mercato aperto, mentre 2.749 e 3.188 risultavano idonee a partecipare rispettivamente alle operazioni di rifinanziamento marginale e alle operazioni di deposito presso la banca centrale. Di fatto, il numero di controparti che partecipano alle operazioni di mercato aperto è in genere molto più ristretto di quello delle istituzioni idonee. Nella prima metà del 2003 il numero medio di controparti partecipanti è stato pari a 252 nelle aste per le operazioni di rifinanziamento principali e a 136 nelle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT).

Un'istituzione creditizia che soddisfi i criteri generali di idoneità può accedere alle operazioni su iniziativa delle controparti e alle operazioni di mercato aperto basate su aste standard per il tramite della BCN dello Stato membro in cui è ubicata. Qualora l'istituzione presenti una rete (sede centrale e filiali) estesa a più di uno Stato membro, ciascuna sede o filiale può partecipare attraverso la BCN del paese in cui è situata. Tuttavia, le offerte d'asta possono essere presentate da una sola rappresentanza dell'istituzione per Stato membro (sede centrale o filiale designata).

Le operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema sono condotte a livello decentrato. Questo approccio si è dimostrato molto efficiente e ha funzionato senza problemi grazie a una preparazione accurata e a efficaci sistemi informativi. L'Eurosistema continua a trarre notevole beneficio dalle strette relazioni che le BCN hanno instaurato nel corso dei decenni con le proprie controparti locali.

## **2. Le garanzie**

L'articolo 18.1 dello Statuto del SEBC consente alla BCE e alle BCN di effettuare operazioni sui mercati finanziari acquistando e vendendo attività in via definitiva o temporanea e sancisce che tutte le operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema siano effettuate a fronte di adeguate garanzie. Tale requisito è inteso a tutelare l'Eurosistema dai rischi finanziari. Di conseguenza, tutte le operazioni dell'Eurosistema finalizzate a immettere liquidità sono basate su attività sottostanti fornite in garanzia dalle controparti.

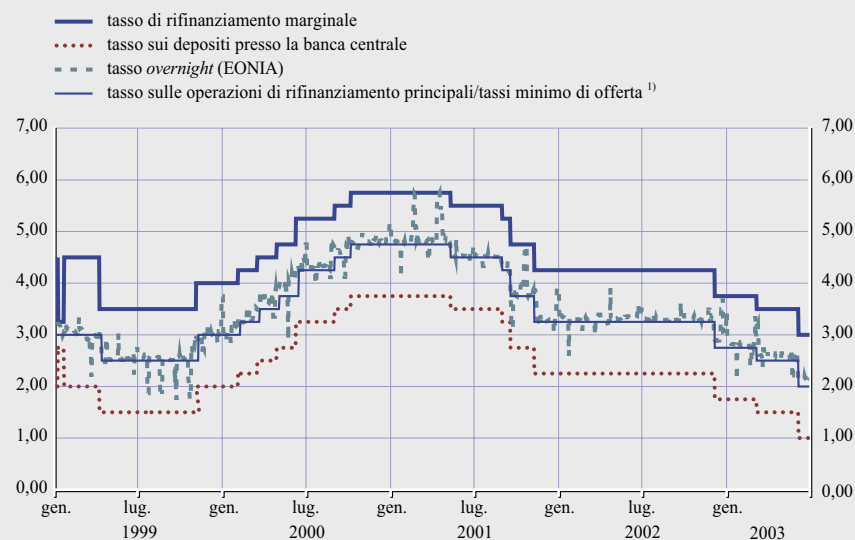
Al fine di salvaguardare l'Eurosistema da eventuali perdite, di garantire un trattamento paritario delle controparti e di promuovere l'efficienza operativa, le attività sottostanti devono soddisfare determinati criteri per essere considerate idonee all'impiego nelle operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema. In linea con il principio della parità di trattamento sono accettati in garanzia strumenti emessi da soggetti sia privati che pubblici.

Per tener conto delle differenze nella struttura finanziaria degli Stati membri, viene operata una distinzione, essenzialmente per scopi interni all'Eurosistema, fra due categorie di attività idonee, designate come "lista di primo livello" e "lista di secondo livello". La lista di primo livello comprende strumenti di debito negoziabili che soddisfano i criteri uniformi di idoneità specificati dalla BCE, validi per l'intera area. Quella di secondo livello include altre attività, negoziabili e non, considerate di particolare importanza per i mercati finanziari e i sistemi bancari nazionali, i cui criteri di idoneità sono stabiliti dalle BCN, in conformità con i requisiti minimi definiti dalla BCE. Le controparti dell'Eurosistema possono utilizzare attività idonee su base transfrontaliera, ossia possono ottenere fondi dalla BCN dello Stato membro in cui risiedono impiegando come garanzia attività ubicate in un altro Stato membro. Questo meccanismo consente alle istituzioni di tutta l'area di avvalersi dell'intera lista di primo livello e delle liste nazionali di secondo livello. Infine, tutte le attività idonee sono soggette a specifiche misure di controllo del rischio, concepite in modo da tenere conto delle pratiche di mercato.



**Figura 4.1 Tassi di interesse di riferimento della BCE e tasso EONIA**

(valori percentuali su base annua; dati giornalieri)



Fonte: BCE.

1) Prima del 28 giugno 2000 le operazioni di rifinanziamento principali erano effettuate sotto forma di asta a tasso fisso. Con effetto dall'operazione regolata in quella data, esse sono state condotte mediante asta a tasso variabile con un tasso minimo d'offerta annunciato. Il tasso minimo di offerta è il tasso di interesse più basso al quale le controparti possono presentare le proprie offerte (cfr. sezione 4.4).

**Le operazioni  
attivabili  
su iniziativa  
delle controparti**

Al fine di orientare i tassi di interesse a breve del mercato monetario e, in particolare, di limitarne la volatilità, l'Eurosistema offre altresì due operazioni attivabili su iniziativa delle controparti: le operazioni di rifinanziamento marginale e i depositi presso la banca centrale. Entrambi gli strumenti hanno scadenza *overnight* e sono disponibili a discrezione delle controparti. Normalmente il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale è considerevolmente più elevato del corrispondente tasso di mercato, mentre quello sui depositi presso la banca centrale è notevolmente più basso. Le istituzioni creditizie di conseguenza fanno ricorso a questi canali solo in ultima istanza. Poiché non vi sono limita-

zioni all'accesso a queste due operazioni - se si eccettua il deposito di adeguate garanzie nelle operazioni di rifinanziamento marginale - i loro tassi di interesse costituiscono di regola il limite massimo e minimo per il tasso di interesse *overnight* del mercato monetario. Gli strumenti suddetti sono esaminati più approfonditamente nella sezione 4.5.

Fissando i tassi per le operazioni su iniziativa delle controparti il Consiglio direttivo delimita il corridoio all'interno del quale può fluttuare il tasso *overnight* del mercato monetario (EONIA) <sup>1)</sup>. La figura 4.1, che illustra l'evoluzione dei tassi di riferimento della BCE da gennaio 1999, mostra questa relazione.

**Il corridoio dei  
tassi di interesse  
per le operazioni  
attivabili su  
iniziativa delle  
controparti**

1) Il tasso medio *overnight* sull'euro (EONIA) è comunicato dalla Federazione bancaria europea (FBE). Esso risulta dalla media ponderata dei tassi sui prestiti *overnight* non garantiti concessi da una selezione delle banche più attive sul mercato monetario.

Come si può rilevare dalla figura, l'EONIA si è mantenuto generalmente in prossimità del tasso applicato alle operazioni di rifinanziamento principali, a riprova dell'importanza primaria di questo strumento, e ha evidenziato bruschi sbalzi occasionali. Queste due caratteristiche dell'EONIA sono ricollegabili al regime di riserva obbligatoria dell'Eurosistema, descritto nella sezione 4.3. La figura mostra inoltre che il differenziale di tasso fra le operazioni di rifinanziamento marginale e le operazioni di deposito presso la banca centrale è rimasto invariato da aprile 1999 a giugno 2003 ( $\pm 1$  punto percentuale)<sup>2)</sup>.

## 4.3 LA RISERVA OBBLIGATORIA

### Il sistema

La BCE impone alle istituzioni creditizie di mantenere un deposito sui conti aperti presso le BCN a titolo di riserva "obbligatoria" o "minima"<sup>3)</sup>. L'ammontare di tale deposito è determinato in relazione all'aggregato soggetto a riserva, il quale è a sua volta definito in base alle voci di bilancio. La tavola 4.2 riporta le principali poste del passivo comprese nell'aggregato<sup>4)</sup>.

La riserva obbligatoria e l'aggregato soggetto a riserva

Per determinare la riserva obbligatoria dovuta da un'istituzione si moltiplica l'aggregato soggetto a riserva per il coefficiente di riser-

Il coefficiente di riserva

**Tavola 4.2 Passività delle istituzioni creditizie incluse nell'aggregato soggetto a riserva**

(consistenze a fine giugno 2003; miliardi di euro)

**(A) Passività di cui si applica un coefficiente di riserva positivo**

Depositi (depositi overnight, depositi con durata prestabilita fino a due anni e depositi rimborsabili con preavviso fino a due anni)	6.216
Titoli di debito emessi con scadenza fino a due anni (inclusi i titoli di mercato monetario)	412
<b>Totale (A)</b>	<b>6.628</b>

**(B) Passività di cui si applica un coefficiente di riserva pari a zero**

Depositi (depositi con durata prestabilita superiore a due anni e depositi rimborsabili con preavviso superiore a due anni)	1.421
Titoli di debito emessi con scadenza superiore a due anni	2.536
Operazioni pronti contro termine	783
<b>Totale (B)</b>	<b>4.741</b>
<b>Totale aggregato soggetto a riserva (A) + (B)</b>	<b>11.369</b>

Fonte: BCE.

2) Fra il 4 e il 21 gennaio 1999, un corridoio ristretto di  $\pm 0,25$  punti percentuali è stato applicato in via transitoria per agevolare il passaggio al nuovo assetto operativo della moneta unica.

3) Il quadro giuridico del regime di riserva obbligatoria dell'Eurosistema è definito all'articolo 19 dello Statuto del SEBC. Gli elementi di dettaglio sono stabiliti in vari provvedimenti, fra cui i più importanti sono il Regolamento (CE) n. 2531/98 del Consiglio sull'applicazione dell'obbligo di riserve minime da parte della Banca centrale europea e il Regolamento (CE) n. 2818/98 della BCE sull'applicazione di riserve obbligatorie minime (BCE/1998/15), versione emendata.

4) Sono escluse dall'aggregato soggetto a riserva le passività nei confronti delle altre istituzioni creditizie parimenti assoggettate all'obbligo di riserva, nonché le passività verso la BCE e le BCN.

va. La BCE applica un coefficiente positivo uniforme alla maggior parte delle voci incluse nell'aggregato. Tale coefficiente è stato fissato all'inizio della Terza fase dell'UEM in misura pari al 2 per cento. Come si può osservare nella tavola 4.2, gran parte delle passività a breve termine sono soggette a un coefficiente positivo, mentre ne sono esenti sia le passività a lungo termine sia i pronti contro termine.

#### La franchigia fissa

Le istituzioni possono dedurre dalla riserva obbligatoria una franchigia fissa (pari a 100.000 euro sin dall'introduzione della moneta unica), intesa a ridurre i costi amministrativi connessi con la gestione di riserve obbligatorie di importo esiguo.

#### La mobilitazione della riserva

Per assolvere l'obbligo di riserva le istituzioni creditizie devono detenere disponibilità sui propri conti correnti presso le BCN. Il regime di riserva obbligatoria dell'Eurosistema consente alle controparti di fare

ricorso alla mobilitazione della riserva stessa. Ciò significa che il rispetto dell'obbligo è determinato in base alla media dei saldi di fine giornata detenuti sui conti di riserva nell'arco di un periodo di mantenimento di circa un mese.

Nel 2003 il Consiglio direttivo ha deliberato che, con effetto da marzo 2004, i periodi di mantenimento della riserva inizino il giorno di regolamento della prima operazione di rifinanziamento principale successiva alla riunione mensile in cui il Consiglio valuta la politica monetaria (cfr. riquadro 4.2), per concludersi il giorno precedente la corrispondente data di regolamento del mese successivo. Per agevolare le istituzioni creditizie nel pianificare la gestione delle proprie risorse, un calendario dei periodi di mantenimento è pubblicato almeno tre mesi prima dell'inizio dell'anno cui si riferisce (insieme a un calendario indicativo delle operazioni d'asta per lo stesso anno).

#### Il periodo di mantenimento della riserva

### Riquadro 4.2 Modifica della durata delle operazioni di rifinanziamento principali e dei periodi di mantenimento della riserva da marzo 2004

Come descritto nella sezione 4.4, in passato sono stati osservati periodi di tensione quando forti speculazioni riguardo a un'imminente variazione dei tassi di interesse hanno determinato andamenti irregolari delle richieste di fondi nelle aste per le operazioni di rifinanziamento principali (ORP). A più riprese nella primavera del 2000 le forti attese di un ormai prossimo aumento dei tassi di riferimento della BCE hanno indotto le controparti a presentare nelle aste per le ORP (condotte allora a tasso fisso) richieste eccessive rispetto all'ammontare offerto (cosiddetto fenomeno di "overbidding", ossia di eccesso di richieste in asta). Analogamente, in altre occasioni le aspettative di un'imminente diminuzione dei tassi hanno spinto le controparti a richiedere fondi inferiori, in termini aggregati, all'ammontare necessario per ottemperare all'obbligo di riserva (fenomeno di "underbidding", o di carenza di richieste in asta).

In entrambe le fattispecie, l'origine della disfunzione va imputata principalmente al fatto che il calendario dei periodi di mantenimento della riserva obbligatoria -

dal giorno 24 di un mese al giorno 23 del mese successivo - fosse completamente svincolato dalle date delle riunioni in cui il Consiglio direttivo deliberava le modifiche dei tassi di riferimento della BCE. Tali modifiche pertanto potevano intervenire nel corso di un periodo di mantenimento. Inoltre la scadenza a due settimane della ORP settimanale implicava che almeno l'ultima operazione di ciascun periodo di mantenimento si estendesse su quello successivo. Di conseguenza il comportamento in quest'ultima asta poteva risentire delle attese di una modifica dei tassi della BCE nel periodo successivo.

Per ovviare al problema, il Consiglio direttivo ha adottato due misure - effettive da marzo 2004 - tese a evitare che durante il periodo di mantenimento le speculazioni riguardo alle variazioni dei tassi di interesse influiscano sulle condizioni del mercato monetario a brevissimo termine: la prima misura prevede una ridefinizione del calendario dei periodi di mantenimento della riserva obbligatoria; la seconda riduce da due a una settimana la durata delle ORP. Più specificatamente, è stato deciso che, a decorrere da marzo del 2004, il periodo di mantenimento abbia inizio il giorno di regolamento dell'operazione di rifinanziamento principale successiva alla riunione del Consiglio direttivo in cui è programmata la valutazione mensile dell'orientamento di politica monetaria, e termini il giorno precedente alla corrispondente data di regolamento del mese successivo. Questa relazione diretta fra la riunione del Consiglio direttivo e la data di inizio del periodo di mantenimento eviterà normalmente l'emergere di aspettative di variazione dei tassi di interesse durante il periodo stesso. D'altra parte la riduzione della durata delle operazioni di rifinanziamento principali è intesa a impedire che le speculazioni sui tassi si trasmettano su più periodi di mantenimento. Lo scopo ultimo di questo duplice intervento è contribuire a stabilizzare le condizioni in cui le istituzioni creditizie presentano le proprie offerte nelle ORP.

#### Le remunerazione della riserva obbligatoria

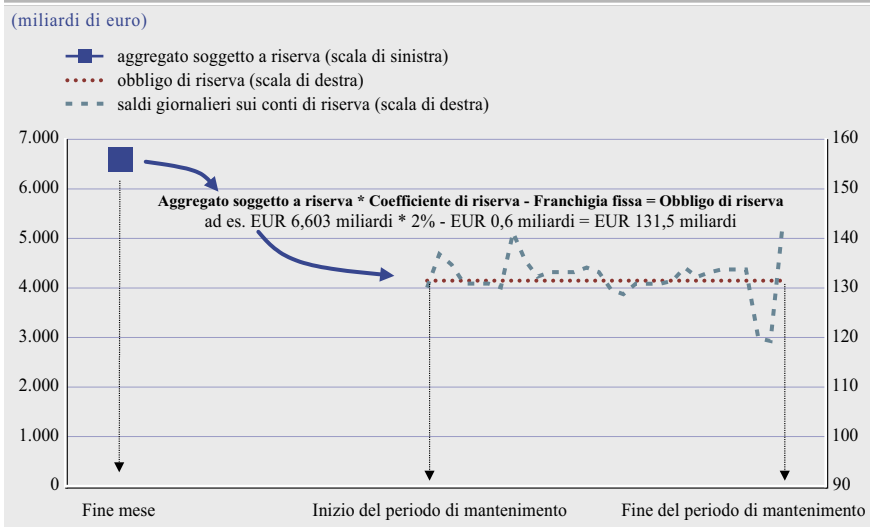
L'Eurosistema vuole evitare che il regime di riserva obbligatoria comporti un onere a carico del sistema bancario od ostacoli l'efficiente allocazione delle risorse. Per tale ragione, alla riserva obbligatoria è riconosciuta una remunerazione pari alla media, calcolata sul periodo di mantenimento, dei "tassi marginali di aggiudicazione" nelle operazioni di rifinanziamento principali, ponderati in base al numero dei corrispondenti giorni di calendario (cfr. sezione 4.4). Poiché questi tassi sono generalmente assai prossimi ai tassi di interesse a breve del mercato monetario, la remunerazione

delle riserve obbligatorie è analoga a quella offerta dal mercato.

La figura 4.2 illustra il calcolo della riserva obbligatoria. Nell'esempio, l'aggregato soggetto a riserva è determinato dalle passività tratte dai bilanci delle istituzioni creditizie al 31 maggio 2003. L'obbligo di riserva per il periodo di mantenimento successivo (che in questo caso è iniziato il 24 giugno e si è concluso il 23 luglio 2003) è derivato applicando il coefficiente del 2 per cento all'aggregato suddetto e quindi deducendo la franchigia fissa.

#### La determinazione dell'obbligo di riserva

**Figura 4.2 Funzionamento del regime di riserva obbligatoria dell'Eurosistema**



Fonte: BCE.

La linea blu indica il funzionamento del meccanismo di mobilitazione della riserva. Le disponibilità sui conti di riserva possono fluttuare liberamente, ma la loro consistenza media non deve risultare inferiore all'obbligo calcolato sull'intero periodo di mantenimento. Nell'esempio, l'ammontare medio delle disponibilità sui conti correnti presso l'Eurosistema è stato pari a 132,1 miliardi di euro, equivalente a riserve in eccesso per 0,6 miliardi rispetto all'importo dovuto di 131,5 miliardi.

### Le funzioni del sistema

La funzione primaria del regime di riserva obbligatoria è stabilizzare i tassi di interesse del mercato monetario. Tale funzione è assolta dal meccanismo di mobilitazione della riserva, che consente alle istituzioni creditizie di attenuare le fluttuazioni giornaliere della liquidità (ad esempio quelle derivanti da oscillazioni della domanda di banconote), compensando eventuali

sbilanci transitori sui conti di riserva con saldi di segno opposto registrati nell'arco dello stesso periodo di mantenimento.

La mobilitazione della riserva implica altresì che le istituzioni possono trarre profitto dall'impiego di fondi sul mercato monetario, mantenendo le riserve al di sotto della media del periodo ogniquale volta i tassi a breve sul mercato sono superiori a quelli attesi per il residuo periodo di mantenimento. Nello scenario opposto, esse possono raccogliere fondi a prestito sul mercato e detenere una posizione di riserva eccedentaria. In teoria tale "arbitraggio intertemporale" dovrebbe assicurare la coincidenza, durante l'intero periodo di mantenimento, fra il livello corrente e il livello atteso dei tassi a breve del mercato monetario a fine periodo. Questo meccanismo stabilizza i tassi overnight ed esime la banca centrale dall'intervenire frequentemente sul mercato monetario.

La stabilizzazione dei tassi di interesse del mercato monetario

La mobilitazione della riserva funziona in modo assai regolare durante il periodo di mantenimento. Tuttavia, al termine del periodo stesso il rispetto dell'obbligo di riserva diventa tassativo, giacché le banche non possono più differire nel tempo un'eccedenza o un deficit di liquidità. Ciò spiega le punte registrate dall'Eonia verso la fine di ciascun periodo di mantenimento, osservabili nella figura 4.1.

sistema. Esse non solo svolgono un ruolo chiave nell'influenzare i tassi di interesse, nel regolare le condizioni di liquidità sul mercato e nel segnalare l'orientamento della politica monetaria (tramite il tasso di rifinanziamento principale fissato dal Consiglio direttivo), ma forniscono anche gran parte della liquidità necessaria al sistema bancario. Queste operazioni vengono effettuate a livello decentrato dalle BCN.

L'ampliamento del fabbisogno strutturale di liquidità

Un'altra importante funzione del regime di riserva obbligatoria è l'ampliamento del fabbisogno strutturale di liquidità del sistema bancario. L'esigenza di detenere riserve presso le BCN contribuisce ad accrescere la domanda di rifinanziamento, ciò a sua volta facilita il controllo dei tassi di interesse del mercato monetario da parte della BCE attraverso le operazioni regolari di immissione di liquidità.

Le operazioni di rifinanziamento principali sono operazioni finalizzate all'immissione di liquidità condotte su base settimanale. Nel 2003 il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre la loro durata da due a una settimana con effetto da marzo del 2004 (cfr. riquadro 4.2).

Frequenza e scadenza

#### 4.4 LE OPERAZIONI DI MERCATO APERTO

Le quattro categorie di operazioni di mercato aperto

A seconda della finalità, della regolarità e della procedura adottata, le operazioni di mercato aperto dell'Eurosistema possono essere suddivise in quattro categorie: operazioni di rifinanziamento principali, operazioni di rifinanziamento a più lungo termine, operazioni di regolazione puntuale e operazioni di tipo strutturale (cfr. tavola 4.1 e riquadro 4.3).

La procedura d'asta applicata è quella standard. Nel contesto dell'assetto operativo dell'Eurosistema, sono definite "standard" le aste effettuate secondo un calendario preannunciato e completate nell'arco di 24 ore dalla pubblicazione dell'annuncio alla comunicazione dei risultati. Ad esse può partecipare ogni controparte che soddisfi i criteri generali di idoneità. In linea di principio, tutte le istituzioni creditizie situate nell'area dell'euro sono potenzialmente controparti idonee dell'Eurosistema (cfr. riquadro 4.1).

Le aste standard

#### Le operazioni di rifinanziamento principali

Le funzioni delle operazioni di rifinanziamento principali

Come premesso, le operazioni di rifinanziamento principali sono le più importanti operazioni di mercato aperto condotte dall'Euro-

Le operazioni di rifinanziamento principali possono svolgersi sotto forma di asta a tasso fisso ovvero a tasso variabile. Nel primo caso, il tasso di interesse è stabilito preventivamente dal Consiglio direttivo e le controparti si limitano a indicare l'ammontare richiesto al tasso pre-

Le aste a tasso fisso e a tasso variabile

fissato. Nel secondo, esse specificano sia l'importo desiderato sia il tasso di interesse al quale sono disposte a effettuare l'operazione. Il Consiglio direttivo può fissare un tasso minimo di offerta, allo scopo di segnalare l'orientamento della politica monetaria.

In entrambe le procedure il Consiglio stabilisce il volume di liquidità da fornire. Nelle aste a tasso fisso ciò implica un'aggiudicazione con riparto, in proporzione al rapporto fra l'ammontare totale delle offerte presentate e quello della liquidità resa disponibile. Nelle aste a tasso variabile vengono soddisfatte per prime le offerte ai tassi più elevati e in seguito quelle a tassi via via più bassi, fino a esaurimento dell'ammontare previsto per l'operazione. Al tasso minimo ammesso, definito "tasso di interesse marginale", le offerte sono accolte *pro quota* in funzione dell'ammontare complessivo di liquidità assegnato. Per ciascun ammontare assegnato, il tasso di interesse di aggiudicazione è pari al tasso di interesse offerto.

L'utilizzo delle procedure d'asta dal 1999

Dall'inizio del 1999 a giugno 2000 l'Eurosistema ha condotto le operazioni di rifinanziamento principali sotto forma di aste a tasso fisso. Dal 27 giugno 2000 è stato adottato il sistema a tasso variabile con tasso minimo di offerta, utilizzando un metodo di aggiudicazione a tasso multiplo (asta di tipo americano). Il cambiamento è stato motivato da significativi eccessi di richiesta (*overbidding*) nelle operazioni di rifinanziamento principali a tasso fisso, conseguenti alla persistenza, nella prima parte del 2000, di un ampio divario fra i tas-

si del mercato monetario e il tasso fisso applicato alle operazioni. Tale divario, causato soprattutto da aspettative di ulteriori aumenti dei tassi di riferimento della BCE nella primavera di quell'anno, rendeva molto conveniente la raccolta di fondi presso la banca centrale e determinava quindi un significativo aumento delle richieste in asta da parte delle banche. In un'asta a tasso variabile queste non hanno invece alcun incentivo a presentare richieste in eccesso, poiché per ottenere un maggiore volume di liquidità dovrebbero pagare un prezzo più elevato.

Tuttavia un altro problema è emerso con il nuovo sistema d'asta. In alcuni casi infatti il volume complessivo delle richieste presentate in asta è risultato inferiore all'ammontare necessario per soddisfare regolarmente l'obbligo di riserva (*underbidding*). Poiché anche questi episodi hanno tratto origine dalle diffuse attese di variazione dei tassi, il Consiglio direttivo ha deciso di adeguare conseguentemente il proprio assetto operativo con effetto da marzo 2004 (cfr. riquadro 4.2).

Con il passaggio alle aste a tasso variabile l'Eurosistema ha iniziato ad annunciare ogni settimana il fabbisogno stimato di liquidità del sistema bancario per il periodo, fino al giorno precedente al regolamento della successiva operazione di rifinanziamento principale. La pubblicazione di questa stima è di ausilio alle controparti nella preparazione delle richieste. I fattori che determinano il fabbisogno di liquidità del sistema bancario sono descritti nella sezione 4.6.

La pubblicazione del fabbisogno di liquidità

## Le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine

Le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine

Oltre alle operazioni settimanali di rifinanziamento principali, l'Eurosistema effettua operazioni mensili di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a tre mesi, intese a fornire liquidità di più lungo periodo al sistema bancario. Ciò è ritenuto utile al fine di evitare che l'intera liquidità sul mercato monetario debba essere rinnovata ogni settimana od ogni due settimane. Anche queste operazioni sono condotte come aste standard a livello decentrato e vi possono accedere tutte le controparti che soddisfano i criteri generali di idoneità (cfr. riquadro 4.1).

L'Eurosistema non fissa i tassi di interesse

Poiché non si è ritenuto opportuno influenzare i tassi del mercato monetario in più di un punto della struttura per scadenze, l'Eurosistema non fissa tassi di riferimento per le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine. Per non disturbare il segnale proveniente dalle operazioni di rifinanziamento principali, le aste si svolgono secondo il sistema a tasso variabile, con volumi di aggiudicazione preannunciati. Il Consiglio direttivo indica anticipatamente gli importi di volta in volta assegnati.

L'immissione di liquidità aggiuntiva

In media, da gennaio 1999 a giugno 2003 le operazioni a più lungo termine hanno rappresentato il 26 per cento delle operazioni di mercato aperto in essere. Nei primi due mesi del 1999 esse sono state condotte mediante aste a tasso variabile con metodo di aggiudicazione a tasso unico, in cui tutte le offerte accolte sono aggiudicate al tasso d'interesse marginale. In seguito è stata applicata la procedura a tasso

multiplo, in cui le singole richieste sono soddisfatte al corrispondente tasso offerto.

## Le operazioni di regolazione puntuale

L'Eurosistema può inoltre effettuare operazioni di mercato aperto *ad hoc*, definite di regolazione puntuale. Tali operazioni non hanno né frequenza né scadenza standardizzata e possono essere utilizzate sia per immettere sia per assorbire liquidità. Esse mirano a regolare le condizioni di liquidità e ad influenzare i tassi di interesse del mercato monetario, in particolare ad attenuare gli effetti di fluttuazioni impreviste della liquidità sui tassi di interesse. Le operazioni di regolazione puntuale svolgono inoltre un ruolo importante nel sostenere il regolare funzionamento dei mercati e nel fornire liquidità in circostanze eccezionali, come quelle verificatesi in seguito agli attacchi terroristici dell'11 settembre 2001 negli Stati Uniti.

Le operazioni di regolazione puntuale

Le operazioni di regolazione puntuale possono assumere la forma di operazioni temporanee, operazioni definitive, *swap* in valuta e raccolta di depositi a tempo determinato (cfr. riquadro 4.3). Nondimeno, considerati gli altri strumenti usati dall'Eurosistema, il bisogno di ricorrere a queste operazioni è limitato. Alla fine di giugno 2003 l'Eurosistema aveva effettuato soltanto otto operazioni di questo tipo, in media meno di due all'anno.

Per via della loro finalità, le operazioni di regolazione puntuale sono normalmente condotte mediante aste "veloci", che si svolgono nell'arco di un'ora dal momento dell'annuncio a quello della comuni-

Aste veloci e procedure bilaterali



### Riquadro 4.3 Le tipologie di operazioni di mercato aperto

Le operazioni temporanee costituiscono il principale strumento di mercato aperto dell'Eurosistema e possono essere impiegate per ogni genere di intervento sulla liquidità. L'Eurosistema dispone di altri tre strumenti con i quali può effettuare operazioni di regolazione puntuale: le operazioni definitive, gli *swap* in valuta e la raccolta di depositi a tempo determinato. Infine, nel quadro delle operazioni di tipo strutturale, la BCE può emettere certificati di debito (cfr. tavola 4.1).

#### 1. Le operazioni temporanee

Mediante le operazioni temporanee l'Eurosistema acquista o vende attività stanziabili nella forma di contratti di vendita (acquisto) a pronti con patto di riacquisto (rivendita) a termine oppure eroga credito a fronte di attività idonee costituite in garanzia. Tale tipologia di strumenti è utilizzata per le operazioni di rifinanziamento principali e a più lungo termine. Inoltre, l'Eurosistema può ricorrervi per effettuare operazioni di tipo strutturale e di regolazione puntuale.

Nel caso in cui un'operazione temporanea assuma la forma di contratto pronti contro termine, la differenza fra il prezzo di vendita a pronti e quello di riacquisto a termine corrisponde al tasso di interesse dovuto per la durata dell'operazione sull'importo preso o dato in prestito (ossia il prezzo di riacquisto comprende l'interesse maturato). L'interesse a fronte di un'operazione effettuata sotto forma di prestito garantito è determinato applicando un tasso di interesse all'importo del credito per la durata dell'operazione stessa.

#### 2. Le operazioni definitive

Le operazioni definitive di mercato aperto consentono all'Eurosistema di acquistare o vendere a titolo definitivo attività idonee sul mercato. Tali operazioni vengono effettuate solo per finalità strutturali o di regolazione puntuale.

#### 3. Le operazioni di *swap* in valuta

Le operazioni di *swap* in valuta condotte a fini di politica monetaria consistono in transazioni simultanee a pronti e a termine di euro contro una valuta estera. Esse possono essere utilizzate a scopo di *fine-tuning*, principalmente col fine di regolare le condizioni di liquidità sul mercato e di controllare i tassi di interesse.

#### 4. La raccolta di depositi a tempo determinato

L'Eurosistema può invitare le controparti a collocare depositi a tempo determinato remunerati presso la BCN dello Stato membro in cui queste hanno sede. La raccolta di depositi a tempo determinato è prevista soltanto come strumento di regolazione puntuale inteso ad assorbire liquidità sul mercato.

#### 5. L'emissione di certificati di debito della BCE

La BCE può emettere certificati di debito con l'obiettivo di regolare la posizione strutturale dell'Eurosistema nei confronti del settore finanziario, in modo da creare o accrescere il fabbisogno di liquidità nel mercato.

cazione dei risultati. Esse possono anche essere eseguite con procedura bilaterale, in base alla quale l'Eurosistema effettua una transazione con una o più controparti senza ricorrere a meccanismi d'asta.

**Elevata  
flessibilità**

Data l'eventualità di dover reagire rapidamente a sviluppi inattesi sul mercato, è opportuno che l'Eurosistema disponga di ampia flessibilità nel determinare le caratteristiche delle operazioni di regolazione puntuale. Queste sono normalmente condotte a livello decentrato dalle BCN, ma il Consiglio direttivo può decidere, in circostanze eccezionali, che siano svolte direttamente dalla BCE. Per ragioni di ordine pratico, alle operazioni in questione può partecipare soltanto un numero ristretto di controparti selezionate.

### Le operazioni di tipo strutturale

**Le operazioni di  
tipo strutturale**

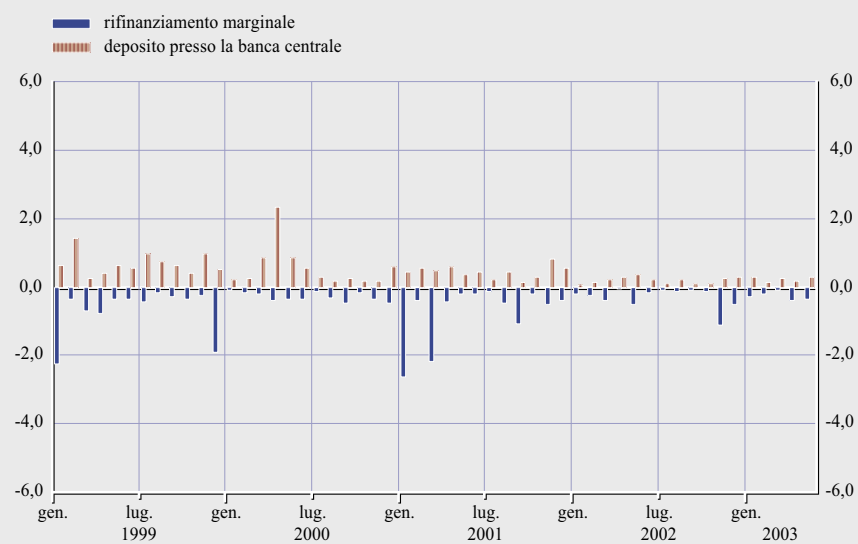
L'assetto operativo dell'Eurosistema prevede inoltre la possibilità di

condurre operazioni di tipo "strutturale", aventi lo scopo di correggere la posizione strutturale di liquidità dell'Eurosistema nei confronti del sistema bancario, ossia l'ammontare di liquidità a lungo termine presente nel mercato. In quest'ambito possono essere impiegate operazioni temporanee, operazioni definitive o emissioni di certificati di debito (cfr. riquadro 4.3). Alla fine di giugno 2003 l'Eurosistema non aveva ancora effettuato alcun intervento di questo tipo.

In linea di principio, le operazioni di tipo strutturale sono utilizzabili sia per immettere sia per assorbire liquidità con frequenza regolare o non regolare. Esse possono essere condotte mediante aste standard e avere scadenza non standardizzata. Infine, possono essere condotte a livello decentrato ed essere accessibili a tutte le controparti che soddisfano i criteri generali di idoneità.

**Figura 4.3 Ricorso alle operazioni su iniziativa delle controparti da gennaio 1999 a giugno 2003**

(media delle posizioni giornaliere durante il periodo di mantenimento; miliardi di euro)



Fonte: BCE.

#### 4.5 LE OPERAZIONI ATTIVABILI SU INIZIATIVA DELLE CONTROPARTI

Le operazioni di rifinanziamento marginale e di deposito presso la banca centrale ...

Come già spiegato, l'Eurosistema attua la politica monetaria anche fissando i tassi di interesse sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti. Questi strumenti possono avere la funzione di immettere liquidità *overnight* (operazioni di rifinanziamento marginale), ovvero di assorbirla (operazioni di deposito presso la banca centrale); tuttavia l'incentivo delle banche a farvi ricorso è alquanto limitato poiché i tassi applicati sono normalmente sfavorevoli rispetto a quelli di mercato.

... hanno un ruolo importante in circostanze eccezionali ...

La figura 4.3 mostra che nel periodo tra gennaio 1999 e giugno 2003 l'utilizzo medio giornaliero delle suddette operazioni è stato per lo più inferiore a un miliardo di euro. Ciò fornisce una riprova del fatto che esse servono a erogare o assorbire liquidità soltanto in circostanze eccezionali. Ne sono esempi l'introduzione dell'euro all'inizio del 1999 e il passaggio all'anno 2000, in concomitanza dei quali si può osservare un ricorso relativamente ampio al rifinanziamento marginale nei periodi di mantenimento terminati rispettivamente a febbraio 1999<sup>5)</sup> e a gennaio 2000.

... e al termine del periodo di mantenimento

La figura 4.4 illustra il profilo tipico dell'utilizzo delle operazioni su iniziativa delle controparti durante un periodo di mantenimento della riserva obbligatoria. Come si può notare, esso diventa massimo al termine del periodo, per via del meccanismo di mobilitazione della

riserva, che consente alle istituzioni creditizie di detenere posizioni giornaliera di liquidità deficitarie o eccedentarie e di posporre l'assolvimento dell'obbligo di riserva sino alla fine del periodo di mantenimento. Come già sottolineato, infatti, tale obbligo diviene vincolante soltanto l'ultimo giorno del periodo, quando non è più possibile compensare i deficit o le eccedenze con saldi di segno opposto.

#### 4.6 LIQUIDITÀ MESSA A DISPOSIZIONE DALLA BANCA CENTRALE E FABBISOGNO DEL SISTEMA BANCARIO

In sintesi, l'assetto operativo è l'insieme di strumenti e procedure utilizzato dalla BCE per controllare i tassi di interesse, regolare la liquidità del mercato monetario e segnalare l'orientamento della politica monetaria tramite i tassi di riferimento fissati dal Consiglio direttivo. Il sistema bancario dell'area dell'euro, soprattutto a causa del fabbisogno di banconote e dell'esigenza di assolvere l'obbligo di riserva, ha un deficit aggregato di liquidità e dipende dal rifinanziamento presso l'Eurosistema. In tali circostanze, quest'ultimo agisce da erogatore di liquidità e può pertanto orientare i tassi di interesse del mercato monetario e impartire impulsi monetari all'intera area.

L'interazione fra l'Eurosistema e il settore bancario può essere illustrata con l'ausilio del bilancio consolidato dell'Eurosistema. La tavola 4.3 presenta in forma semplificata

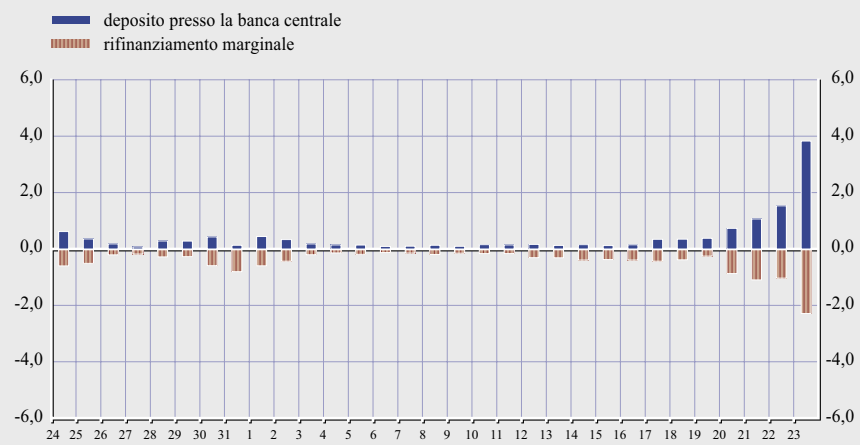
L'Eurosistema come erogatore di liquidità

Il bilancio consolidato dell'Eurosistema

5) Il primo periodo di mantenimento è stato più lungo del normale, essendo iniziato il 1° gennaio 1999 e terminato il successivo 23 febbraio.

**Figura 4.4 Ricorso alle operazioni su iniziativa delle controparti durante un periodo di mantenimento**

(media delle posizioni giornaliere da febbraio 1999 a giugno 2003; miliardi di euro)



Fonte: BCE.

uno schema di stato patrimoniale della banca centrale.

**Attivo** Dal lato dell'attivo compaiono le tre principali forme di erogazione di liquidità: "rifinanziamento delle istituzioni creditizie", "operazioni di rifinanziamento marginale" e "attività nette sull'estero". La prima voce rappresenta l'ammontare in essere delle operazioni di mercato aperto con cui viene immessa liquidità. Nel caso dell'Eurosistema essa comprende sempre le operazioni di rifinanziamento principali e quelle a più lungo termine, ed eventualmente le operazioni di regolazione puntuale e di tipo strutturale. La voce "operazioni di rifinanziamento marginale" concerne il credito *overnight* concesso dalla banca centrale alle istituzioni creditizie che fanno ricorso a questo tipo di meccanismo. Le "attività nette sull'estero" rappresentano il valore delle attività in valuta estera detenute dalla banca centrale, al netto delle passività della stessa denominate in valuta estera.

Dal lato del passivo figurano cinque voci principali: "disponibilità delle istituzioni creditizie sui conti correnti", "depositi presso la banca centrale", "banconote in circolazione", "depositi delle amministrazioni pubbliche" e "altri fattori (saldo netto)". La prima voce, anche denominata "riserve bancarie", si riferisce ai saldi detenuti dalle istituzioni creditizie presso la banca centrale per regolare le obbligazioni di pagamento derivanti dalle transazioni interbancarie e per assolvere l'obbligo di riserva. La voce "depositi presso la banca centrale" corrisponde all'ammontare totale dei depositi *overnight* accesi su iniziativa delle controparti. Alla voce "banconote in circolazione", che costituisce solitamente la maggiore componente del passivo, figura il valore complessivo delle banconote messe in circolazione dalla banca centrale su richiesta delle istituzioni creditizie. La voce "depositi delle amministrazioni pubbliche" rispecchia l'esistenza di disponibilità sui conti detenuti

**Passivo**

**Tavola 4.3 Struttura del bilancio della banca centrale**

Un bilancio standardizzato della banca centrale:	
Attivo	Passivo
Rifinanziamento delle istituzioni creditizie	Disponibilità delle istituzioni creditizie sui conti correnti (riserve)
Operazioni di rifinanziamento marginale	Operazioni di deposito presso la banca centrale
Attività nette sull'estero	Banconote in circolazione
	Depositi delle amministrazioni pubbliche
	Altri fattori (saldo netto)
Può essere ricomposto nel modo seguente:	
Offerta di liquidità mediante le operazioni di politica monetaria	
"Rifinanziamento delle istituzioni creditizie"	
più "Operazioni di rifinanziamento marginale"	
meno "Operazioni di deposito presso la banca centrale"	
è uguale a	
Fattori autonomi	
"Banconote in circolazione"	
più "Depositi delle amministrazioni pubbliche"	
meno "Attività nette sull'estero"	
più "Altri fattori (saldo netto)"	
più	
Riserve	
"Disponibilità delle istituzioni creditizie sui conti correnti"	

dalle Tesorerie nazionali presso le BCN. Infine, la voce "altri fattori (saldo netto)" è una posta residuale in cui confluiscono le restanti partite dello stato patrimoniale.

**Offerta e domanda di liquidità**

In termini contabili, il totale delle attività deve necessariamente uguagliare quello delle passività. Al fine di comprendere il modo in cui opera una banca centrale può essere utile scindere lo stato patrimoniale in tre componenti, come indicato dalle tre sezioni inferiori nella tavola 4.3.

Come illustrato nella tavola, l'ammontare netto di liquidità effettivamente erogato dalla banca centrale alle istituzioni creditizie è dato

dalla somma di due componenti. La prima è costituita dai "fattori autonomi" ("banconote in circolazione" più "depositi delle amministrazioni pubbliche" meno "attività nette sull'estero" più "altri fattori (saldo netto)", i quali rappresentano l'effetto netto delle residue voci di bilancio sulla liquidità del mercato monetario). Tali fattori, che influiscono sulla liquidità del sistema bancario, sono denominati "autonomi" nel gergo delle banche centrali in quanto di regola non derivano dall'impiego di strumenti di politica monetaria <sup>6)</sup>.

La seconda componente è rappresentata dalle "riserve bancarie"

6) Alcuni dei fattori autonomi non sono soggetti al controllo delle autorità monetarie ("banconote in circolazione" e "depositi delle amministrazioni pubbliche"). Altri, come le "attività nette sull'estero", possono invece essere controllati, ma le operazioni concernenti queste attività non sono di regola collegate alla politica monetaria (fatta eccezione per gli swap in valuta; cfr. riquadro 4.3).

**Tavola 4.4 Contributi alla liquidità del sistema bancario**

(consistenze medie giornaliere dal 24 maggio al 23 giugno 2003; miliardi di euro)

	<b>Immissione di liquidità (attività)</b>	<b>Assorbimento di liquidità (passività)</b>	<b>Contributo netto</b>
<b>Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema</b>			
Operazioni di rifinanziamento principali	194,7	–	+ 194,7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	45,0	–	+ 45,0
Altre operazioni di mercato aperto	0,0	0,0	0,0
Operazioni su iniziativa delle controparti	0,4	0,3	+ 0,1
Totale (a)	240,1	0,3	+ 239,8
<b>Fattori autonomi influenti sulla liquidità del sistema bancario</b>			
Banconote in circolazione	–	373,2	- 373,2
Depositi delle amministrazioni pubbliche presso l'Eurosistema	–	52,6	- 52,6
Attività nette sull'estero	331,3	–	+ 331,3
Altri fattori (saldo netto)	–	13,2	- 13,2
Totale (b)	331,3	439,0	- 107,7
<b>Riserve = disponibilità delle istituzioni creditizie sui conti correnti presso l'Eurosistema</b>			
Riserve obbligatorie (c)			131,5
Riserve in eccesso (d)			0,6
Totale (a)+(b), (c)+(d)			132,1

Fonte: BCE.

(“disponibilità delle istituzioni creditizie sui conti correnti”). La somma dei fattori autonomi e delle riserve bancarie è uguale alla liquidità offerta attraverso le operazioni di politica monetaria (“rifinanziamento delle istituzioni creditizie” più “operazioni di rifinanziamento marginale” meno “depositi presso la banca centrale”).

delle controparti e di altro tipo (ad esempio le operazioni di regolazione puntuale) mostrano un'incidenza soltanto marginale.

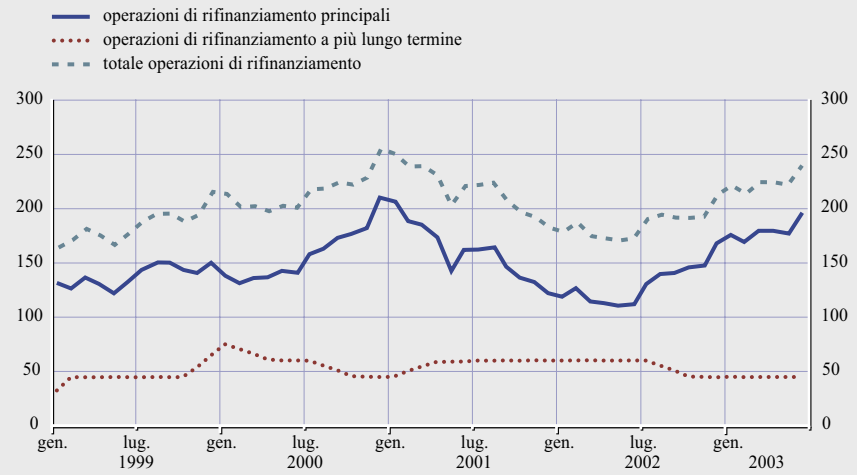
La seconda parte della tavola 4.4 evidenzia i “fattori autonomi”. L'effetto di assorbimento di liquidità prodotto da questi fattori deriva principalmente dalle banconote in circolazione e dai depositi delle amministrazioni pubbliche presso l'Eurosistema. Le banconote in circolazione agiscono in tal senso poiché per ottenerle le istituzioni creditizie devono ricorrere al credito della banca centrale. Un effetto di segno contrario risulta invece dalle attività nette sull'estero detenute dall'Eurosistema. Gli acquisti di tali attività comportano infatti un'immissione di liquidità nel sistema bancario, riducendo corrispondentemente la necessità di utilizzare le operazioni di politica

**Contributo delle voci principali**

Passando da questa analisi schematica al bilancio effettivo dell'Eurosistema, la tavola 4.4 mostra il contributo fornito dalle suddette voci principali alla liquidità del sistema bancario nel periodo di mantenimento compreso fra il 24 maggio e il 23 giugno 2003. Gran parte della liquidità è stata erogata mediante le operazioni di rifinanziamento principali. Un volume relativamente importante è stato immesso tramite le operazioni a più lungo termine, mentre le operazioni su iniziativa

**Figura 4.5 Ammontare in essere delle operazioni di rifinanziamento principali e a più lungo termine**

(media delle posizioni giornaliere durante il periodo di mantenimento; miliardi di euro)



Fonte: BCE.

monetaria a questo fine. Le riserve obbligatorie hanno un effetto di sottrazione di liquidità di entità analoga a quello prodotto dall'insieme dei fattori autonomi. La differenza fra le disponibilità delle istituzioni creditizie sui conti correnti presso l'Eurosistema e l'ammontare delle riserve dovute costituisce le "riserve in eccesso" (che in generale sono collocate su livelli molto bassi, intorno allo 0,5 per cento in rapporto alle riserve obbligatorie).

L'importanza relativa dei fattori di immissione ...

Le figure 4.5 e 4.6 mostrano l'evoluzione dei principali fattori di immissione e di assorbimento di liquidità da gennaio del 1999 a giugno del 2003. Il primo grafico evidenzia come la maggior parte della liquidità sia stata erogata mediante le operazioni di rifinanziamento principali, a conferma del ruolo fondamentale svolto da questo strumento di politica monetaria. Un contributo addizionale è provenuto dalle operazioni a più lungo termine, il cui importo è variato fra 45 e 75 miliardi di euro nel periodo in esame.

La figura 4.6 illustra l'andamento dei due principali fattori che determinano un deficit strutturale di liquidità nel sistema bancario. Alla riserva obbligatoria è ascrivibile, in generale, oltre la metà del fabbisogno totale di liquidità delle banche. L'assorbimento complessivo di liquidità dovuto ai fattori autonomi ha mostrato invece una maggiore variabilità, in particolare per effetto della notevole contrazione delle banconote in circolazione nel periodo precedente all'introduzione del contante in euro (gennaio 2002) e del loro successivo recupero.

... e di assorbimento della liquidità

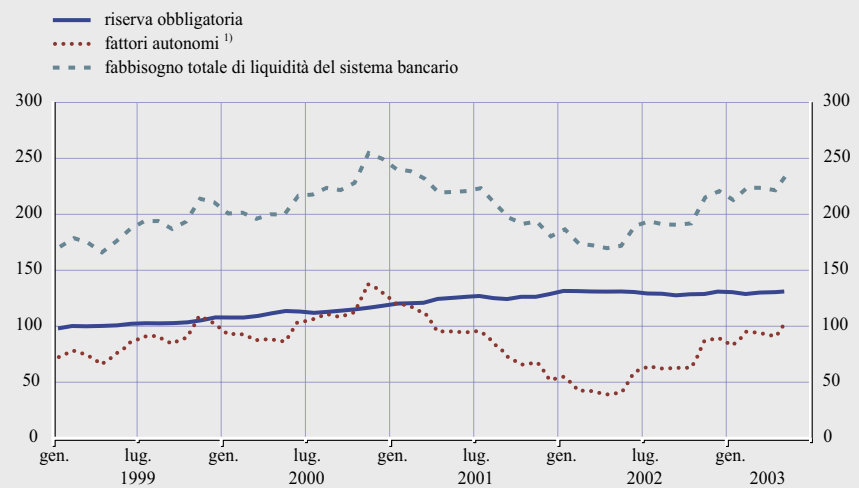
#### 4.7 L'ESPERIENZA DA GENNAIO 1999 A GIUGNO 2003

L'assetto operativo dell'Eurosistema ha funzionato bene fin dall'inizio del 1999, consentendo generalmente alla BCE di gestire in modo ordinato le condizioni di liquidità e i tassi di interesse a breve termine. Fanno eccezione occasionali episodi di carenza, ovvero di eccesso di ri-

Bassa volatilità dei tassi di interesse a breve

**Figura 4.6 Riserva obbligatoria e fattori autonomi di liquidità**

(media delle posizioni giornaliere durante il periodo di mantenimento; miliardi di euro)



Fonte: BCE.

1) Comprendono le banconote in circolazione più i depositi delle amministrazioni pubbliche più altri fattori meno le attività nette sull'estero.

chieste in sede d'asta (*underbidding* o *overbidding*). Nei primi anni della Terza fase dell'UEM la volatilità media dei tassi a breve del mercato monetario dell'area dell'euro si è mantenuta modesta rispetto ai correnti livelli internazionali. Questo risultato è stato raggiunto ricorrendo solo marginalmente alle operazioni di regolazione puntuale, ma quasi interamente mediante la combinazione del regime di riserva obbligatoria con facoltà di mobilitazione e delle operazioni settimanali di mercato aperto.

Oltre a favorire un'efficiente trasmissione degli impulsi monetari all'economia, la stabilità delle condizioni del mercato monetario rispecchia un elevato grado di fiducia nelle capacità operative e di gestione della liquidità della banca centrale.

Le operazioni di rifinanziamento principali, effettuate mediante aste a tasso fisso fino al giugno 2000,

hanno permesso di segnalare in modo chiaro l'orientamento di politica monetaria. Questo giudizio positivo vale anche per la procedura a tasso variabile con tasso minimo di offerta adottata successivamente, che ha operato in modo soddisfacente, come indica il differenziale relativamente modesto fra il tasso marginale di aggiudicazione e il tasso minimo di offerta. Sotto entrambi i regimi, inoltre, la volatilità dei tassi a breve del mercato monetario è stata mantenuta su livelli bassi.

In conclusione, con il ricorso alle operazioni di rifinanziamento principali settimanali e alle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine mensili, l'assetto operativo ha conseguito il duplice obiettivo di fornire liquidità a più lungo termine alle istituzioni creditizie e di assicurare all'Eurosistema la flessibilità necessaria per regolare con sufficiente precisione l'andamento della liquidità nel breve periodo.

**La flessibilità dell'assetto operativo**

**Chiari segnali sull'orientamento della politica monetaria**



Esso si è inoltre dimostrato robusto nel far fronte a una serie di eventi di natura eccezionale, quali il passaggio all'anno 2000 e gli attacchi terroristici dell'11 settembre 2001, dando prova di un elevato grado di flessibilità nell'adattarsi a circostanze impreviste.

## 5 L'ESPERIENZA DEI PRIMI ANNI DI CONDUZIONE DELLA POLITICA MONETARIA UNICA

Il presente capitolo illustra il modo in cui è stata condotta la politica monetaria nell'area dell'euro tra il 1999 e la metà del 2003. Durante questo periodo l'area dell'euro ha dovuto fronteggiare molteplici shock economici, diversi per natura, portata e durata. In questo contesto, il Consiglio direttivo della BCE ha chiaramente incentrato le proprie decisioni di politica monetaria sull'esigenza di mantenere la stabilità dei prezzi nel medio termine.

### 5.1 INTRODUZIONE

Il mantenimento della stabilità dei prezzi nel medio termine come obiettivo prioritario

Dall'avvio della Terza fase dell'Unione economica e monetaria (UEM) nel 1999, la conduzione della politica monetaria nell'area dell'euro è stata guidata dall'obiettivo prioritario di mantenere la stabilità dei prezzi nel medio termine. Nel valutare i rischi per la stabilità dei prezzi nell'area, il Consiglio direttivo si è avvalso sistematicamente del quadro di riferimento definito dalla propria strategia di politica monetaria, imperniato su un'analisi complessiva degli andamenti sia economici sia monetari nell'area dell'euro (cfr. capitolo 3).

Il cambiamento di frequenza delle riunioni del Consiglio direttivo in cui viene valutato l'orientamento di politica monetaria

Nei primi anni dell'Unione monetaria il Consiglio direttivo valutava l'indirizzo della politica monetaria in ciascuna delle sue riunioni quindicinali. Nel novembre del 2001, tuttavia, esso ha deciso che, a partire da quel momento, tale valutazione sarebbe stata condotta, di regola, soltanto nella prima riunione di ciascun mese. Venne pertanto annunciato che, normalmente, il Consiglio direttivo avrebbe assunto le decisioni sui tassi di interesse in quella riunione, mentre nella seconda avrebbe affrontato questioni connesse con gli altri compiti e responsabilità della BCE e dell'Eurosistema.

Per quanto concerne l'indirizzo impresso alla politica monetaria tra gennaio 1999 e giugno 2003, è possibile distinguere in linea di massima tre periodi (cfr. figura 4.1). Agli inizi del 1999 una combinazione di andamenti in atto già dall'anno precedente nei singoli paesi aderenti all'area dell'euro aveva accresciuto i rischi al ribasso per la stabilità dei prezzi nell'area nel suo complesso. Per contrastare tale situazione, ad aprile del 1999 il Consiglio direttivo decideva di abbassare il tasso fisso applicato alle operazioni di rifinanziamento principali al 2,5 per cento.

Successivamente, fra l'estate del 1999 e la fine del 2000, le spinte inflazionistiche si sono gradatamente intensificate, alimentate dalla forte crescita economica, dalle sempre maggiori pressioni dei prezzi all'importazione, collegate al rincaro del greggio e all'indebolimento del tasso di cambio dell'euro, e dalla sostenuta espansione monetaria. In questo contesto, fra novembre 1999 e ottobre 2000 il Consiglio direttivo innalzava progressivamente i tassi di riferimento della BCE di complessivi 225 punti base.

Dopo una fase di segnali contrastanti al volgere del 2000, nella primavera del 2001 indicazioni

È possibile distinguere tre periodi: dall'inizio della Terza fase fino all'estate del 1999, ...

... dall'estate del 1999 alla fine del 2000 ...

... e il periodo iniziato nella primavera del 2001

sempre più chiare suffragavano l'ipotesi di un progressivo allentamento delle spinte inflazionistiche. Le principali determinanti dell'andamento erano da individuare nella modesta espansione economica e nell'apprezzamento dell'euro in un contesto di marcata correzione dei mercati finanziari e di elevata incertezza geopolitica. Per rispondere a questi sviluppi, fra maggio 2001 e giugno 2003 il Consiglio direttivo riduceva gradualmente i tassi di riferimento, per un totale di 275 punti base. Le sfide con cui la politica monetaria unica si è confrontata nei primi quattro anni e mezzo della sua attuazione sono spiegati in maggior dettaglio nella sezione seguente.

## 5.2 GLI SVILUPPI SALIENTI

Il processo di convergenza precedente la Terza fase dell'UEM si è positivamente concluso il 1° gennaio 1999 con il trasferimento della responsabilità della politica mone-

taria nell'area dell'euro alla BCE. La raggiunta stabilità dei prezzi nei paesi partecipanti all'area consentiva al Consiglio direttivo di iniziare ad operare in una fase di tassi di interesse già molto modesti. Il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali veniva fissato al 3 per cento; quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e di deposito presso la banca centrale rispettivamente al 4,5 e al 2 per cento. Questi valori sono stati annunciati il 22 dicembre 1998, in seguito a un'azione coordinata di riduzione dei tassi condotta il 3 dicembre dalle BCN dei primi paesi che avrebbero adottato la moneta unica.

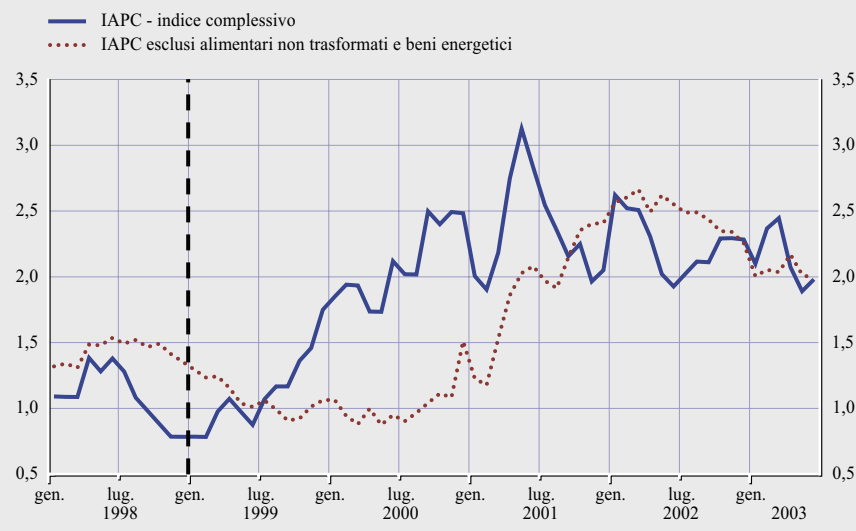
Nel primo trimestre del 1999 la dinamica dei prezzi rimaneva molto contenuta, principalmente per gli effetti di precedenti shock positivi dal lato dell'offerta connessi, in particolare, al calo delle quotazioni petrolifere e alla deregolamentazione nel settore dei servizi. Agli

Agli inizi del 1999 sussistevano rischi al ribasso per la stabilità dei prezzi

Il trasferimento della responsabilità della politica monetaria alla BCE

Figura 5.1 Inflazione misurata sullo IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: Eurostat.

inizi del 1999 l'inflazione misurata sullo IAPC era inferiore all'1 per cento (cfr. figura 5.1). In tale contesto di bassa inflazione, l'indebolimento della domanda esterna, risultante sia dalla crisi asiatica dell'autunno 1997, sia dal calo di fiducia connesso alle turbolenze finanziarie innescate dalla crisi russa dell'estate 1998, ha fatto emergere rischi verso il basso per la crescita dell'attività. Appariva pertanto sempre più chiaro che i rischi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo erano orientati verso il basso. Nel contempo, tuttavia, alcuni indicatori parevano puntare nella direzione opposta. La fiducia dei consumatori continuava a collocarsi su livelli relativamente elevati, nonostante il rallentamento dell'attività. Da metà febbraio inoltre i corsi petroliferi avevano iniziato a salire, mentre l'euro si era indebolito lievemente in termini effettivi nella prima parte dell'anno (cfr. figura 5.2). In quello stesso periodo,

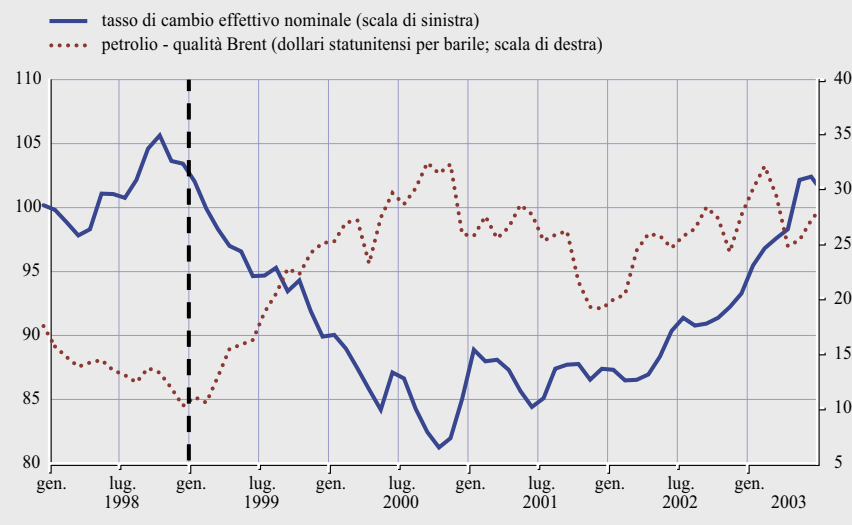
infine, i prestiti al settore privato registravano un tasso di crescita sui dodici mesi pari a circa il 10 per cento (cfr. figura 5.3), e anche M3 cresceva a un ritmo chiaramente superiore al valore di riferimento del 4½ per cento stabilito dalla BCE (cfr. figura 5.4). Non si ritenne tuttavia che gli andamenti monetari correnti implicassero rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi, in parte perché gli scostamenti dal valore di riferimento non risultavano né significativi, né prolungati.

Alla luce di tali considerazioni, l'8 aprile 1999 il Consiglio decideva di ridurre di 50 punti base il tasso di rifinanziamento principale portandolo al 2,5 per cento. Nel contempo abbassava al 3,5 per cento il tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale e all'1,5 per cento quello sui depositi presso la banca centrale. Queste decisioni erano ritenute una misura precauzionale appropriata al fine di preservare la

I tassi di riferimento della BCE venivano abbassati nell'aprile del 1999

**Figura 5.2 Tasso di cambio effettivo nominale dell'euro e prezzi del petrolio**

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



Fonti: BCE e Reuters.

**Figura 5.3 Moneta M1 e prestiti al settore privato**

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

stabilità dei prezzi nel medio periodo.

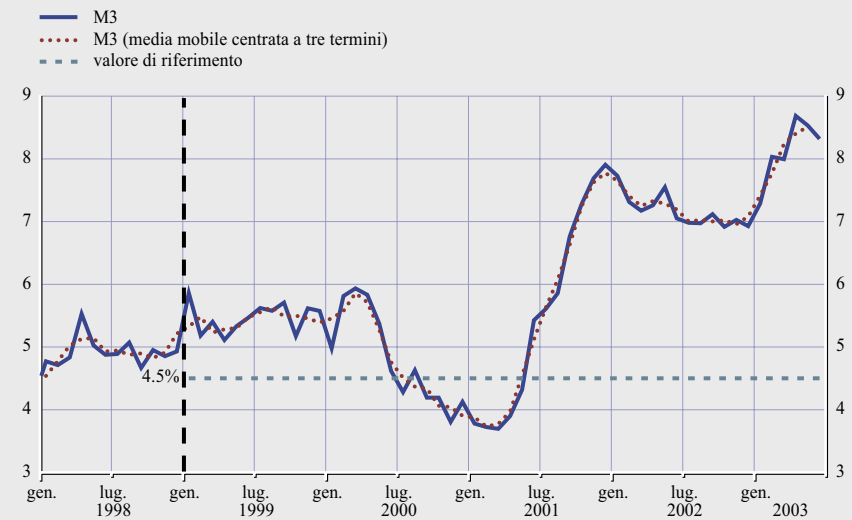
più deciso il delinarsi di una ripresa (cfr. figura 5.5), e dall'estate del 1999 diveniva chiaro che la crescita economica era destinata ad aumentare sensibilmente nella seconda parte dell'anno e nel 2000.

In seguito, la maggior parte degli indicatori dell'economia reale hanno iniziato a segnalare in modo sempre

**Il graduale miglioramento del quadro economico dalla metà del 1999 ...**

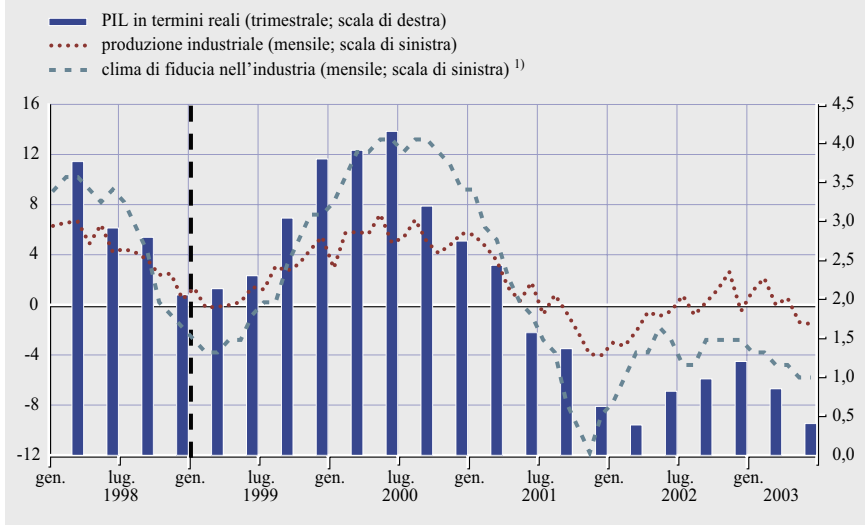
**Figura 5.4 Crescita della moneta M3 e valore di riferimento**

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

**Figura 5.5 PIL, produzione industriale e clima di fiducia delle imprese industriali nell'area dell'euro**



Fonti: Eurostat e Indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese.  
1) Scostamenti rispetto alla media calcolata dal gennaio 1985.

... le accresciute spinte sui prezzi provenienti dai prezzi all'importazione ...

In questo contesto, l'evoluzione dei prezzi all'importazione ha condotto a crescenti pressioni sui prezzi nell'area dell'euro. Nel mercato internazionale del petrolio gli andamenti sia della domanda che dell'offerta determinavano un costante rialzo dei corsi tra la metà del 1999 e la fine del 2000, mentre il cambio dell'euro subiva un significativo deprezzamento. In quel periodo, come conseguenza di questi andamenti, l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC risaliva gradatamente, raggiungendo valori al di sopra del 2 per cento, limite superiore indicato dalla definizione di stabilità dei prezzi della BCE. Al tempo stesso le misure dell'inflazione armonizzata al netto dei prezzi degli alimentari non trasformati e dei beni energetici rimanevano su livelli relativamente modesti, nonostante i ritmi di espansione economica alquanto sostenuti. Nondimeno, aumentava la preoccupazione che le pressioni inflazionistiche originate dai prezzi

all'importazione potessero generare effetti secondari attraverso la dinamica salariale e il processo di determinazione dei prezzi, e far così aumentare le attese di inflazione a lungo termine del pubblico (cfr. figura 5.6).

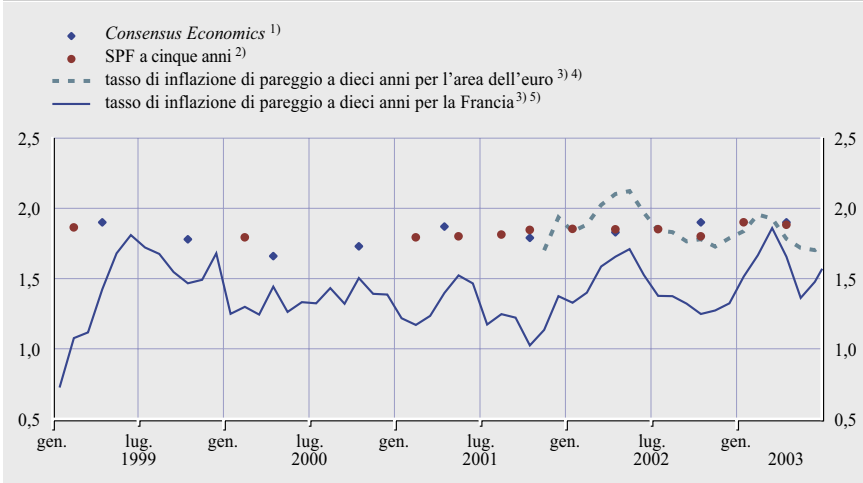
Un ulteriore motivo di preoccupazione scaturiva dalla significativa crescita sui dodici mesi della moneta, aumentata costantemente tra la fine del 1999 e gli inizi del 2000 fino a raggiungere tassi superiori al 6 per cento. La protratta espansione monetaria indicava il progressivo accumularsi di un'ampia liquidità nell'area. Infine, il tasso di variazione sui dodici mesi dei prestiti al settore privato continuava a collocarsi intorno al 10 per cento.

In considerazione del quadro generale, tra novembre 1999 e ottobre 2000 il Consiglio direttivo interveniva in varie riprese innalzando i tassi di riferimento della BCE

... e il radicarsi dell'espansione monetaria ...

... inducevano la BCE ad aumentare gradualmente i tassi di riferimento

**Figura 5.6 Indicatori delle aspettative di inflazione a lungo termine nell'area dell'euro**



Fonti: Ministero del Tesoro francese, Reuters, *Consensus Economics* e BCE.

- 1) Inchiesta presso importanti esperti di previsioni finanziarie ed economiche pubblicata da *Consensus Economics Inc.* Questa misura delle aspettative di inflazione a lungo termine si riferisce al tasso di inflazione sui dodici mesi atteso in un orizzonte temporale futuro compreso fra sei e dieci anni.
- 2) *Survey of Professional Forecasters*. Indagine condotta dalla BCE presso esperti di istituzioni situate nell'Unione europea per raccogliere le aspettative, su orizzonti temporali distinti, riguardo a diverse variabili.
- 3) Il tasso di inflazione di pareggio rispecchia il valore medio delle aspettative di inflazione sull'orizzonte fino alla scadenza dell'obbligazione indicizzata. È desunto dalla differenza fra il rendimento nominale di un'obbligazione non indicizzata e il rendimento reale di un'obbligazione indicizzata a un tasso di inflazione, emesse dallo stesso emittente e con scadenze analoghe.
- 4) Titolo emesso dal Tesoro francese indicizzato all'IPC francese (al netto dei prezzi del tabacco).
- 5) Titolo emesso dal Tesoro francese indicizzato allo IAPC dell'area dell'euro (al netto dei prezzi del tabacco).

per complessivi 225 punti base. A seguito di tali interventi il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali <sup>1)</sup> si collocava al 4,75 per cento, e i tassi di interesse sui depositi presso la banca centrale e sulle operazioni di rifinanziamento marginale erano rispettivamente del 3,75 e del 5,75 per cento.

**L'intervento sul mercato dei cambi nell'autunno del 2000**

Per effetto della prolungata flessione subita dalla fine del 1998, il tasso di cambio dell'euro si era discostato sempre più da un livello coerente con la condizione di solidità delle variabili economiche fondamentali dell'area, rischiando di generare disallineamenti rilevanti che avrebbero avuto ripercussioni sfavorevo-

li per l'economia mondiale e per la stabilità dei prezzi nell'area stessa. Il 22 settembre 2000, su iniziativa della BCE, il problema dell'indebolimento dell'euro veniva affrontato a livello di G7 mediante un intervento concertato sui mercati valutari con le autorità monetarie di Stati Uniti, Giappone, Regno Unito e Canada. A seguito di questa azione e di un ulteriore intervento della BCE agli inizi di novembre, la tendenza discendente del tasso di cambio dell'euro si interrompeva verso la fine del 2000.

Agli inizi del 2001, sospinta dall'aumento dei prezzi degli alimentari non trasformati causato dalle epidemie negli allevamenti di bestiame, l'inflazione sui dodici mesi

**L'inflazione al consumo continuava a salire agli inizi del 2001**

1) Nel giugno del 2000 la BCE è passata da un sistema di asta a tasso fisso a un sistema a tasso variabile con tasso minimo di offerta per le operazioni di rifinanziamento principali.

misurata sullo IAPC saliva ulteriormente, raggiungendo in maggio il livello massimo del 3,4 per cento (successivamente rivisto al ribasso al 3,1 per cento). Al tempo stesso accelerava la dinamica dei salari, contribuendo a un aumento dell'inflazione al netto della componente energetica e di quella dei beni alimentari non trasformati.

Alla fine del 2000 e nel 2001 emergevano segnali di indebolimento dell'attività economica, ...

Queste pressioni di breve periodo sui prezzi risultavano in un certo qual modo in contrasto con gli andamenti dell'economia reale. Già al volgere del 2000 l'attività mondiale mostrava segnali di debolezza. Le prime indicazioni di un rallentamento negli Stati Uniti, manifestatesi dopo i forti ribassi delle quotazioni azionarie dai picchi di inizio 2000, e il deterioramento della situazione in Giappone, determinavano una crescente incertezza sulle prospettive della crescita economica mondiale.

... anche nell'area dell'euro, ...

Segnali di rallentamento emergevano anche nell'area dell'euro agli inizi del 2001. L'insieme delle previsioni disponibili annunciavano, già a fine 2000, che nel prosieguo del 2001 la crescita del PIL in termini reali sarebbe gradualmente calata verso livelli sostanzialmente in linea con la crescita tendenziale del prodotto potenziale. Inoltre, in un contesto di deterioramento delle prospettive economiche internazionali, i rischi per queste previsioni divenivano sempre più orientati verso il basso.

... e rallentava la moneta

Agli inizi del 2001 proseguiva il rallentamento di M3, il cui tasso di variazione sui dodici mesi si manteneva al di sotto del valore di riferimento. L'andamento era da ricondurre alla considerevole decelerazione delle componenti più liquide

incluse nell'aggregato ristretto M1, connessa presumibilmente all'innalzamento dei tassi d'interesse di riferimento della BCE da novembre del 1999. Dagli inizi del 2001 si osservava altresì una moderazione del ritmo di crescita sui dodici mesi dei prestiti al settore privato.

Nel complesso, sia gli andamenti monetari che le più deboli prospettive di crescita economica segnalavano un'attenuazione delle pressioni inflazionistiche. In questo contesto, il Consiglio direttivo decideva due riduzioni di 25 punti base dei tassi di riferimento della BCE, rispettivamente il 10 maggio e il 30 agosto 2001.

Il Consiglio direttivo riduceva i tassi di interesse di riferimento a maggio 2001

Gli attacchi terroristici perpetrati l'11 settembre 2001 negli Stati Uniti, accrescendo l'incertezza economica e intaccando il clima di fiducia, rappresentavano un fattore potenziale di rafforzamento della tendenza all'indebolimento dell'attività economica. Tali sviluppi, unitamente al peggioramento delle prospettive di crescita in atto nell'area da prima degli attentati, ampliavano i rischi verso il basso per la crescita economica, facendo per contro ritenere che si sarebbero attenuate le pressioni inflazionistiche. A conclusione di una riunione straordinaria tenuta in teleconferenza il 17 settembre, il Consiglio direttivo riduceva i tassi di riferimento della BCE di 50 punti base, agendo di concerto con mosse analoghe del Federal Reserve System statunitense e di altre banche centrali nel mondo. Tale decisione ha rappresentato una risposta eccezionale a circostanze eccezionali e ha riflesso la convinzione che a fronte di uno shock comune di natura glo-

Gli attacchi terroristici negli Stati Uniti infliggevano uno shock fortissimo all'economia mondiale



bale si rendesse necessaria un'azione tempestiva e concertata.

**Dopo l'11 settembre 2001 le pressioni inflazionistiche continuavano a diminuire ...**

In seguito agli attentati dell'11 settembre, appariva sempre più chiaro che l'attività economica nell'area dell'euro sarebbe rimasta modesta nella seconda metà del 2001 e agli inizi del 2002. Al tempo stesso venivano gradatamente meno le forti spinte al rialzo impresse ai prezzi sia dall'aumento delle quotazioni petrolifere e dal deprezzamento del tasso di cambio dell'euro nel 1999 e nel 2000, sia dal rincaro dei prodotti alimentari agli inizi del 2001.

**... mentre si accresceva la domanda di attività liquide in presenza di un'elevata incertezza**

La forte espansione monetaria non veniva giudicata un'indicazione della presenza di rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi. Infatti, la protratta flessione dei corsi azionari dai livelli massimi degli inizi del 2000 sembrava aver indotto molti investitori a effettuare riallocazioni di portafoglio a favore di attività a breve termine più liquide e sicure. Questa tendenza si era ulteriormente radicata dopo gli attacchi dell'11 settembre e il conseguente acuirsi dell'incertezza sui mercati finanziari. Anche il rallentamento dei prestiti al settore privato faceva diminuire i timori di pressioni al rialzo sui prezzi sul finire del 2001.

**I tassi di riferimento venivano ulteriormente ridotti a novembre 2001**

Alla luce di questi sviluppi, i tassi di riferimento della BCE venivano abbassati di ulteriori 50 punti base l'8 novembre 2001. Il tasso minimo di offerta applicato alle operazioni di rifinanziamento principali veniva portato al 3,25 per cento, e i tassi d'interesse sui depositi presso la banca centrale e sulle operazioni di

rifinanziamento marginale al 2,25 e al 4,25 per cento, rispettivamente.

Nei primi mesi del 2002 i rischi verso il basso per la crescita economica connessi agli attacchi dell'11 settembre sembravano attenuarsi; taluni indicatori segnalavano una ripresa dell'attività economica per l'area dell'euro e, in generale, per l'economia mondiale. Nell'area dell'euro si registrava un moderato recupero della crescita del PIL agli inizi del 2002. Tuttavia, sebbene l'aspettativa generale fosse che nella seconda metà del 2002 la crescita del prodotto reale sarebbe tornata in linea con quella potenziale, permaneva un'incertezza insolitamente marcata circa la forza della ripresa, non da ultimo a causa della protratta debolezza ed elevata volatilità dei mercati azionari.

Nella seconda metà del 2002 si sono intensificati i timori per le prospettive economiche. La ripresa risultava più debole di quanto atteso e, con l'acuirsi delle tensioni geopolitiche in Medio Oriente, salivano anche i prezzi del greggio. Al contempo, la crescente sfiducia nell'attendibilità delle scritture contabili delle imprese e i dati sugli utili inferiori alle attese continuavano a gravare sulle quotazioni azionarie in un contesto di elevata volatilità. Tutti questi fattori determinavano ulteriori revisioni al ribasso delle aspettative sulla crescita economica nell'area dell'euro.

Nonostante il quadro descritto, nel 2002 l'inflazione misurata sullo IAPC rimaneva al di sopra del 2 per cento. L'andamento andava in parte ricondotto agli effetti delle avverse

**Agli inizi del 2002 le prospettive per l'attività economica parevano migliorare ...**

**... per deteriorarsi dopo l'estate**

**L'inflazione al consumo rimaneva relativamente elevata ...**

2) All'inizio della Terza fase dell'UEM il contante (banconote e monete) era ancora denominato nelle valute nazionali che sono confluite nell'euro. Le banconote e le monete in euro sono state immesse in circolazione il 1° gennaio 2002.

condizioni meteorologiche sui prezzi degli alimentari e al rincaro del petrolio. Qualche effetto al rialzo proveniva altresì dalla sostituzione del contante in euro<sup>2)</sup>, in particolare per alcuni servizi, sebbene l'impatto complessivo fosse stato lieve. Con riguardo alle prospettive per la stabilità dei prezzi a medio termine, destava una certa preoccupazione il fatto che le componenti meno volatili dell'inflazione si mantenessero alquanto elevate nonostante la debolezza dell'attività economica, e che la crescita dei salari nominali rimanesse relativamente vigorosa malgrado l'aumento della disoccupazione.

... sebbene numerosi elementi puntassero verso una diminuzione delle pressioni inflazionistiche nel medio periodo

Nondimeno, la debolezza dell'attività economica veniva considerata sempre più come il fattore che in ultimo avrebbe limitato i potenziali rischi verso l'alto per la stabilità dei prezzi poiché, dato il contesto, i rischi connessi alla dinamica salariale avevano minori probabilità di concretarsi. Alla riduzione delle pressioni inflazionistiche concorrevano inoltre l'apprezzamento registrato dal tasso di cambio dell'euro dalla primavera del 2002.

Nel 2002 e nel 2003 l'espansione monetaria si manteneva sostenuta

Nel 2002 e agli inizi del 2003 l'espansione monetaria restava sostenuta. Se da un lato l'andamento era ascrivibile, come nel 2001, alla pronunciata volatilità dei mercati finanziari e alla conseguente propensione degli investitori per le attività a breve termine più liquide e sicure, dall'altro, esso rifletteva altresì il livello relativamente basso dei tassi di interesse nell'area dell'euro nel 2002. Nondimeno, tenuto conto del contesto di debole attività economica prevalente nell'area e del protrarsi di una crescita moderata del credito, i rischi inflazionistici potenzialmen-

te connessi alla forte dinamica monetaria erano giudicati bassi.

Considerato il complesso di tali andamenti, fra dicembre 2002 e giugno 2003 il Consiglio direttivo riduceva ulteriormente i tassi di riferimento della BCE per complessivi 125 punti base. Fornendo un certo contrappeso ai diversi fattori che stavano incidendo negativamente sull'economia, questi interventi miglioravano le prospettive per la stabilità dei prezzi nel medio termine. A giugno del 2003 il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali si collocava pertanto al 2 per cento; i tassi sulle operazioni di finanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale venivano abbassati al 3 e all'1 per cento rispettivamente.

I tassi di riferimento venivano portati su livelli molto bassi

### 5.3 UNA VALUTAZIONE DELLA POLITICA MONETARIA NEL PERIODO CONSIDERATO

I primi anni della conduzione della politica monetaria unica si sono rivelati molto impegnativi in ragione della molteplicità e della diversità degli shock che hanno significativamente inciso sugli andamenti a breve termine dei prezzi. Ne sono esempi l'aumento delle quotazioni del petrolio, triplicate fra gli inizi del 1999 e la metà del 2000, il significativo deprezzamento del tasso di cambio dell'euro in quello stesso periodo e, nel 2001, il rincaro dei prodotti alimentari risultante da una serie di epidemie del bestiame. A fronte di queste potenziali fonti di pressione al rialzo sui prezzi, la politica monetaria aveva il compito fondamentale di evitare che tali sviluppi si trasmettessero alle attese di inflazione e generassero spirali salari-prezzi.

In un contesto difficile caratterizzato da pressioni inflazionistiche a breve termine ...

... la BCE ha agito  
in una prospettiva  
di medio periodo ...

Al tempo stesso, la politica monetaria ha dovuto reagire a questi shock con l'appropriato orientamento a medio termine, al fine di limitare la variabilità del prodotto. Tale orientamento ha implicato altresì un'analisi prospettica degli andamenti a breve termine dei prezzi in modo da poter agire opportunamente sulla loro evoluzione di più lungo periodo.

... consolidando  
la propria  
credibilità

Malgrado gli shock avversi, tra gennaio 1999 e giugno 2003 il tasso di inflazione misurato sullo IAPC per l'area dell'euro si è collocato in media su un livello solo lievemente superiore al 2 per cento, limite superiore nella definizione di stabilità dei prezzi della BCE. Va peraltro rilevato che dall'inizio del 1999 tutti gli indicatori delle aspettative

di inflazione a lungo termine nell'area si sono attestati quasi stabilmente su valori inferiori o prossimi al 2 per cento. Altrettanto degno di nota è che tale stabilità ha caratterizzato sia le fasi di spinte al rialzo sui prezzi, sia i periodi di pressioni al ribasso. Ciò vale non solo per le attese di inflazione a lungo termine rilevate dalle inchieste condotte da organismi privati, ma anche per le attese implicite nei rendimenti obbligazionari (cfr. figura 5.6). Queste sono indicazioni positive del fatto che, sin dal principio, la BCE è stata in grado di consolidare la propria credibilità e che essa ha saputo convincere il pubblico e i mercati della sua ferma volontà di onorare l'impegno assunto di mantenere la stabilità dei prezzi nel medio termine.

## APPENDICE

### CENNI STORICI – LE TRE FASI DELL’UNIONE ECONOMICA E MONETARIA (UEM)

Nel giugno 1988 il Consiglio europeo confermò l’obiettivo della progressiva realizzazione di un’unione economica e assegnò a un comitato guidato da Jacques Delors, all’epoca Presidente della Commissione europea, il mandato di elaborare un programma concreto per il suo conseguimento. Il Comitato era composto dai governatori delle banche centrali nazionali della Comunità europea, da Alexandre Lamfalussy, allora Direttore generale della Banca dei regolamenti internazionali, da Niels Thygesen e Miguel Boyer, in quegli anni rispettivamente Professore di economia a Copenaghen e Presidente del Banco Exterior de España. Il “Rapporto Delors”, redatto a conclusione dei lavori, proponeva di articolare la realizzazione dell’Unione economica e monetaria in tre fasi distinte.

#### La prima fase dell’UEM

Attenendosi alle raccomandazioni del Rapporto Delors, nel giugno 1989 il Consiglio europeo decise che la Prima fase della realizzazione dell’Unione economica e monetaria sarebbe iniziata il 1° luglio 1990, data in cui sarebbero state abolite, in linea di principio, tutte le restrizioni alla circolazione dei capitali tra gli Stati membri. Il Consiglio, con decisione del 12 marzo 1990, conferì inoltre maggiori responsabilità al Comitato dei governatori delle banche centrali degli Stati membri della Comunità economica europea, che dal momento della sua istituzione, nel maggio 1964, aveva svolto un ruolo di crescente importanza nel quadro della cooperazione monetaria. Le nuove responsabilità comprendevano lo svolgimento di consultazioni sulle politiche monetarie degli Stati membri e la promozione del coordinamento in tale ambito al fine di conseguire la stabilità dei prezzi. Dati lo scarso tempo disponibile e la complessità dei compiti da svolgere, il Comitato dei governatori avviò senza indugio i lavori preparatori per il completamento dell’Unione economica e monetaria (UEM). Inizialmente furono individuate tutte le questioni che andavano esaminate in via preliminare per poter elaborare un programma di lavoro entro la fine del 1993; quindi si definirono i mandati dei sottocomitati e dei gruppi di lavoro istituiti a tale scopo.

Per la realizzazione della Seconda e della Terza fase era necessario modificare il Trattato che istituisce la Comunità economica europea (“Trattato di Roma”), al fine di creare la necessaria infrastruttura istituzionale. Fu pertanto convocata una Conferenza intergovernativa sull’UEM, tenutasi nel 1991 parallelamente alla Conferenza intergovernativa sull’unione politica. L’esito dei negoziati fu il Trattato sull’Unione europea, approvato nel dicembre 1991 e firmato a Maastricht il 7 febbraio 1992. Esso emendava il Trattato che istituisce la Comunità economica europea (in seguito ride denominato “Trattato che istituisce la Comunità europea”) e conteneva, fra l’altro, il Protocollo sullo statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea e il Protocollo sullo Statuto dell’Istituto monetario europeo. Per via dei ritardi nel processo di ratifica, il Trattato di Maastricht entrò, tuttavia, in vigore soltanto il 1° novembre 1993.

### **La seconda fase dell'UEM: istituzione dell'IME e della BCE**

La creazione dell'Istituto monetario europeo (IME), il 1° gennaio 1994, segnò l'avvio della Seconda fase dell'UEM e determinò lo scioglimento del Comitato dei governatori. Il carattere transitorio dell'IME rifletteva lo stato di avanzamento dell'integrazione monetaria nella Comunità. L'Istituto non era responsabile della conduzione della politica monetaria dell'Unione europea, che rimaneva una prerogativa delle autorità nazionali, e non aveva competenza per effettuare operazioni in valuta.

Le due funzioni principali dell'IME erano:

- 1) rafforzare la cooperazione tra le banche centrali e il coordinamento delle politiche monetarie
- 2) svolgere i preparativi necessari per la costituzione del Sistema europeo di banche centrali (SEBC), per la conduzione della politica monetaria unica e per l'introduzione di una moneta comune nella Terza fase.

L'IME fu un consesso per la consultazione, il dibattito e lo scambio di informazioni su questioni di politica monetaria e definì il quadro regolamentare, organizzativo e logistico necessario affinché il SEBC potesse operare nella Terza fase.

Nel dicembre 1995 il Consiglio europeo decise di denominare "euro" l'unità monetaria europea che sarebbe stata introdotta con l'avvio della Terza fase dell'UEM e confermò che quest'ultima avrebbe avuto inizio il 1° gennaio 1999. Per la transizione all'euro fu preannunciato un calendario di eventi, basato essenzialmente su proposte formulate dall'IME. L'Istituto aveva inoltre il compito di predisporre le future relazioni monetarie e di cambio tra l'area dell'euro e gli altri paesi dell'Unione europea. Nel dicembre 1996 l'IME presentò al Consiglio europeo un rapporto che costituì la base di una risoluzione, adottata da quest'ultimo nel giugno 1997, sui principi e sugli elementi fondamentali dei nuovi Accordi europei di cambio (AEC II).

Nel dicembre 1996 l'IME presentò al Consiglio europeo, e successivamente al pubblico, i disegni selezionati per la serie di banconote in euro da immettere in circolazione il 1° gennaio 2002.

Al fine di integrare e precisare le disposizioni del Trattato, il Consiglio europeo adottò nel giugno 1997 il Patto di stabilità e crescita, che comprende due regolamenti ed è volto a garantire la disciplina di bilancio nell'ambito dell'UEM. Una dichiarazione del Consiglio del maggio 1998 completava il Patto e ne ampliava gli impegni.

Il 2 maggio 1998 il Consiglio dell'Unione europea nella composizione dei capi di Stato o di governo decise all'unanimità che 11 Stati membri dell'UE (Belgio, Germania, Spagna, Francia, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia) soddisfacevano le condizioni necessarie per l'adozione della moneta unica, prevista per il 1° gennaio 1999. Questi Stati pertanto avrebbero partecipato alla terza fase

dell'UEM. I capi di Stato o di governo raggiunsero inoltre un accordo in merito alle personalità che, su raccomandazione dello stesso Consiglio, sarebbero stati nominati membri del Comitato esecutivo della Banca centrale europea (BCE).

Allo stesso tempo i ministri finanziari degli Stati membri che avevano adottato la moneta unica, insieme ai governatori delle rispettive banche centrali nazionali, alla Commissione europea e all'IME, decisero che le parità centrali bilaterali delle valute degli Stati membri partecipanti al meccanismo di cambio dello SME sarebbero state utilizzate per la determinazione dei tassi irrevocabili di conversione con l'euro.

Il 25 maggio 1998 i governi degli 11 Stati membri partecipanti nominarono il Presidente, il Vicepresidente e gli altri quattro membri del Comitato esecutivo della BCE, con effetto il 1° giugno 1998, data di istituzione della BCE. La BCE e le banche centrali nazionali degli Stati membri partecipanti costituiscono l'Eurosistema, che formula e definisce la politica monetaria unica nella Terza fase dell'UEM.

Con l'istituzione della BCE, l'IME concluse il suo mandato e fu pertanto posto in liquidazione, in conformità dell'articolo 123 (ex articolo 109 L) del Trattato che istituisce la Comunità europea. Il lavoro preparatorio affidato all'IME fu portato a termine nei tempi previsti; la BCE dedicò i restanti mesi del 1998 ai controlli finali delle procedure e dei sistemi adottati.

### **La terza fase dell'UEM: fissazione irrevocabile dei tassi di cambio**

Il 1° gennaio 1999 ha avuto inizio la terza e ultima fase dell'UEM, che ha comportato la fissazione irrevocabile dei tassi di cambio delle valute dei primi 11 Stati membri partecipanti all'unione monetaria e la conduzione di una politica monetaria unica sotto la responsabilità della BCE.

Con l'ingresso della Grecia nella Terza fase dell'UEM, il 1° gennaio 2001, il numero dei paesi partecipanti all'area dell'euro è salito a dodici. Da tale data la Banca di Grecia fa parte dell'Eurosistema. L'adesione della Grecia ha fatto seguito alla decisione adottata il 19 giugno 2000 dal Consiglio UE, riunito nella composizione dei capi di Stato o di governo, che ha sancito l'adempimento dei criteri di convergenza da parte della Grecia.

## GLOSSARIO

Il presente glossario contiene alcune voci utilizzate frequentemente nel Bollettino mensile. Un glossario più esaustivo e dettagliato è consultabile sul sito Internet della BCE ([www.ecb.int/home/glossary/html/index.en.html](http://www.ecb.int/home/glossary/html/index.en.html)).

**Accordi europei di cambio (ERM (exchange rate mechanism))**: meccanismo di regolazione dei tassi di cambio del **Sistema monetario europeo (SME)**, che definiva i tassi di cambio relativi alle monete dei paesi aderenti in termini di parità centrali nei confronti dell'**ECU**. Queste erano utilizzate per stabilire una griglia di parità centrali bilaterali fra le valute partecipanti. I tassi di cambio potevano fluttuare entro una banda di oscillazione attorno alla parità centrale, che, a sua volta, poteva essere corretta previo accordo di tutti i paesi partecipanti allo SME. Con l'inizio della **Terza fase dell'Unione economica e monetaria** questo meccanismo ha cessato di esistere. A esso sono subentrati i **nuovi accordi europei di cambio AEC II**.

**Aggregati monetari (monetary aggregates)**: somma delle **banconote e monete in circolazione** e delle consistenze in essere di alcune passività delle **istituzioni finanziarie monetarie (IFM)** con un grado di liquidità relativamente elevato, detenute da residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM e dalle amministrazioni centrali. L'aggregato monetario ristretto **M1** è stato definito come l'insieme delle banconote e monete in circolazione e dei **depositi a vista**. L'aggregato "intermedio" **M2** comprende M1, i **depositi con durata prestabilita** non superiore a due anni e i **depositi rimborsabili con preavviso** non superiore a tre mesi. L'aggregato ampio **M3** si compone di M2 più le operazioni **pronti contro termine**, le quote e partecipazioni in **fondi comuni monetari** e i **titoli di debito** con scadenza non superiore a due anni. Il **Consiglio direttivo** ha annunciato un valore di riferimento per la crescita di M3 (cfr. **valore di riferimento per la crescita della moneta**).

**Allargamento dell'Unione europea (EU enlargement)**: nel 2003 il **Consiglio europeo** ha riconosciuto a tredici paesi dell'Europa centrale e orientale e dell'area mediterranea la qualifica di paesi candidati all'adesione all'Unione europea (UE). Fra questi, dieci hanno firmato il Trattato di adesione per entrare a far parte dell'UE il 1° maggio 2004; essi sono: Repubblica Ceca, Estonia, Cipro, Lettonia, Lituania, Ungheria, Malta, Polonia, Slovenia e Slovacchia. Ad altri due paesi, la Bulgaria e la Romania, con cui i negoziati per l'adesione sono stati formalmente avviati nel 2003, è stata data la prospettiva di aderire nel 2007. Il terzo paese ufficialmente candidato all'adesione è la Turchia.

**Amministrazioni pubbliche (general government)**: comprendono le amministrazioni centrali, quelle statali (nei paesi a struttura federale) e locali, nonché gli enti di previdenza e assistenza sociale, conformemente alla definizione del **Sistema europeo dei conti 1995**.

**Area dell'euro (euro area)**: area costituita dagli **Stati membri** che hanno introdotto l'**euro** come valuta comune conformemente al **Trattato** e in cui viene attuata una politica monetaria unica sotto la responsabilità del **Consiglio direttivo**

della **Banca centrale europea**. Nel 2003 l'area dell'euro era formata da: Belgio, Germania, Grecia, Spagna, Francia, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia.

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

**Asta a tasso variabile (*variable rate tender*)**: 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.

**Asta standard (*standard tender*)**: procedura d'asta applicata dall'**Eurosistema** nelle regolari **operazioni di mercato aperto**. Le aste standard si svolgono nell'arco di 24 ore. Tutte le **controparti** che soddisfino i requisiti generali di partecipazione hanno titolo a presentare un'offerta.

**Attività di primo livello (*tier one asset*)**: attività negoziabile che soddisfa determinati requisiti uniformi a livello dell'**area dell'euro** stabiliti dalla **Banca centrale europea**.

**Attività di secondo livello (*tier two asset*)**: attività negoziabile o non negoziabile i cui specifici criteri di stanziabilità sono stabiliti dalle banche centrali nazionali e soggetti all'approvazione della **Banca centrale europea**.

**Banca centrale europea (BCE) (*European Central Bank (ECB)*)**: la BCE, investita di personalità giuridica dalla legislazione comunitaria, si trova al centro del **Sistema europeo di banche centrali** e dell'**Eurosistema**. Essa assicura che i compiti attribuiti a questi ultimi siano svolti mediante le proprie attività o per il tramite delle banche centrali nazionali, conformemente allo Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea.

**Banconote e monete in circolazione (*currency in circulation*)**: banconote e monete in circolazione comunemente utilizzate per effettuare pagamenti. Dall'inizio del 2002 sono state in circolazione nell'**area dell'euro** le banconote emesse dall'**Eurosistema** e da altre **istituzioni finanziarie monetarie (IFM)**, nonché le monete denominate in **euro** e nelle unità monetarie nazionali coniate dai governi dell'area dell'euro, sebbene dal 1° marzo 2002 l'euro sia l'unica valuta ad avere corso legale in tutti i paesi dell'area. Per quanto concerne sia i rendiconti finanziari dell'Eurosistema sia le statistiche, le banconote e monete denominate nelle unità monetarie nazionali non sono più incluse nell'aggregato dal 1° gennaio 2003. Le banconote e monete in circolazione comprese in **M3** sono da intendersi al netto, poiché si riferiscono unicamente a quelle detenute al di fuori del settore delle IFM (è pertanto esclusa la "cassa contante", ossia le banconote e monete detenute dalle IFM). Non vi rientrano gli stock di biglietti delle banche centrali (in quanto non immessi in circolazione), né le monete celebrative (che non vengono utilizzate correntemente per i pagamenti).



**Base monetaria (*monetary base*):** è costituita dal circolante (banconote e monete), dalle riserve e dai depositi a vista detenuti dalle controparti presso l'**Euro-sistema**. Queste voci sono iscritte come passività nel bilancio dell'Eurosistema. Le riserve possono essere scomposte in **riserve obbligatorie** e riserve in eccesso. Nel regime applicato dall'Eurosistema le controparti sono tenute a detenere delle riserve obbligatorie presso le BCN. In aggiunta a queste, gli **enti creditizi** hanno la facoltà di mantenere presso l'Eurosistema delle riserve in eccesso, che sono solitamente di ammontare modesto.

**Bilancio consolidato delle IFM (*consolidated MFI balance sheet*):** bilancio aggregato delle **istituzioni finanziarie monetarie (IFM)** al netto delle posizioni fra le IFM stesse (ad esempio, i prestiti e i depositi tra IFM). Fornisce informazioni statistiche sulle attività e passività di questo settore nei confronti dei residenti nell'**area dell'euro** che non ne fanno parte (**amministrazioni pubbliche** e altri soggetti) e dei non residenti. Il bilancio consolidato costituisce la principale fonte statistica per il calcolo degli **aggregati monetari**, nonché la base per l'analisi periodica delle contropartite di **M3**.

**Coefficiente di riserva (*reserve ratio*):** rapporto definito dalla banca centrale per ciascuna delle categorie di **passività soggette a riserva**; viene utilizzato per il calcolo della **riserva obbligatoria**.

**Comitato economico e finanziario (CEF) (*Economic and Financial Committee (EFC)*):** organo consultivo della Comunità istituito all'inizio della **Terza fase** dell'**Unione economica e monetaria**. Gli **Stati membri**, la **Commissione europea** e la **Banca centrale europea** nominano non più di due membri ciascuno. Uno viene scelto fra alti funzionari delle **amministrazioni pubbliche** e l'altro fra alti funzionari della banca centrale nazionale. Tuttavia, i membri appartenenti alle banche centrali nazionali partecipano alle riunioni del CEF solo quando si discute di questioni che ricadono nell'ambito di competenza specifica della loro istituzione. I compiti del Comitato sono elencati all'articolo 114, paragrafo 2, del **Trattato**.

**Comitato esecutivo (*Executive Board*):** uno degli organi decisionali della **Banca centrale europea (BCE)**. Comprende il Presidente e il Vicepresidente della BCE e altri quattro membri nominati di comune accordo dai capi di Stato o di governo degli **Stati membri** che hanno introdotto l'**euro**.

**Commissione europea (*European Commission*):** l'istituzione della Comunità europea che assicura l'applicazione delle disposizioni del **Trattato**. Essa ha facoltà di iniziativa legislativa, definisce le politiche comunitarie ed esercita poteri in aree specifiche. Nel campo delle politiche economiche, formula indirizzi di massima per la Comunità e riferisce al **Consiglio UE** sulle politiche e sugli sviluppi economici. La Commissione tiene sotto osservazione l'andamento delle finanze pubbliche nel quadro di una sorveglianza multilaterale ed elabora relazioni da presentare al Consiglio.

**Consiglio direttivo (*Governing Council*):** l'organo decisionale supremo della **Banca centrale europea (BCE)**. Comprende tutti i membri del **Comitato esecu-**

**tivo** della BCE e i governatori delle banche centrali nazionali dei paesi che hanno introdotto l'**euro**.

**Consiglio Ecofin (ECOFIN Council)**: cfr. **Consiglio UE**.

**Consiglio europeo (European Council)**: fornisce all'Unione europea l'impulso necessario al suo sviluppo e ne definisce gli indirizzi politici generali. È composto dai capi di Stato o di governo degli **Stati membri** e dal Presidente della **Commissione europea** (cfr. **Consiglio UE**).

**Consiglio generale (General Council)**: uno degli organi decisionali della **Banca centrale europea (BCE)**. Comprende il Presidente e il Vicepresidente della BCE e i governatori delle banche centrali nazionali di tutti i paesi dell'UE.

**Consiglio UE (EU Council)**: istituzione della Comunità europea che riunisce i rappresentanti dei governi degli **Stati membri**, normalmente i ministri responsabili delle questioni in esame (pertanto, viene spesso indicato come Consiglio dei ministri). Nella composizione dei ministri economici e finanziari, viene correntemente denominato **Consiglio Ecofin**. Inoltre, il Consiglio UE si può riunire nella composizione dei capi di Stato o di governo (cfr. **Consiglio europeo**).

**Contratto a termine (forward rate agreement (FRA))**: contratto in base al quale due parti convengono il tasso di interesse da corrispondere su una determinato ammontare di capitale per un certo periodo di tempo, a partire da una data futura.

**Contratto future (futures contract)**: contratto finalizzato all'acquisto o alla vendita di valori mobiliari o merci a un prezzo e a una scadenza prefissati.

**Controparte (counterparty)**: l'altra parte coinvolta in una transazione finanziaria (ad esempio, qualsiasi soggetto che effettui un'operazione con la banca centrale).

**Costo opportunità (opportunity cost)**: misura del costo di detenere un'attività, calcolata generalmente come il differenziale fra il rendimento di quest'ultima e quello di un'attività alternativa.

**Credito ai residenti nell'area dell'euro (credit to euro area residents)**: misura (in base a una definizione ampia) dei finanziamenti erogati dal comparto delle **istituzioni finanziarie monetarie (IFM)** ai residenti nell'**area dell'euro** non appartenenti al comparto stesso (**amministrazioni pubbliche** e settore privato). Tale definizione comprende i **prestiti ai residenti nell'area dell'euro** concessi dalle IFM e i titoli (inclusi azioni, altri titoli di capitale e **titoli di debito**) emessi da soggetti residenti e detenuti dalle IFM. Poiché i titoli possono essere considerati un canale alternativo di finanziamento rispetto ai prestiti, e poiché alcuni prestiti possono essere cartolarizzati, tale definizione fornisce un'informazione più accurata sull'ammontare totale dei finanziamenti delle IFM all'economia rispetto a una definizione ristretta che si riferisca esclusivamente ai prestiti.

**Criteri di convergenza (*convergence criteria*):** criteri fissati all'articolo 121, paragrafo 1, del **Trattato** (e ulteriormente definiti nel Protocollo n. 21) per la valutazione dell'idoneità di un paese ad adottare l'**euro**. Essi tengono conto, da un lato, dei risultati conseguiti in materia di **stabilità dei prezzi**, della situazione della finanza pubblica, dei tassi di cambio e dei tassi di interesse a lungo termine e, dall'altro, della compatibilità degli ordinamenti nazionali, inclusi gli statuti delle banche centrali, sia con il Trattato che con lo Statuto del **Sistema europeo di banche centrali** e della **Banca centrale europea**.

**Deflazione (*deflation*):** calo del livello generale dei prezzi; quale espresso, ad esempio, dall'indice dei prezzi al consumo.

**Depositi con durata prestabilita (*deposits with an agreed maturity*):** categoria di strumenti costituita principalmente da depositi a termine con scadenza prestabilita che, a seconda delle consuetudini nazionali, possono essere soggetti al pagamento di una penale se convertiti anteriormente alla scadenza. Vi rientrano, inoltre, alcuni strumenti di debito non trasferibili, come i certificati di deposito (al dettaglio) non trasferibili. I depositi con scadenza fino a due anni sono compresi in **M2** (e quindi in **M3**), mentre quelli con scadenza superiore a due anni sono inclusi nelle passività finanziarie (non monetarie) a più lungo termine delle **istituzioni finanziarie monetarie**.

**Depositi overnight (*overnight deposits*):** depositi con scadenza il giorno successivo. Comprendono principalmente depositi a vista/a richiesta trasferibili senza vincoli (per mezzo di assegni o strumenti analoghi). Includono inoltre depositi non trasferibili convertibili su richiesta o alla chiusura della successiva giornata operativa. I depositi a vista rientrano nell'aggregato monetario **M1**, e quindi anche in **M2** e **M3**.

**Depositi presso la banca centrale (*deposit facility*):** categoria di **operazioni attivabili su iniziativa delle controparti** messa a disposizione dall'**Eurosistema**; le **controparti** possono farvi ricorso per effettuare **depositi overnight** presso le banche centrali, remunerati a un tasso di interesse prestabilito (cfr. **tassi di interesse di riferimento della BCE**).

**Depositi rimborsabili con preavviso (*deposits redeemable at notice*):** categoria comprendente depositi a risparmio rimborsabili con un preavviso di durata prestabilita. In alcuni casi è prevista la possibilità di prelevare un determinato ammontare a una certa data o di convertirli prima della scadenza dietro pagamento di una penale. I depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi sono compresi in **M2** (e quindi in **M3**), mentre quelli con un periodo di preavviso più lungo sono inclusi nelle passività finanziarie (non monetarie) a più lungo termine del settore delle IFM.

**Domanda di moneta (*money demand*):** relazione economica fondamentale che si riferisce alla domanda di saldi monetari da parte di soggetti diversi dalle **istituzioni finanziarie monetarie**. La domanda di moneta è spesso espressa come funzione dei prezzi e dell'attività economica, utilizzata come misura indicativa

del livello delle transazioni nel sistema economico, e di alcuni tassi d'interesse, che misurano il **costo opportunità** di detenere moneta.

**ECU (Unità di conto europea) (ECU (European Currency Unit))**: prima della **Terza fase dell'Unione economica e monetaria**, l'ECU era una valuta paniera composta dalla somma di quantità fisse di dodici delle quindici valute degli **Stati membri**. Il valore dell'ECU veniva calcolato come media ponderata del valore delle valute che lo componevano. L'ECU è stato sostituito dall'**euro** al rapporto 1:1 il 1° gennaio 1999.

**Ente creditizio (credit institution)**: si riferisce agli enti che corrispondono alla definizione di cui all'articolo 1, paragrafo 1, della Direttiva 2000/12/CE del **Parlamento europeo** e del Consiglio, del 20 marzo 2000, relativa all'accesso all'attività degli enti creditizi ed al suo esercizio, come emendata dalla Direttiva 2000/28/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 settembre 2000. Un ente creditizio pertanto è: (1) un'impresa la cui attività consiste nel ricevere dal pubblico depositi o altri fondi rimborsabili e nel concedere crediti per proprio conto, oppure (2) un'impresa o qualsiasi persona giuridica, diverse da quelle di cui al punto precedente, che emette strumenti di pagamento in forma di moneta elettronica (per "moneta elettronica" si intende il valore monetario di una passività dell'emittente che sia: (a) incorporata in un supporto elettronico; (b) emessa a fronte del versamento di fondi per un importo almeno pari al valore monetario creato; e (c) accettata come strumento di pagamento da soggetti diversi dall'emittente).

**Eonia (euro overnight index average)**: misura del tasso di interesse effettivo prevalente nel mercato interbancario *overnight* in **euro**. È calcolato come media ponderata dei tassi di interesse sui prestiti *overnight* non garantiti denominati in euro, comunicati da un gruppo selezionato di banche.

**Euribor (euro interbank offered rate)**: tasso al quale vengono concessi i prestiti in **euro** tra banche con elevato merito di credito. È calcolato quotidianamente per i depositi interbancari con scadenza a sette giorni e con scadenze comprese tra uno e dodici mesi, come media dei tassi lettera praticati da un gruppo rappresentativo di banche con elevato merito di credito, arrotondata al terzo decimale.

**Euro**: nome della moneta unica europea, adottato dal **Consiglio europeo** di Madrid del 15 e 16 dicembre 1995.

**Eurosistema (Eurosystem)**: il sistema di banche centrali dell'area dell'euro. Comprende la **Banca centrale europea** e le banche centrali nazionali degli **Stati membri** che hanno introdotto l'**euro** a partire dalla **Terza fase dell'Unione economica e monetaria** (cfr. **area dell'euro**). Nel 2003 vi partecipavano dodici banche centrali nazionali.

**Eurostat**: ufficio statistico delle Comunità europee. Fa parte della **Commissione europea** ed è responsabile della produzione delle statistiche comunitarie.

**Famiglie (*households*):** uno dei settori istituzionali nel **Sistema Europeo dei Conti 1995 (SEC 95)**. Comprende gli individui o i gruppi di individui nella loro funzione di consumatori e, in taluni casi, anche di imprenditori (ad esempio le imprese individuali e le società di persone non riconosciute come entità giuridiche indipendenti). Secondo il SEC 95 le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie costituiscono un settore istituzionale separato, sebbene venga spesso accorpato a quello delle famiglie.

**Fondo comune monetario (*money market fund*):** fondo comune di investimento che investe principalmente in strumenti del **mercato monetario** e/o in altri **titoli di debito** trasferibili con vita residua non superiore a un anno, e/o che si prefigge un rendimento prossimo ai tassi di interesse del mercato monetario.

**Fondo pensione (*pension fund*):** riserve o fondi simili accantonati dalle **società non finanziarie** per far fronte agli obblighi connessi con i piani pensionistici aziendali.

**Garanzia (*collateral*):** attività costituite in garanzia del rimborso di un finanziamento (ad esempio, ottenuto dagli **enti creditizi** presso le banche centrali), nonché attività cedute (ad esempio, alle banche centrali dagli enti creditizi) nell'ambito di **operazioni pronti contro termine**.

**Grado di apertura (*degree of openness*):** misura del livello di dipendenza di un'economia dall'interscambio con altri paesi o regioni, espressa ad esempio dal rapporto fra la somma delle importazioni ed esportazioni totali e il PIL.

**Indicatori anticipatori (*leading indicators*):** variabili economiche che anticipano o contengono informazioni utili per prevedere gli andamenti di altre variabili.

**Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) (*Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)*):** indice dei prezzi al consumo costruito in base a una metodologia statistica armonizzata fra i paesi dell'UE.

**Indipendenza della banca centrale (*central bank independence*):** norma giuridica che garantisce a una banca centrale di poter assolvere i compiti e le funzioni assegnatole senza interferenze politiche. L'articolo 108 del **Trattato** sancisce il principio dell'indipendenza della banca centrale con riferimento all'**area dell'euro**.

**Indirizzi di massima per le politiche economiche (*Broad Economic Policy Guidelines (BEPGs)*):** indirizzi adottati dal **Consiglio UE**; forniscono il quadro di riferimento per la definizione degli obiettivi e orientamenti degli **Stati membri** e della Comunità europea in materia di politiche economiche.

**Inflazione (*inflation*):** aumento del livello generale dei prezzi, espresso ad esempio dall'incremento dell'indice dei prezzi al consumo.

**Istituto monetario europeo (IME) (*European Monetary Institute (EMI)*):** organo di carattere temporaneo fondato all'inizio della **Seconda fase** dell'**Unione economica e monetaria**, il 1° gennaio 1994. I due compiti principali dell'IME erano:

rafforzare la cooperazione tra le banche centrali e il coordinamento delle politiche monetarie; svolgere i preparativi necessari per la costituzione del **Sistema europeo di banche centrali**, per la conduzione della politica monetaria unica e per l'introduzione di una moneta unica nella **Terza fase**. È stato posto in liquidazione in seguito alla costituzione della **Banca centrale europea**, il 1° giugno 1998.

**Istituzione creditizia:** cfr. **Ente creditizio**

**Istituzioni finanziarie monetarie (IFM) (*Monetary Financial Institutions (MFIs)*):** istituzioni finanziarie che costituiscono il settore che emette moneta dell'**area dell'euro**. Esse includono l'**Eurosistema**, gli **enti creditizi** residenti (come definiti nella legislazione comunitaria) e tutte le altre istituzioni finanziarie residenti la cui attività consista nel ricevere da soggetti diversi dalle IFM depositi e/o strumenti facilmente sostituibili ad essi e nel concedere crediti e/o effettuare investimenti in titoli per proprio conto (almeno in termini economici). In quest'ultima categoria di istituzioni rientrano prevalentemente i **fondi comuni monetari**.

**M1, M2, M3:** cfr. **aggregati monetari**

**Meccanismo di trasmissione della politica monetaria (*monetary policy transmission mechanism*):** processo attraverso il quale le decisioni di politica monetaria influenzano l'economia e in particolare il livello dei prezzi.

**Mercato azionario (*equity market*):** mercato nel quale vengono emessi e negoziati titoli azionari, che costituiscono un diritto frazionario di proprietà sul patrimonio di un'impresa. Essi si differenziano dai titoli di debito principalmente perché non implicano il rimborso da parte dell'emittente.

**Mercato degli strumenti derivati (*derivatives market*):** mercato nel quale vengono emessi e negoziati contratti finanziari il cui valore è collegato a un'attività sottostante (prezzi dei titoli, tassi di interesse, tassi di cambio, indici di mercato o prezzi di merci). Le principali categorie di strumenti derivati sono i **contratti future**, le **opzioni**, gli **swap** e i **contratti a termine**.

**Mercati finanziari (*financial market*):** mercati in cui si incontrano la domanda e l'offerta di risorse finanziarie.

**Mercato monetario (*money market*):** mercato per la raccolta, l'investimento e lo scambio di fondi a breve termine mediante strumenti che generalmente hanno scadenza originaria inferiore a un anno.

**Mercato obbligazionario (*bond market*):** mercato nel quale vengono emessi e negoziati i **titoli di debito** a lungo termine.

**Neutralità della moneta (*neutrality of money*):** principio economico fondamentale secondo cui, nel lungo periodo, le variazioni dell'offerta di moneta incidono unicamente sulle variabili nominali e non su quelle reali (quali il prodotto reale, la disoccupazione e i tassi di interesse reali).

**Nuovi accordi europei di cambio AEC II (ERM II (exchange rate mechanism II)):** accordi che definiscono l'assetto per la cooperazione nel settore delle politiche del cambio tra i paesi dell'**area dell'euro** e gli **Stati membri** dell'UE non partecipanti alla **Terza fase dell'Unione economica e monetaria**. La partecipazione agli AEC II è su base volontaria; tuttavia, ci si attende che gli Stati membri con deroga vi aderiscano. Gli interventi sul mercato dei cambi e il finanziamento ai margini della banda di fluttuazione normale o di quella ristretta sono, in linea di principio, automatici e illimitati, con disponibilità di finanziamento a brevissimo termine. La **Banca centrale europea** e le banche centrali nazionali partecipanti al meccanismo potrebbero tuttavia sospendere gli interventi automatici qualora questi fossero in conflitto con l'obiettivo primario del mantenimento della **stabilità dei prezzi**.

**Operazione di mercato aperto (open market operation):** operazione effettuata su iniziativa della banca centrale nei mercati finanziari. Con riferimento alle loro finalità, regolarità e procedure, le operazioni di mercato aperto dell'**Eurosistema** si possono suddividere in quattro categorie: **operazioni di rifinanziamento principali**, **operazioni di rifinanziamento a più lungo termine**, **operazioni di regolazione puntuale** e **operazioni di tipo strutturale**. Esse comportano una delle seguenti transazioni: (a) acquisto o vendita di attività in via definitiva (a pronti o a termine); (b) acquisto o vendita di attività con patto di riacquisto; (c) concessione di crediti o indebitamento a fronte di **garanzia**; (d) emissione di certificati di debito della banca centrale; (e) accettazione di depositi a scadenza fissa; o (f) conduzione di **operazioni di swap in valuta** tra la moneta nazionale e quelle estere.

**Operazione di regolazione puntuale (fine-tuning operation):** operazione di **mercato aperto** diversa da quelle regolari, effettuata dall'**Eurosistema** principalmente per rispondere a variazioni inattese delle condizioni di liquidità nel mercato.

**Operazione di rifinanziamento a più lungo termine (longer-term refinancing operation):** operazione regolare di **mercato aperto** eseguita dall'**Eurosistema** sotto forma di **operazione temporanea**. Le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine sono effettuate tramite un'**asta standard** mensile, solitamente con scadenza a tre mesi.

**Operazione di rifinanziamento marginale (marginal lending facility):** tipo di **operazione attivabile su iniziativa delle controparti** messo a disposizione dall'**Eurosistema**, attraverso cui le **controparti** possono ottenere dalle banche centrali nazionali, a un tasso di interesse predefinito, credito *overnight* a fronte di attività idonee (cfr. **tassi di interesse di riferimento della BCE**).

**Operazione di rifinanziamento principale (main refinancing operation):** regolare **operazione di mercato aperto** eseguita dall'**Eurosistema** sotto forma di **operazione temporanea**, tramite **aste standard** settimanali. Nel 2003 il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre da due a una settimana la durata di queste operazioni, con effetto da marzo 2004.

**Operazione di swap in valuta (*foreign exchange swap*):** operazione contestuale di acquisto/vendita a pronti e vendita/acquisto a termine di una valuta contro un'altra. L'**Eurosistema** può effettuare operazioni di mercato aperto sotto forma di *swap* in valuta mediante le quali le banche centrali nazionali (o la **Banca centrale europea**) acquistano (o vendono) **euro** a pronti contro una divisa estera, e simultaneamente li rivendono (o riacquistano) in una transazione a termine.

**Operazione di tipo strutturale (*structural operation*):** operazione di mercato aperto utilizzata dall'**Eurosistema** principalmente per modificare la posizione strutturale di liquidità del settore finanziario nei confronti dell'Eurosistema.

**Operazione di vendita con patto di riacquisto (*repurchase agreement*):** accordo di vendita di attività a pronti con obbligo di riacquisto a un prezzo prestabilito e a una data futura predeterminata, o su richiesta. Si tratta di un'operazione simile al prestito garantito, ma da esso differisce poiché in questo caso la proprietà dei titoli viene trasferita alla parte acquirente. Queste operazioni sono incluse in **M3** nel caso in cui il venditore sia un'**istituzione finanziaria monetaria (IFM)** e la **controparte** sia un soggetto residente nell'**area dell'euro** diverso dalle IFM.

**Operazione temporanea (*reverse transaction*):** operazione mediante la quale la banca centrale acquista (o vende) attività a pronti con patto di vendita (o acquisto) a termine (cfr. *operazione di vendita con patto di riacquisto*), ovvero eroga credito a fronte di una **garanzia**.

**Operazioni attivabili su iniziativa delle controparti (*standing facility*):** operazioni che una banca centrale mette a disposizione delle **controparti**, attivabili su iniziativa di queste ultime. L'**Eurosistema** ne prevede di due tipi, entrambe con scadenza *overnight*: le **operazioni di rifinanziamento marginale** e i **depositi presso la banca centrale**.

**Opzione (*option*):** strumento finanziario che attribuisce al possessore il diritto, ma non l'obbligo, di acquistare o vendere determinate attività (ad esempio obbligazioni o azioni) a un prezzo predefinito (prezzo base o di esercizio) a una data futura o entro tale data (data di scadenza o di esercizio). Un'opzione di acquisto (opzione *call*) conferisce al possessore la facoltà di acquistare le attività sottostanti a un prezzo di esercizio concordato, mentre un'opzione di vendita (opzione *put*) gli attribuisce il diritto di vendere le attività sottostanti a un prezzo stabilito.

**Output gap:** differenziale fra livello effettivo e potenziale del prodotto di un'economia, espressa in percentuale del prodotto potenziale. Il prodotto potenziale è il livello di prodotto conseguibile quando il grado di utilizzo dei fattori di produzione non è tale da generare pressioni inflazionistiche.

**Parlamento europeo (*European Parliament*):** istituzione che riunisce 626 rappresentanti dei cittadini degli **Stati membri**. Prende parte al processo legislativo, sebbene con prerogative diverse a seconda della procedura applicabile per l'adozione dei singoli atti dell'Unione europea. Nell'ambito dell'**Unione economica e monetaria**, il Parlamento ha principalmente poteri consultivi. Il **Trattato** stabi-



lisce alcune procedure mediante le quali la **Banca centrale europea** rende conto del proprio operato al Parlamento (presentazione del Rapporto annuale, dibattito generale sulla politica monetaria, audizioni presso le commissioni parlamentari competenti).

**Passività soggette a riserva (*reserve base*):** somma delle voci di bilancio (in particolare passività) che costituiscono la base di calcolo per la **riserva obbligatoria** di un **ente creditizio**.

**Patto di stabilità e crescita (*Stability and Growth Pact*):** si compone di due Regolamenti del **Consiglio**, riguardanti “il rafforzamento della sorveglianza delle posizioni di bilancio e della sorveglianza e coordinamento delle politiche economiche” e “l’accelerazione e il chiarimento delle modalità di attuazione della **procedura per i disavanzi eccessivi**” nonché di una Risoluzione del **Consiglio europeo** sul Patto di stabilità e crescita, assunta nel vertice di Amsterdam del 17 giugno 1997. Più specificamente, agli **Stati membri** viene posto come obiettivo a medio termine il raggiungimento di posizioni di bilancio prossime al pareggio o in avanzo, poiché ciò consentirebbe loro di affrontare le normali fluttuazioni cicliche mantenendo il disavanzo pubblico al di sotto del **valore di riferimento** del 3 per cento del PIL. Secondo il Patto di stabilità e crescita, i paesi partecipanti all’**UEM** dovranno presentare **programmi di stabilità** annuali, mentre quelli non partecipanti continueranno a predisporre programmi di convergenza, anch’essi annuali.

**Periodo di mantenimento (*maintenance period*):** periodo considerato per l’adempimento dell’obbligo di riserva da parte degli **enti creditizi**. Nell’ambito del regime di **riserva obbligatoria** dell’**Eurosistema** la durata di tale periodo è pari a un mese. Nel 2003 il **Consiglio direttivo** ha deliberato che, a decorrere da marzo 2004, le date di inizio e di chiusura di tale periodo non coincideranno più, rispettivamente, con il 24 del mese e il 23 del mese successivo, ma che esso inizierà il giorno di regolamento della prima operazione di rifinanziamento principale successiva alla riunione del Consiglio direttivo in cui è programmata la valutazione mensile dell’orientamento di politica monetaria e terminerà il giorno precedente alla corrispondente data di regolamento del mese successivo.

**Premio per il rischio di inflazione (*inflation risk premium*):** remunerazione per gli investitori a copertura del rischio connesso con la detenzione di attività (denominate in termini nominali) nel lungo periodo.

**Prestiti a residenti nell’area dell’euro (*loans to euro area residents*):** fondi erogati a titolo di prestito dalle **istituzioni finanziarie monetarie** senza dare luogo all’emissione di documenti negoziabili, o rappresentati da un unico contratto (nel caso in cui il prestito sia divenuto negoziabile). Nella definizione rientrano i prestiti a favore delle **famiglie**, delle **società non finanziarie** e delle **amministrazioni pubbliche**. I prestiti alle famiglie possono configurarsi come credito al consumo (finanziamenti a titolo privato per l’acquisto di beni e servizi), mutui per l’acquisto di abitazioni (crediti concessi per investimenti in abitazioni, inclusi progetti di costruzione e migliorie) e altri prestiti (destinati, ad esempio, alla riduzione del debito o alle spese di istruzione) (cfr. anche **credito ai residenti nell’area dell’euro**).

**Prima fase (Stage One):** cfr. **Unione economica e monetaria (UEM)**.

**Procedura per i disavanzi eccessivi (*excessive deficit procedure*):** il **Trattato**, ai sensi dell'articolo 104 e come specificato nel Protocollo n. 20 sulla procedura dei disavanzi eccessivi, richiede agli **Stati membri** dell'Unione europea di mantenere la disciplina di bilancio; esso definisce i criteri secondo i quali stabilire se la posizione di bilancio debba essere considerata in disavanzo eccessivo e prevede le misure da intraprendere qualora si riscontrino che tali criteri, in termini di saldo di bilancio o di debito pubblico, non sono soddisfatti. A completamento di questo quadro vige un Regolamento del **Consiglio UE** riguardante l'accelerazione e il chiarimento delle modalità di attuazione della procedura per i disavanzi eccessivi, che costituisce uno degli elementi del **Patto di stabilità e crescita**.

**Programmi di stabilità (*stability programmes*):** i paesi dell'**area dell'euro** devono presentare programmi governativi a medio termine, in cui siano espone le ipotesi relative all'andamento delle principali variabili economiche, ai fini del raggiungimento dell'obiettivo a medio termine di una posizione di bilancio prossima al pareggio o in avanzo, come indicato nel **Patto di stabilità e crescita**. I programmi, che devono essere aggiornati a cadenza annuale, illustrano i provvedimenti previsti per il risanamento del bilancio e gli scenari economici sottostanti. Essi sono sottoposti all'esame della **Commissione europea** e del **Comitato economico e finanziario**, che presentano una relazione al **Consiglio Ecofin**. Quest'ultimo formula quindi una valutazione, in cui esamina in particolare se l'obiettivo di medio periodo stabilito nel programma sia o meno in linea con una posizione di bilancio prossima al pareggio o in avanzo, idonea a fornire un margine di sicurezza sufficiente per evitare un disavanzo eccessivo. I paesi che non hanno ancora adottato l'**euro** devono predisporre programmi di convergenza annuali, come prevede il **Patto di stabilità e crescita**.

**Proiezioni degli esperti dell'Eurosistema (*Eurosystem staff projections*):** risultato degli esercizi previsivi condotti dagli esperti dell'**Eurosistema** sui possibili sviluppi macroeconomici nell'**area dell'euro**; costituiscono parte integrante dell'analisi economica.

**Pronti contro termine (*repurchase operation (repo)*):** operazione temporanea di immissione di liquidità basata su un'**operazione di vendita con patto di riacquisto**.

**Rapporto debito pubblico/PIL (*debt ratio*):** è l'oggetto di uno dei criteri di convergenza relativi alla finanza pubblica utilizzati per individuare l'esistenza di un disavanzo eccessivo (articolo 104, paragrafo 2, del **Trattato**). Viene definito come il rapporto tra il debito pubblico e il prodotto interno lordo ai prezzi di mercato. Ai sensi del Protocollo n. 20 sulla **procedura per i disavanzi eccessivi**, per debito pubblico si intende il debito totale lordo al valore nominale in essere alla fine dell'esercizio e consolidato tra e nei settori delle **amministrazioni pubbliche**.

**Rapporto disavanzo pubblico/PIL (*deficit ratio*):** è l'oggetto di uno dei criteri di convergenza relativi alla finanza pubblica utilizzati per individuare l'esistenza

di un disavanzo eccessivo (articolo 104, paragrafo 2, del **Trattato**). Viene definito come il rapporto tra il disavanzo pubblico, previsto o effettivo, e il prodotto interno lordo ai prezzi di mercato. Ai sensi del Protocollo n. 20 sulla **procedura per i disavanzi eccessivi**, per disavanzo pubblico si intende l'indebitamento netto delle **amministrazioni pubbliche**.

**Responsabilità per il proprio operato (*accountability*)**: l'obbligo giuridico e politico di un'istituzione indipendente di spiegare e giustificare esaurientemente le proprie decisioni ai cittadini e ai loro rappresentanti eletti, rendendosi così responsabile del conseguimento dei propri obiettivi. La **Banca centrale europea** deve rendere conto del proprio operato di fronte ai cittadini europei e, in modo più formale, dinanzi al **Parlamento europeo**.

**Riserva obbligatoria (*reserve requirement*)**: ammontare minimo che gli **enti creditizi** devono detenere a titolo di riserva presso la banca centrale. Nel quadro del regime vigente nell'**Eurosistema**, il calcolo della riserva obbligatoria di un ente creditizio avviene moltiplicando il **coefficiente di riserva** che si applica a ciascuna voce inclusa nelle **passività soggette a riserva** per il valore della voce stessa nel bilancio di tale ente. Dal calcolo è possibile, inoltre, detrarre una franchigia.

**Seconda fase (*Stage Two*)**: cfr. **Unione economica e monetaria (UEM)**.

**Sistema europeo dei conti 1995 (SEC 95) (*European System of Accounts 1995 (ESA 95)*)**: sistema di definizioni e classificazioni statistiche uniformi, atte a fornire una descrizione quantitativa armonizzata delle economie degli **Stati membri**. Costituisce il corrispondente comunitario del System of National Accounts 1993 (SNA 93). Il SEC 95 è la nuova versione del sistema europeo, entrato in uso nel corso del 1999 conformemente al Regolamento del Consiglio (CE) n. 2223/96.

**Sistema europeo di banche centrali (SEBC) (*European System of Central Banks (ESCB)*)**: il SEBC è composto dalla **Banca centrale europea** e dalle banche centrali nazionali di tutti gli **Stati membri** dell'Unione europea; comprende pertanto, oltre ai membri dell'**Eurosistema**, anche le banche centrali nazionali degli Stati membri che non hanno ancora introdotto l'**euro**.

**Sistema monetario europeo (SME) (*European Monetary System (EMS)*)**: regime di cambio istituito nel 1979 in applicazione della Risoluzione del **Consiglio europeo** del 5 dicembre 1978. Le sue procedure operative furono stabilite in un accordo stipulato il 13 marzo 1979 fra le banche centrali degli Stati membri della Comunità economica europea. Il suo obiettivo era rafforzare la cooperazione fra i paesi della Comunità nel campo della politica monetaria, al fine di creare una zona di stabilità monetaria in Europa. Lo SME si fondava su tre elementi principali: l'**ECU**, un **meccanismo di cambio** e di intervento e vari meccanismi di credito. Esso ha cessato di esistere con l'entrata in vigore dei **nuovi accordi europei di cambio AEC II**, all'inizio della **Terza fase** dell'**Unione economica e monetaria**.

**Società non finanziarie (*non-financial corporations*)**: uno dei settori istituzionali nel **Sistema Europeo dei Conti 1995**; include le unità istituzionali che effettua-

no transazioni distributive e finanziarie separate da quelle dei loro proprietari. Le società non finanziarie comprendono tutte le entità giuridicamente indipendenti che producono per il mercato e la cui attività principale consiste nella produzione di beni e servizi non finanziari.

**Stabilità dei prezzi (*price stability*):** il mantenimento della stabilità dei prezzi è l'obiettivo primario dell'**Eurosistema**. Per fornire un chiaro indirizzo alle aspettative sull'andamento futuro dei prezzi e poter rendere conto del proprio operato, il **Consiglio direttivo** ha pubblicato nell'ottobre del 1998 una definizione quantitativa di stabilità dei prezzi, specificando che con questa si intende un aumento sui dodici mesi dell'**indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)** per l'**area dell'euro** inferiore al 2 per cento. Nel maggio 2003 il Consiglio direttivo ha ulteriormente precisato che, nel perseguire tale obiettivo, si prefigge di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo.

**Stato membro (*Member State*):** paese membro dell'Unione europea.

**Strategia basata su un obiettivo di cambio (*exchange rate targeting*):** strategia di politica monetaria finalizzata al mantenimento di un determinato tasso di cambio (solitamente stabile se non addirittura fisso) nei confronti di un'altra valuta o di un gruppo di valute.

**Strategia basata su un obiettivo di inflazione (*inflation targeting*):** strategia di politica monetaria finalizzata al mantenimento della **stabilità dei prezzi** e incentrata sugli scostamenti delle previsioni di inflazione pubblicate rispetto a un obiettivo di inflazione annunciato.

**Strategia basata su un obiettivo monetario (*monetary targeting*):** strategia di politica monetaria volta al mantenimento della **stabilità dei prezzi** e incentrata sugli scostamenti della crescita della moneta rispetto a un obiettivo preannunciato.

**Strategia di politica monetaria (*monetary policy strategy*):** approccio generale alla conduzione della politica monetaria. La strategia di politica monetaria della BCE comprende una definizione quantitativa dell'obiettivo primario della **stabilità dei prezzi** e un quadro analitico fondato su due pilastri, l'analisi economica e l'analisi monetaria, sulla base del quale il **Consiglio direttivo** effettua una valutazione complessiva dei rischi per la stabilità dei prezzi e adotta le decisioni di politica monetaria. La strategia fornisce altresì il quadro di riferimento per spiegare tali decisioni al pubblico.

**Swap:** accordo relativo allo scambio di flussi di cassa futuri secondo una formula prestabilita (cfr. **operazione di swap in valuta**).

**Target (Sistema transeuropeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale) (*TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system)*):** sistema di pagamento costituito da un sistema di regolamento lordo in tempo reale (RTGS) per ciascuno **Stato membro** e dal meccanismo di pagamento (EPM) della **Banca centrale eu-**

**ropea.** I sistemi RTGS nazionali e il meccanismo di pagamento della BCE sono collegati tramite procedure comuni (interlinking) al fine di consentire trasferimenti transfrontalieri fra tutti i sistemi di regolamento dell'Unione europea.

**Tassi di cambio effettivi (nominali/reali) (TCE) (*effective (nominal/real) exchange rates (EERs)*):** i tassi di cambio effettivi nominali consistono nella media ponderata (geometrica) di determinati tassi di cambio bilaterali. I tassi di cambio effettivi reali si ottengono dai TCE nominali, corretti per la differenza tra l'andamento di un indice di prezzo o di costo estero e quello del corrispondente indice interno; essi misurano pertanto la competitività di prezzo e di costo. La **Banca centrale europea** calcola indici del TCE nominale dell'**euro** nei confronti delle valute di un gruppo ristretto e di un gruppo esteso di partner commerciali dell'**area dell'euro**. Dal gennaio 2001, il gruppo ristretto è costituito dalle valute di 12 paesi partner fra quelli industrializzati e di recente industrializzazione, mentre il gruppo esteso conta 38 partner commerciali. Gli indici dei TCE reali sono calcolati utilizzando misure alternative di prezzi e costi.

**Tassi di interesse di riferimento della BCE (*key ECB interest rates*):** tassi di interesse fissati dal **Consiglio direttivo** della **Banca centrale europea**, che rispecchiano l'orientamento della politica monetaria dell'istituzione. Essi comprendono il tasso d'interesse sulle **operazioni di rifinanziamento principali** (ossia il tasso fisso nelle **aste a tasso fisso** e il **tasso minimo di offerta** nelle **aste a tasso variabile**), il tasso di interesse sulle **operazioni di rifinanziamento marginale** e quello sui **depositi presso la banca centrale**.

**Tasso di partecipazione alle forze di lavoro (*labour force participation rate*):** forze di lavoro in percentuale della popolazione totale in età lavorativa. Quest'ultima è normalmente definita come l'insieme degli individui di età compresa fra 15 e 64 anni. Le forze di lavoro comprendono sia gli occupati che i disoccupati.

**Tasso minimo di offerta (*minimum bid rate*):** limite inferiore fissato per i tassi di interesse a cui le **controparti** possono presentare le proprie offerte nelle **aste a tasso variabile** (cfr. **tassi di interesse di riferimento della BCE**).

**Terza fase (*Stage Three*):** cfr. **Unione economica e monetaria (UEM)**.

**Titoli di debito (*debt securities*):** rappresentano una promessa da parte dell'emittente (prenditore) a effettuare uno o più pagamenti al detentore (prestatore) a una determinata data o a determinate date future. Il reddito percepito dal detentore è dato quindi dagli incassi delle cedole e dalla differenza tra il prezzo di acquisto del titolo e il suo valore di mercato al momento della vendita o alla scadenza. I titoli di debito sono negoziabili e possono essere scambiati sul mercato secondario, ma non garantiscono al detentore alcun diritto di proprietà nei confronti dell'emittente. Le statistiche sui titoli di debito della **Banca centrale europea** comprendono gli strumenti di mercato monetario e, in linea di principio, i collocamenti privati.

**Transazione definitiva (*outright transaction*):** operazione di acquisto o vendita di attività sul mercato a titolo definitivo (a pronti o a termine).

**Trattato (Treaty)**: il termine si riferisce al Trattato che istituisce la Comunità europea, firmato a Roma il 25 marzo 1957 ed entrato in vigore il 1° gennaio 1958. Il Trattato, anche noto come Trattato di Roma, prevedeva la creazione della Comunità economica europea (CEE), attualmente denominata Comunità europea (CE). Il Trattato sull'Unione europea (a cui si fa spesso riferimento come Trattato di Maastricht) è stato siglato a Maastricht il 7 febbraio 1992 ed è entrato in vigore il 1° novembre 1993. Esso ha emendato il Trattato che istituisce la Comunità europea, ponendo in essere l'Unione europea. Il Trattato che istituisce la Comunità europea e quello sull'Unione europea sono stati emendati dal Trattato di Amsterdam, sottoscritto il 2 ottobre 1997 ed entrato in vigore il 1° maggio 1999 e, successivamente, dal Trattato di Nizza, firmato il 26 febbraio 2001 a conclusione della Conferenza intergovernativa 2000 ed entrato in vigore il 1° febbraio 2003.

**Trattato di Maastricht (Maastricht Treaty)**: cfr. **Trattato**.

**Unione economica e monetaria (UEM) (Economic and Monetary Union (EMU))**: il **Trattato** definisce le tre fasi del processo di realizzazione dell'UEM nell'Unione europea. La Prima fase è iniziata nel luglio 1990 e si è conclusa il 31 dicembre 1993: essa è stata caratterizzata principalmente dallo smantellamento di tutte le barriere interne alla libera circolazione dei capitali in seno all'Unione europea. La Seconda fase, avviata il 1° gennaio 1994, ha comportato, tra l'altro, la costituzione dell'**Istituto monetario europeo**, il divieto di finanziamento al settore pubblico da parte delle banche centrali e di accesso privilegiato alle istituzioni finanziarie per il settore pubblico e l'obbligo di evitare disavanzi pubblici eccessivi. La Terza fase si è aperta il 1° gennaio 1999 con il trasferimento delle competenze monetarie alla **Banca centrale europea** e l'introduzione dell'**euro**.

**Valore di riferimento per la crescita della moneta (reference value for monetary growth)**: al fine di valutare gli andamenti monetari, il **Consiglio direttivo** ha annunciato un valore di riferimento per il tasso di crescita dell'aggregato monetario ampio **M3** ritenuto compatibile con la **stabilità dei prezzi** nel medio periodo. Tale valore è calcolato, coerentemente con la definizione di stabilità dei prezzi decisa dal Consiglio direttivo e in funzione del suo conseguimento, sulla base di ipotesi a medio termine riguardanti il trend della crescita del PIL in termini reali e quello della velocità di circolazione di M3. In circostanze normali, deviazioni sostanziali o prolungate della crescita di M3 dal valore di riferimento indicano rischi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo. Tuttavia, la politica monetaria non reagisce in modo meccanico alle deviazioni della crescita di M3 da tale valore.

**Valore di riferimento per la posizione di bilancio (reference value for the fiscal position)**: il Protocollo n. 20 sulla **procedura per i disavanzi eccessivi** del **Trattato** fa esplicita menzione dei valori di riferimento per il **rapporto disavanzo pubblico/PIL** delle **amministrazioni pubbliche** (3 per cento) e per il **rapporto debito pubblico/PIL** (60 per cento). Si veda anche la voce **Patto di stabilità e crescita**.



# BIBLIOGRAFIA

## CAPITOLO I

### **Pubblicazioni ufficiali della BCE**

- BCE (1999), “L'Eurosistema e il Sistema europeo di banche centrali (SEBC)”, *Bollettino mensile della BCE*, gennaio 1999.
- BCE (1999), “L'assetto istituzionale del Sistema europeo di banche centrali”, *Bollettino mensile della BCE*, luglio 1999.
- BCE (2003), “L'adeguamento delle modalità di voto del Consiglio direttivo”, *Bollettino mensile della BCE*, maggio 2003.
- BCE (1999 - 2003), *Rapporti annuali*.

### **Altri documenti**

- IME (1998), *Rapporto sulla convergenza 1998*, marzo 1998.
- Padoa-Schioppa, T. (2002), “The euro goes East”, intervento all'ottava Conferenza economica di Dubrovnik del 29 giugno 2002.
- Papademos, L. (2001), “The completion of the changeover to the euro”, discorso pronunciato alla Conferenza di informazione sull'euro, tenutasi ad Atene il 17 ottobre 2001.
- Zilioli, C., Selmayr, M. (2001), *The law of the European Central Bank*, Oxford Press.

## CAPITOLO 2

### **Pubblicazioni ufficiali della BCE**

- BCE (1999), “L'area dell'euro all'inizio della Terza fase”, *Bollettino mensile della BCE*, gennaio 1999.
- BCE (1999), *Possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term*, febbraio 1999.
- BCE (1999), “Il settore bancario dell'area dell'euro: caratteristiche strutturali e tendenze”, *Bollettino mensile della BCE*, aprile 1999.
- BCE (1999), “L'attuazione del Patto di stabilità e crescita”, *Bollettino mensile della BCE*, maggio 1999.
- BCE (1999), “I bilanci delle Istituzioni monetarie dell'area dell'euro agli inizi del 1999”, *Bollettino mensile della BCE*, agosto 1999.
- BCE (2000), “L'area dell'euro un anno dopo l'introduzione della moneta unica: caratteristiche principali e mutamenti della struttura finanziaria”, *Bollettino mensile della BCE*, gennaio 2000.
- BCE (2000), “Il commercio con l'estero dell'area dell'euro: principali caratteristiche e tendenze recenti”, *Bollettino mensile della BCE*, agosto 2000.
- BCE (2001), “L'area dell'euro dopo l'ingresso della Grecia” *Bollettino mensile della BCE*, gennaio 2001.
- BCE (2001), “Caratteristiche del finanziamento alle imprese nell'area dell'euro”, *Bollettino mensile della BCE*, febbraio 2001.



- BCE (2001), “Fonti di finanziamento e investimenti finanziari dei settori non finanziari nell’area dell’euro”, *Bollettino mensile della BCE*, maggio 2001.
- BCE (2002), “Risparmio, fonti di finanziamento e investimenti nell’area dell’euro”, *Bollettino mensile della BCE*, agosto 2002.
- BCE (2002), *Report on financial structures*, ottobre 2002
- BCE (2003), *Structural factors in the EU housing markets*, marzo 2003
- BCE (2003), *Money market study 2002*, novembre 2003

### **Altri documenti**

- Buldorini, L., Makrydakis, S., Thimann, C. (2002), *The effective exchange rates of the euro*, Occasional Paper della BCE, n. 2, febbraio 2002.
- Gaspar, V., Hartmann, P., Sleijpen, O. (a cura di) (2003), *The transformation of the European financial system* (Second ECB Central Banking Conference).
- Genre, V., Gómez-Salvador, R. (2002), *Labour force developments in the euro area since the 1980s*, Occasional Paper della BCE, n. 4, luglio 2002.
- Tumpel-Gugerell, G. (2003), “The volatility of financial markets”, discorso pronunciato al terzo Incontro finanziario internazionale ospitato dalla Caja Madrid l’1 e 2 luglio 2003.
- Santillán, J., Bayle, M., Thygesen, C. (2000), *The impact of the euro on money and bond markets*, Occasional Paper della BCE, n. 1., luglio 2000

## **CAPITOLO 3**

### **Pubblicazioni ufficiali della BCE**

- BCE (1999), “La strategia di politica monetaria dell’Eurosistema, orientata alla stabilità”, *Bollettino mensile della BCE*, gennaio 1999.
- BCE (1999), “Gli aggregati monetari dell’area dell’euro e il loro ruolo nella strategia di politica monetaria dell’Eurosistema”, *Bollettino mensile della BCE*, febbraio 1999.
- BCE (2000), *Statistical information collected and compiled by the ESCB*, maggio 2000.
- BCE (2000), “La trasmissione della politica monetaria nell’area dell’euro”, *Bollettino mensile della BCE*, luglio 2000.
- BCE (2000), *Requisiti nel campo delle statistiche economiche generali*, agosto 2000.
- BCE (2000), “I due pilastri della strategia di politica monetaria della BCE”, *Bollettino mensile della BCE*, novembre 2000.
- BCE (2001), “Una valutazione delle statistiche economiche generali per l’area dell’euro”, *Bollettino mensile della BCE*, aprile 2001.
- BCE (2001), “Il quadro di riferimento e gli strumenti dell’analisi monetaria”, *Bollettino mensile della BCE*, maggio 2001.
- BCE (2001), *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*.
- BCE (2001), “Alcune questioni riguardanti le regole di politica monetaria”, *Bollettino mensile della BCE*, ottobre 2001.

- BCE (2002), “Il mercato azionario e la politica monetaria”, *Bollettino mensile della BCE*, febbraio 2002.
- BCE (2002), “Recenti risultati sulla trasmissione della politica monetaria nell’area dell’euro”, *Bollettino mensile della BCE*, ottobre 2002.
- BCE (2002), “La responsabilità della BCE per il proprio operato”, *Bollettino mensile della BCE*, novembre 2002.
- BCE (2002), “La trasparenza della politica monetaria della BCE”, *Bollettino mensile della BCE*, novembre 2002.
- BCE (2003), “I risultati della valutazione della BCE sulla sua strategia di politica monetaria”, *Bollettino mensile della BCE*, giugno 2003.
- BCE (2003), *Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications*, settembre 2003.

### **Altri documenti**

- Angeloni, I., Kashyap, A.K., Mojon, B. (a cura di) (2003), *Monetary policy transmission in the euro area*, Cambridge University Press.
- Brand, C., Gerdesmeier, D., Roffia, B. (2002), *Estimating the trend of M3 income velocity underlying the reference value for monetary growth*, Occasional Paper della BCE, n. 3, maggio 2002.
- Camba-Mendez, G., Gaspar, V., Wynne, M. (2002), *Measurement issues in European consumer price indices and the conceptual framework of the HICP, sintesi e conclusioni del workshop* organizzato congiuntamente dal CEPR e dalla BCE sulle problematiche relative al calcolo degli indici dei prezzi.
- Duisenberg, W. (2001), *The ECB’s quantitative definition of price stability and its comparison with such definitions or inflation targets applied in other large economic areas*, lettera del Presidente della BCE a Christa Randzio-Plath, Presidente della Commissione economica e monetaria, del 16 ottobre 2001.
- Duisenberg, W. (2001), *The ECB’s monetary policy strategy and the quantitative definition of price stability*, lettera del Presidente della BCE a Christa Randzio-Plath, Presidente della Commissione economica e monetaria, del 13 dicembre 2001.
- Domingo-Solans, E. (2003), “The importance of Eurostat for the monetary policy of the European Central Bank”, discorso pronunciato all’incontro accademico organizzato per il 50° anniversario dell’Ufficio statistico delle Comunità europee (Eurostat), tenutosi a Lussemburgo il 16 maggio 2003.
- Domingo-Solans, E. (2003), “Official statistics for a global economy”, discorso pronunciato alla 54a Sessione dell’Istituto internazionale di statistica, svoltasi a Berlino il 20 agosto 2003.
- Herrero, A., Gaspar, V., Hoogduin, L., Morgan J., Winkler, B. (a cura di) (2001), *Why price stability?* (First ECB Central Banking Conference), giugno 2001.
- Issing, O. (1999), “The Eurosystem: Transparent and Accountable”, *Journal of Common Market Studies*, vol. 37(3), pp. 503-519.

- Issing, O. (2000), “The monetary policy of the European Central Bank: strategy and implementation”, *Kredit und Kapital*, vol. 15, pp. 353-388.
- Issing, O. (a cura di) (2003), *Background studies for the ECB's evaluation of its monetary policy strategy*.
- Issing, O., Gaspar, V., Angeloni, I., Tristani, O. (2001), *Monetary policy in the euro area: Strategy and decision-making at the European Central Bank*.
- Klöckers, H.-J., Willeke, C. (a cura di) (2001), *Monetary analysis: Tools and applications* (atti del seminario organizzato dalla BCE), agosto 2001.
- Trichet, J.-C. (2002), “Asset price bubbles and their implications for monetary policy and financial stability”, allocuzione programmatica alla conferenza sulla questione della formazione delle bolle dei prezzi delle attività, tenutasi presso la Federal Reserve Bank di Chicago il 23 aprile 2002.
- Trichet, J.-C. (2003), “The ECB monetary strategy after the evaluation and clarification of May 2003”, discorso pronunciato in un incontro tematico del Center for Financial Studies, organizzato a Francoforte sul Meno il 20 novembre 2003.

## CAPITOLO 4

### **Pubblicazioni ufficiali della BCE**

- BCE (1999), “L’assetto operativo dell’Eurosistema: descrizione e prime valutazioni”, *Bollettino mensile della BCE*, maggio 1999.
- BCE (2000), “Il passaggio alle aste a tasso variabile nelle operazioni di rifinanziamento principali”, *Bollettino mensile della BCE*, luglio 2000.
- BCE (2001), “Il sistema delle garanzie per le operazioni di finanziamento dell’Eurosistema”, *Bollettino mensile della BCE*, aprile 2001.
- BCE (2001), “L’andamento delle richieste delle controparti nelle regolari operazioni di mercato aperto dell’Eurosistema”, *Bollettino mensile della BCE*, ottobre 2001.
- BCE (2002), “La gestione delle liquidità da parte della BCE”, *Bollettino mensile della BCE*, maggio 2002.
- BCE (2003), “Modifiche all’assetto operativo dell’Eurosistema per la conduzione della politica monetaria”, *Bollettino mensile della BCE*, agosto 2003.
- BCE (2004), *L’attuazione della politica monetaria nell’area dell’euro – Caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria dell’Eurosistema*, gennaio 2004.

### **Altri documenti**

- Bindseil, U., Seitz, F. (2001), *The supply and demand for Eurosystem deposits – the first 18 months*, Working Paper della BCE, n. 44, febbraio 2001.
- Blenck, D., Hasko, H., Hilton S., Masaki, K. (2001), “The main features of the monetary policy frameworks of the Bank of Japan, the Federal Reserve System and the Eurosystem”, Papers della BRI, n. 9.
- Ejerskov, S., Martin Moss, C., Stracca, L. (2003), *How does the ECB allot liquidity in its weekly main refinancing operations? A look at the empirical evidence*, Working Paper della BCE, n. 244, luglio 2003.

Manna, M., Pill, H., Quirós, G. (2001), “The Eurosystem’s operational framework in the context of its monetary policy strategy”, *International Finance*, n. 4(1).

## **CAPITOLO 5**

*Per informazioni dettagliate sulle decisioni di politica monetaria della BCE, si consultino le seguenti fonti ufficiali:*

- le dichiarazioni introduttive del Presidente della BCE alle conferenze stampa;
- l’Editoriale pubblicato nel Bollettino mensile della BCE;
- le audizioni del Presidente dinanzi la Commissione economica e monetaria del Parlamento europeo;
- i rapporti annuali della BCE.

### **Altri documenti**

FMI (autori vari), *Staff report on the euro area policies in the context of the Article IV consultations with euro area countries*.

Issing, O. (2000), “The ECB’s Monetary Policy: Experience after the First Year”, *Journal for Policy Modelling*, vol. 22(3), pp. 325-343.

Issing, O. (2001), “The euro – the experience of the past 2 years”, *Journal of Asian Economics*, vol. 12, pp. 1-20.

OCSE (autori vari), *Economic Surveys: Euro Area*.

## INDICE ANALITICO

- AEC (cfr. Meccanismo di cambio dello SME)
- AEC II 110, 112
- Aggregati monetari 37-39, 69, 112
- Allargamento dell'UE 11, 112
- Amministrazioni pubbliche 23-28, 122-124, 127
- Area dell'euro 9, 112
- Aspettative di inflazione 52-56, 102-104
- Asta a tasso fisso 86-88, 96, 113
- Asta a tasso variabile 86-88, 96, 113
- Asta standard 80, 86, 88, 96, 113
- Attività di primo livello 80, 113
- Attività di secondo livello 80, 113
- Banca centrale europea (BCE) 9-13, 110-111, 113
- Banconote e monete in circolazione 38-39, 113
- Base monetaria 43, 76, 82-85, 114
- Bilancio consolidato delle IFM 36-40, 114
- Coefficiente di riserva 82-86, 114
- Comitato economico e finanziario (CEF) 114
- Comitato esecutivo della BCE 11, 111, 114
- Commissione europea 13, 25-26, 109, 111, 114
- Comunità economica europea (CEE) 109
- Consiglio direttivo della BCE 10, 46, 114
- Consiglio europeo 9, 12-16, 25, 109-110
- Consiglio generale della BCE 10-13, 115
- Consiglio UE 13, 25-26, 72, 110, 115
- Contratto a termine 115
- Contratto future 115
- Controparte 36, 79-80, 89, 115
- Costo opportunità 67, 115
- Credibilità 44, 49-52, 72, 107
- Credito 36-37, 47, 63, 67, 69, 89, 115
- Criteri di convergenza 9, 111, 116
- Deflazione 44-45, 54-57, 116
- Depositi a vista 38-39, 82, 116
- Depositi con durata prestabilita 38-39, 82, 116
- Depositi presso la banca centrale 81, 92, 103-106, 116
- Depositi overnight (cfr. Depositi a vista)
- Depositi rimborsabili con preavviso 38, 115
- Domanda di moneta 59, 116
- Ecofin 13, 115
- Euro 9, 117
- Euro interbank offered rate (Euribor) 33, 117
- Euro overnight index average (Eonia) 33, 81, 86, 117
- Eurosistema 9-13, 117
- Eurostat 55-56, 64, 117
- Famiglie 24, 48, 118
- Fondi comuni monetari 37-38, 40, 118
- Fondo pensione 30-31, 40, 118
- Garanzia 48, 79-80, 118
- Grado di apertura 118
- Indicatori anticipatori 67, 118
- Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) 54-56, 118
- Indipendenza della banca centrale 12, 71, 118
- Indirizzi di massima per le politiche economiche 26, 118
- Inflazione 44, 54-58, 118
- Investimenti 48, 55
- Istituto monetario europeo (IME) 55, 110-111, 118
- Istituzione creditizia 36-41, 76-97, 118
- Istituzioni finanziarie monetarie (IFM) 36-41, 119
- M1 38, 69, 101, 104, 119
- M2 38, 119
- M3 38-39, 68-70, 100, 104, 119
- Meccanismo di trasmissione della politica monetaria 46-52, 119

Meccanismo di cambio dello SME 111  
 Mercati finanziari 28-29, 30-36, 64, 99, 119  
 Mercato azionario 35-36, 119  
 Mercato degli strumenti derivati 32, 119  
 Mercato dei titoli di debito 33-35  
 Mercato monetario 29, 30-33, 118  
 Mercato obbligazionario 119  
 Neutralità della moneta 43, 119  
 Operazione attivabile su iniziativa delle controparti 78-82, 91, 121  
 Operazione di mercato aperto 78-79, 86-90, 120  
 Operazione di regolazione puntuale 78-79, 88-90, 120  
 Operazione di rifinanziamento a più lungo termine 78, 88, 120  
 Operazione di rifinanziamento marginale 78-82, 120  
 Operazione di rifinanziamento principale 78, 86-87, 120  
 Operazione di swap in valuta 89, 125  
 Operazione di tipo strutturale 78, 90, 120  
 Operazione di vendita con patto di riacquisto 38, 39, 79-80, 82, 89, 121  
 Operazione temporanea 78-79, 89-90, 121  
 Opzione 32, 121  
 Output gap 62-64, 121  
 Parità centrale bilaterale 111  
 Parlamento europeo 13, 72-74, 121  
 Passività soggette a riserva 82-86, 122  
 Patto di stabilità e crescita 23, 25, 110, 122  
 Periodo di mantenimento 83, 84, 122  
 Premio per il rischio di inflazione 44, 122  
 Prestiti 28-30, 36-41, 101-104, 122  
 Prevedibilità 73  
 Procedura per i disavanzi eccessivi 25, 123  
 Programmi di stabilità 26, 123  
 Proiezioni degli esperti dell'Euro-sistema 65-67, 123  
 Pronti contro termine\* 89-90, 123  
 Rapporto debito pubblico/PIL 25, 123  
 Rapporto disavanzo pubblico/PIL 25, 123  
 Responsabilità per il proprio operato 13, 54, 71-73, 124  
 Rigidità nominali verso il basso 57  
 Rischi per la stabilità dei prezzi 58-60, 67-71, 98-107  
 Riserva obbligatoria 82-86, 124  
 Shock economici 47, 52, 58, 98  
 Sistema europeo dei conti 1995 (SEC 95) 124  
 Sistema europeo di banche centrali (SEBC) 9, 110, 124  
 Sistema monetario europeo (SME) 124  
 Società non finanziarie 34-35, 124  
 Stabilità dei prezzi 9-13, 43-58, 98, 125  
 Stato membro 9, 11, 108-111, 125  
 Strategia basata su un obiettivo di cambio 60, 125  
 Strategia basata su un obiettivo di inflazione 60, 74, 125  
 Strategia basata su un obiettivo di moneta 60, 74, 125  
 Strategia di politica monetaria 43-75, 125  
 Swap (cfr. Operazione di swap in valuta)  
 TARGET 31, 125  
 Tassi di cambio effettivi nominali (cfr. Tassi di cambio effettivi)  
 Tassi di cambio effettivi reali (cfr. Tassi di cambio effettivi)  
 Tassi di cambio effettivi 100, 126  
 Tassi di interesse di riferimento della BCE 81, 89-107, 126  
 Tasso di partecipazione alle forze di lavoro 22, 126  
 Tasso minimo di offerta 87, 96, 103, 105, 106, 126  
 Terza fase dell'UEM (cfr. Unione economica e monetaria)  
 Titoli di debito 33-41, 82, 126  
 Transazione definitiva 88-89, 126

Trasparenza 13, 44, 54, 71-75  
Trattato 9-17, 25-26, 45-46, 53-54,  
72, 74, 108-111, 127  
Trattato di Maastricht (cfr. Trattato)  
Unione economica e monetaria  
(UEM) 11, 108-111, 127

Unità di conto europea (ECU) 109,  
117  
Valore di riferimento per la crescita  
della moneta 68-70, 127  
Valore di riferimento per la posi-  
zione di bilancio 25, 127