

COMITATO DEI GOVERNATORI
DELLE BANCHE CENTRALI DEGLI STATI MEMBRI
DELLA COMUNITÀ ECONOMICA EUROPEA

RAPPORTO ANNUALE

1992

APRILE 1993

ISSN 1021-3414 (PRINT), ISBN 92-9166-222-4 (ONLINE)

ISSN 1021 - 3414

COMPOSIZIONE DEL COMITATO DEI GOVERNATORI

A. Verplaetse	Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique
E. Hoffmeyer	Danmarks Nationalbank
H. Schlesinger	Deutsche Bundesbank
E. Christodoulou	Bank of Greece
L. Rojo*	Banco de España
J. de Larosière	Banque de France
M. Doyle	Central Bank of Ireland
C. Ciampi	Banca d'Italia
P. Jaans	Institut Monétaire Luxembourgeois
W. Duisenberg	De Nederlandsche Bank
M. Beleza**	Banco de Portugal
R. Leigh-Pemberton	Bank of England

Un membro della Commissione delle Comunità Europee è invitato, in qualità di rappresentante, alle riunioni del Comitato dei Governatori.

* Succeduto a M. Rubio il 18 luglio 1992.

** Succeduto a J. Tavares Moreira il 4 maggio 1992.

INDICE GENERALE

INTRODUZIONE E VALUTAZIONE COMPLESSIVA	1
1. La politica monetaria in un contesto di tensioni sui mercati dei cambi	1
2. Orientamenti di politica monetaria per il 1993	5
3. Attività preparatoria per il passaggio alle Fasi Due e Tre dell'Unione Economica e Monetaria	7
I. ANDAMENTI ECONOMICI E ATTUAZIONE DELLE POLITICHE MONETARIE	9
1. Il quadro di riferimento economico della politica monetaria	9
2. Sviluppi monetari e dei tassi di cambio	17
3. Prospettive economiche e questioni di politica monetaria	31
4. Sviluppi dell'ECU privato	34
II. PROCEDURE E STRUMENTI DI POLITICA MONETARIA NEI PAESI DELLA COMUNITÀ	39
1. Principali strumenti	39
2. Principali procedure	42
3. Segnali sugli orientamenti di politica monetaria	43
III. CARATTERISTICHE ISTITUZIONALI DELLE BANCHE CENTRALI DELLA COMUNITÀ	45
1. Statuti e autonomia	45
2. Obiettivi e compiti delle banche centrali	48
3. La conduzione della politica monetaria e del cambio	48
4. Procedure di nomina dei Governatori delle banche centrali	50
5. Prospettive di riforma delle legislazioni sulle banche centrali	51
IV. ATTIVITÀ DEL COMITATO DEI GOVERNATORI E PREPARAZIONE DEL PASSAGGIO ALL'UEM	53
1. Attività del Comitato dei Governatori	53
2. Attività preparatoria per il passaggio alla seconda e terza Fase dell'UEM	59
ALLEGATO I: MODIFICHE DEGLI STRUMENTI E DELLE PROCEDURE DI POLITICA MONETARIA DALL'INIZIO DELLA FASE UNO	73
ALLEGATO II: ASSETTO ISTITUZIONALE DELLE BANCHE CENTRALI DEI PAESI COMUNITARI	77
ABBREVIAZIONI E SIMBOLI	98

Tavole, figure e riquadri

(Le abbreviazioni e i simboli utilizzati nelle tavole e nelle figure sono riportati a pag. 98)

Tavole

(a) Tavole del testo

1. Indicatori economici e finanziari della Comunità	2
2. Scostamenti dal reddito potenziale e divergenze cicliche	11
3. Aggregati monetari: obiettivi e risultati	19
4. Indicatori di competitività	29
5. Evoluzione dell'ECU sui mercati finanziari	35
6. Strumenti e procedure della politica monetaria	40
7. Caratteristiche istituzionali delle banche centrali della Comunità	46
8. Finanziamento delle banche centrali al settore pubblico	64

(b) Tavole fuori testo

R1. PIL a prezzi costanti	37
R2. Tassi di disoccupazione	37
R3. Prezzi al consumo	37
R4. Retribuzione per addetto	38
R5. Saldi dei conti delle Amministrazioni pubbliche	38
R6. Saldo delle partite correnti	38
R7. Evoluzione degli aggregati monetari ampi	38

Figure

1. Crescita del PIL e inflazione nella CE	3
2. Tassi di cambio del dollaro USA e dello yen nei confronti del marco	10
3. Situazione di bilancio delle Amministrazioni pubbliche nel 1992	16
4. Tassi d'interesse a breve termine	20
5. Tassi d'interesse a lungo termine	20
6. Tassi d'interesse ufficiali o di riferimento	22
7. Tassi di cambio nei confronti del marco	25
8. Organigramma del Comitato del Governatori	60

Riquadri

1. L'indebitamento privato nei paesi della Comunità	12
2. Tendenze dell'inflazione settoriale	14
3. Attività internazionali e analisi monetaria	55

* * *

I dati del Rapporto sono quelli disponibili al 28 febbraio 1993.

INTRODUZIONE E VALUTAZIONE COMPLESSIVA

Questo è il secondo Rapporto Annuale del Comitato dei Governatori, che descrive l'attività di quest'ultimo e le condizioni monetarie e finanziarie nella Comunità durante il 1992. Il Rapporto è stato redatto in conformità con il mandato conferito al Comitato stesso, così come enunciato nella decisione del Consiglio, emendata il 12 marzo 1990.

Lo scorso anno è stato uno dei più impegnativi per la cooperazione tra le banche centrali dei paesi membri della CEE. Gli sviluppi monetari e finanziari, in particolare quelli legati alle tensioni sui mercati dei cambi nella seconda metà del 1992, hanno dominato il lavoro e le discussioni del Comitato. Nel contempo, dopo la stipula del Trattato sull'Unione Europea a Maastricht nel febbraio dello scorso anno, il Comitato ha mosso i primi passi al fine di creare le condizioni per l'attuazione del Trattato in campo monetario e, in particolare, per preparare la costituzione dell'Istituto monetario europeo (IME), che assumerà i compiti del Comitato dei Governatori quando quest'ultimo verrà sciolto, alla fine del 1993.

1. LA POLITICA MONETARIA IN UN CONTESTO DI TENSIONI SUI MERCATI DEI CAMBI

Come indicato nel precedente Rapporto, nel passare in rassegna gli orientamenti di politica monetaria per il 1992 nell'ambito della propria valutazione preventiva annuale, il Comitato dei Governatori aveva concluso che le politiche monetarie nazionali erano indirizzate a una ulteriore riduzione dell'inflazione nella Comunità. Il tasso medio di crescita dei prezzi al consumo è sceso nella Comunità dal 5,1 per cento del 1991 al 4,3 per cento del 1992; tuttavia, in condizioni normali, era da attendersi una riduzione più significativa, tenuto conto delle favorevoli influenze esterne sull'inflazione e del permanere di una situazione di debolezza dell'attività economica nella Comunità (cfr. Tav. 1 e Fig. 1). Il prodotto complessivo della Comunità è aumentato soltanto dell'1,1 per cento nel 1992, riflettendo in parte l'inatteso prolungarsi della fase ciclica negativa nel resto del mondo, ma anche la debole domanda interna nella maggior parte dei paesi membri.

Al momento della valutazione annuale degli orientamenti delle politiche nazionali, il Comitato aveva individuato diversi rischi potenziali, alcuni dei quali, di fatto, si sono presto concretizzati: in particolare, sono venute meno le speranze di una pronta ripresa dell'attività economica; i piani di risanamento delle finanze pubbliche si sono spesso dimostrati difficili da realizzare; il costo del lavoro ha continuato ad aumentare a un ritmo relativamente sostenuto in alcuni paesi. Inoltre, l'accelerazione della crescita monetaria e le persistenti pressioni sui prezzi interni, hanno reso necessaria in Germania una restrizione della politica monetaria alla fine del 1991.

Nella prima parte del 1992, la crescita della moneta nella Comunità è divenuta più rapida e in alcuni paesi gli aggregati monetari hanno registrato deviazioni dai rispettivi sentieri obiettivo. I differenziali tra i tassi d'interesse sono rimasti contenuti; il livello dei tassi a breve termine, tuttavia, ha registrato una tendenza all'aumento. A fronte del permanere di un'attività economica stagnante, sono emerse crescenti preoccupazioni sull'appropriatezza dell'orientamento della politica monetaria in quei paesi nei quali, a fronte di progressi significativi realizzati nel contenimento dell'inflazione, la disoccupazione stava aumentando rapidamente.

TAVOLA 1: INDICATORI ECONOMICI E FINANZIARI DELLA COMUNITÀ

VOCI	1987-89 media	1990	1991	1992 (a)
	variazioni percentuali rispetto all'anno precedente			
PIL a prezzi costanti	3.5	2.8	1.2	1.1
Prezzi al consumo	4.1	5.7	5.1	4.3
Retribuzioni per addetto (b)	6.1	7.6	7.1	5.7
	in percentuale del PIL			
Saldo delle partite correnti	0.4	-0.3	-0.9	-1.0
Saldo di bilancio delle Amministrazioni Pubbliche	-3.6	-4.2	-4.7	-5.3
	valori percentuali			
Tasso d'interesse a breve termine (b) (d)	9.6	11.8	11.0	11.2
Tasso d'interesse a lungo termine (b) (e)	9.4	11.2	10.3	9.9

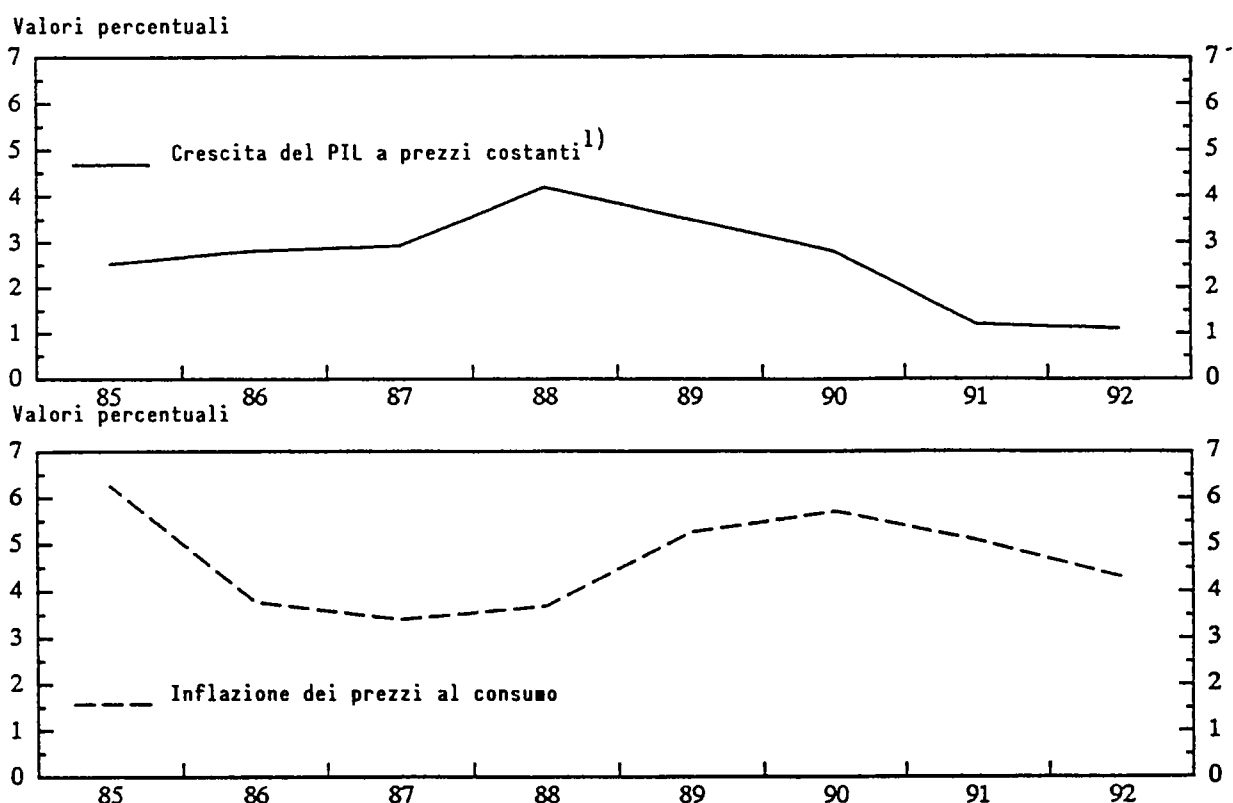
Fonte: dati nazionali; BRI.

(a) Dati stimati. (b) Pesi calcolati sulla base del PIL dei rispettivi paesi nel 1989 espressi in moneta comune utilizzando le parità dei poteri d'acquisto. (c) Pesi calcolati sulla base dei consumi dei rispettivi paesi nel 1989 espressi in moneta comune utilizzando le parità dei poteri d'acquisto. (d) Tassi del mercato monetario a 3 mesi. (e) Tassi sui titoli pubblici o del settore pubblico.

Un punto di svolta è stato raggiunto all'inizio del giugno 1992, quando la mancata ratifica danese, di stretta misura, del Trattato di Maastricht ha innescato tensioni crescenti nei mercati valutari della Comunità. In breve tempo le condizioni dei mercati monetari sono divenute più differenziate. In Germania, l'orientamento della politica monetaria è rimasto rigido e i tassi d'interesse di mercato non sono scesi fino alla metà di settembre, in occasione del riallineamento della lira italiana; in Belgio e nei Paesi Bassi, le variazioni dei tassi d'intervento delle banche centrali hanno riflesso da vicino i movimenti dei tassi d'interesse tedeschi, in modo da mantenere gli stretti legami valutari con il marco tedesco. Durante la seconda metà dell'anno in tutti gli altri paesi membri degli Accordi Europei di Cambio (AEC) si sono dovute fronteggiare pressioni al ribasso sulle valute, talora molto acute, e sono stati aumentati i tassi d'interesse ufficiali, sebbene in misura e tempi diversi, nell'ambito delle rispettive strategie per contrastare le emergenti tensioni sui cambi.

Il risultato del referendum danese in giugno è stato soltanto un catalizzatore degli eventi successivi, culminati nel settembre 1992 nella crisi più grave attraversata dal Sistema monetario europeo (SME) dal suo inizio. In rapida successione sono stati decisi due riallineamenti ed è stato sospeso, per due valute, l'obbligo di rispettare i previsti margini di oscillazione del tasso di cambio. In poco tempo si è vanificata la notevole stabilità delle aspettative sui tassi di cambio che aveva caratterizzato gli ultimi anni, lasciando spazio a un comportamento del mercato fortemente speculativo. Inizialmente, una forte pressione al ribasso è stata subita dalle valute che apparivano vulnerabili alla luce delle condizioni economiche interne. Tuttavia, con l'estendersi delle tensioni ad altre valute, la situazione sul mercato dei cambi ha iniziato a mostrare anche le caratteristiche di un attacco speculativo, con infondate aspettative di breve periodo sui tassi di cambio che si autoalimentavano.

FIGURA 1: CRESCITA DEL PIL E INFLAZIONE NELLA CE



1) Dati stimati del PIL a prezzi costanti per il 1992.

Le crescenti tensioni sui mercati seguite al voto danese sono state indubbiamente intensificate da alcuni fattori concomitanti: il significativo deprezzamento del dollaro nei confronti delle valute europee; le pressioni sviluppatesi sulle valute nordiche; la maggiore attenzione dei mercati alle risposte delle autorità alle tensioni sui tassi di cambio, percepite come insufficientemente coordinate.

Considerando elementi di carattere più strutturale, la crisi del mercato dei cambi deve essere attribuita a due fattori. In primo luogo, la stabilità dei tassi di cambio nominali negli AEC durante i precedenti cinque anni non era stata sfruttata a sufficienza per rafforzare le parità centrali esistenti, con una correzione degli squilibri economici e con sforzi più vigorosi verso una maggiore convergenza economica. Al contrario, a causa dei rilevanti disavanzi di bilancio in molti paesi della Comunità, sono state mantenute combinazioni di politica economica squilibrate; una convergenza insufficiente verso un basso livello di inflazione ha determinato cambiamenti significativi nelle posizioni competitive internazionali. A fronte dei segnali di una diminuzione del consenso popolare nei confronti del Trattato di Maastricht alla vigilia del referendum francese, si è ridotta la fiducia del mercato nell'impegno delle autorità a mantenere le parità centrali esistenti e a conseguire la convergenza secondo i criteri del Trattato. Il referendum francese è così divenuto una data di riferimento per un possibile riallineamento.

La seconda ragione fondamentale della crisi del mercato dei cambi è stata la crescente percezione, durante il 1992, che la prolungata debolezza dell'attività economica e le minori prospettive di ripresa aggravavano i conflitti di politica economica in quei paesi nei quali l'inflazione era stata ridotta significativamente e le condizioni del mercato del lavoro si erano fortemente deteriorate. In questi casi, il livello dei tassi d'interesse nominali necessario per difendere la parità centrale negli AEC è apparso sempre più in conflitto con gli obiettivi interni dell'economia, soprattutto laddove i tassi d'interesse reali sono aumentati con il migliorare delle prospettive per l'inflazione. Il conflitto tra obiettivi interni ed esterni è emerso chiaramente dalle ripetute richieste di riduzione sia dei tassi d'interesse interni sia dei tassi tedeschi, data l'importanza di questi ultimi per le condizioni monetarie nel resto della Comunità. In Germania, tuttavia, si è ritenuto che vi fossero scarsi margini per una riduzione dei tassi d'interesse, dati l'andamento dei prezzi e dei salari e l'orientamento della politica fiscale. D'altra parte, i mercati hanno percepito i limiti della disponibilità da parte delle autorità di altri paesi ad aumentare i tassi d'interesse a difesa delle parità centrali – soprattutto laddove, a causa delle deboli condizioni economiche e del livello elevato dell'indebitamento privato e/o pubblico – le economie erano particolarmente sensibili alle variazioni dei tassi d'interesse.

Tutti i paesi della Comunità le cui valute sono state sottoposte a pressioni al ribasso hanno fatto uso, in varie combinazioni, di tre strumenti: sono state ampiamente sfruttate le possibilità di oscillazione all'interno delle bande di fluttuazione degli AEC; sono stati effettuati interventi per ammontari senza precedenti; i tassi d'interesse sono stati aggiustati, sebbene in misura e tempi diversi. Alcuni paesi hanno applicato in maniera più stringente i controlli esistenti sui movimenti di capitale, mentre, in un caso, sono state temporaneamente adottate misure per penalizzare la vendita allo scoperto della moneta nazionale finanziata attraverso gli swaps.

Per quanto la valutazione delle recenti turbolenze nei mercati dei cambi non sia stata ancora completata, vi è pieno accordo che lo SME è utile per tutti i paesi della Comunità come sistema per la promozione di una più stretta cooperazione monetaria che conduca a una zona di stabilità monetaria, e che il ristabilimento e il mantenimento della credibilità del Sistema nella sua interezza è un obiettivo di grande importanza. Per il suo raggiungimento devono essere soddisfatti due requisiti. In primo luogo, affinché le parità centrali rimangano credibili, le condizioni economiche ad esse sottostanti devono essere solide e devono essere sostenute in maniera convincente dalle politiche macroeconomiche attuali e future. Il Sistema deve rimanere flessibile; aggiustamenti dei tassi di cambio possono essere necessari se emergono rilevanti squilibri economici. Tuttavia, un riallineamento non è una panacea e non elimina, pertanto, la necessità di mantenere politiche orientate alla stabilità. In secondo luogo, l'esperienza ha dimostrato che, in un contesto di completa libertà di movimento dei capitali, possono sorgere massicce pressioni speculative anche in una situazione nella quale le parità centrali si fondino su condizioni interne solide e stabili. In queste circostanze, la difesa dei tassi di cambio deve basarsi su una stretta cooperazione, coerentemente con l'impegno dei singoli paesi per il conseguimento della stabilità dei prezzi, condizione preliminare per una stabilità duratura dei tassi di cambio. Le modifiche istituzionali in corso di attuazione in alcuni dei paesi membri per aumentare l'indipendenza delle rispettive banche centrali potrebbero essere un elemento molto utile per aumentare la credibilità della politica monetaria. Nel quadro di tali considerazioni di carattere generale, il Comitato dei Governatori prosegue la propria discussione sulla gestione dello SME.

2. ORIENTAMENTI DI POLITICA MONETARIA PER IL 1993

Nel dicembre 1992, quando il Comitato dei Governatori prese in esame gli orientamenti delle politiche monetarie nazionali per il 1993, non solo le prospettive dell'economia mondiale e quelle relative alla crescita e all'inflazione nella Comunità erano assai incerte, ma i ripetuti episodi di tensione sui mercati dei cambi indicavano che non erano state ancora ripristinate nello SME condizioni più durature di stabilità. Si prevedeva allora un'espansione del prodotto reale della Comunità a un tasso contenuto, all'incirca pari a quello dei due anni precedenti; nonostante il debole andamento dell'attività economica, si continuava a prevedere solo un moderato rallentamento dell'inflazione.

Nell'ambito del Comitato dei Governatori si è pienamente convenuto sul fatto che le politiche monetarie debbano continuare a essere orientate verso l'obiettivo di medio termine di realizzare e mantenere la stabilità dei prezzi nell'intera Comunità. La politica monetaria può raggiungere tale obiettivo solo se condotta con mano ferma. Come l'esperienza ha dimostrato, gli effetti positivi sul livello dell'attività economica derivanti da un allentamento prematuro delle condizioni monetarie vengono rapidamente erosi e sono presto superati dai rilevanti costi econo-

mici di lungo periodo, il cui riassorbimento è difficile e doloroso. Per questa ragione il Comitato dei Governatori ha sottolineato la necessità di una politica monetaria orientata al medio termine, che assicuri un ulteriore calo dell'inflazione senza ridurre lo spazio per una ripresa sostenibile dell'attività economica.

Tuttavia, come veniva sottolineato nel Rapporto dello scorso anno, l'efficacia dell'orientamento previsto della politica monetaria si fonda in misura rilevante su un adeguato sostegno da parte della politica fiscale e degli andamenti salariali. In vari paesi membri vi è urgente necessità di migliorare la combinazione tra politica monetaria e fiscale. Nonostante il peggioramento delle prospettive economiche per il 1993, la necessità di un risanamento fiscale non dovrà essere perduta di vista. Ciò assume particolare rilievo alla luce del Trattato di Maastricht, che stabilisce la necessità di una disciplina fiscale e fissa un valore di riferimento per il disavanzo pubblico pari al 3 per cento del PIL al fine di facilitare una valutazione circa la sostenibilità della posizione finanziaria dell'amministrazione pubblica. Secondo le ultime previsioni pubblicate dalla Commissione europea, il disavanzo pubblico nella Comunità nel suo complesso dovrebbe crescere nel 1993 al 5,75 per cento del PIL, mezzo punto percentuale in più rispetto al livello, già non sostenibile, dello scorso anno. Se si vogliono salvaguardare la credibilità delle politiche dei paesi membri e degli obblighi stabiliti dal Trattato e se si vuole evitare di sovraccaricare di compiti la politica monetaria, le necessarie misure di risanamento dei bilanci pubblici debbono essere prese subito. In particolare, nei paesi con disavanzi pubblici eccessivi dovranno essere proseguiti gli sforzi per correggere i disavanzi strutturali. In altri paesi il rallentamento della crescita economica non dovrebbe dare luogo a un aumento dei disavanzi al di là dei normali effetti automatici derivanti dal ridursi delle entrate e dall'aumento delle spese sociali. Inoltre, sebbene alcuni paesi della Comunità siano riusciti a contenere la dinamica dei salari nominali nel 1992, una significativa moderazione degli aumenti salariali è ancora necessaria laddove i costi del lavoro crescono a un ritmo elevato. Inoltre, tutti i paesi della Comunità debbono perseverare negli sforzi per ridurre la rigidità nei mercati del lavoro. Al fine di promuovere le necessarie correzioni delle politiche, nella maggior parte dei paesi sono stati stabiliti programmi nazionali di convergenza dopo una discussione in seno alla Comunità.

L'importanza di raggiungere rapidamente un migliore equilibrio tra le politiche monetarie e fiscali e di rafforzare le politiche dell'offerta è stata vistosamente messa in luce dai deludenti andamenti economici e finanziari del 1992. Un deciso avanzamento in questi campi è necessario non solo per rafforzare le basi di una crescita sostenibile, ma anche per ridare stabilità ai rapporti di cambio tra le valute della Comunità. Sebbene la politica monetaria rimanga responsabilità delle autorità nazionali, rafforzare il coordinamento delle politiche monetarie nell'ambito del Comitato dei Governatori dovrebbero tra l'altro contribuire a ristabilire la credibilità degli AEC, in assenza della quale risulterà assai più difficile ridurre in modo duraturo i differenziali tra i tassi d'interesse.

I recenti riallineamenti e le variazioni dei tassi di cambio delle valute i cui paesi hanno sospeso i loro impegni nell'ambito degli AEC dovrebbero aver contribuito a correggere gli effetti dei precedenti squilibri. Tuttavia, sarebbe erroneo ritenere che le variazioni dei tassi di cambio, e in particolare la fluttuazione temporanea di alcune valute, abbiano eliminato i vincoli alle politiche economiche interne. La stretta integrazione delle economie della Comunità e le crescenti interdipendenze derivanti dal completamento del mercato unico per le persone, i beni, i servizi e i capitali non consentono alcuna alternativa alla cooperazione e allo stretto coordinamento delle politiche.

3. ATTIVITÀ PREPARATORIA PER IL PASSAGGIO ALLE FASI DUE E TRE DELL'UNIONE ECONOMICA E MONETARIA

In risposta all'invito da parte del Consiglio delle Comunità Europee, il Comitato dei Governatori ha avviato attività preparatorie volte a creare le condizioni per l'attuazione del Trattato di Maastricht nel campo monetario. Tali attività si concentrano in parte sul compito di costituire l'Istituto monetario europeo e in parte su alcune aree specifiche, legate all'obiettivo più distante di una politica monetaria unica, ma che richiedono un considerevole periodo di preparazione.

Il lavoro di base per la costituzione dell'IME si è finora incentrato principalmente sui compiti della nuova istituzione. Alcuni di questi compiti si sovrappongono alle responsabilità attualmente assegnate al Comitato dei Governatori, come il coordinamento delle politiche monetarie, o al Fondo europeo di cooperazione monetaria, come l'amministrazione dei meccanismi dello SME. In questi campi l'obiettivo è quello di facilitare la transizione verso l'IME. Inoltre, il Comitato dei Governatori sta attualmente esaminando come l'IME possa meglio esercitare le proprie funzioni operative. In base allo Statuto dell'IME, queste ultime comprendono: funzioni attualmente svolte dal FECoM; nuove funzioni, come la gestione delle riserve valutarie in qualità di agente delle banche centrali nazionali e su loro richiesta; compiti collegati all'ECU.

Riguardo alle attività preparatorie da avviare con anticipo, il Comitato dei Governatori ha individuato cinque aree principali che meritano tempestiva attenzione: le statistiche, le questioni relative ai sistemi dei pagamenti, la stampa e l'emissione di una banconota europea, le questioni contabili, la creazione di sistemi informativi. Per ciascuno di questi progetti specifici è stato costituito un nuovo Gruppo di lavoro.

L'attività iniziale di tali Gruppi è soprattutto di raccolta di informazioni e di analisi, al fine di predisporre le basi per le future decisioni su come dovranno essere create le necessarie infrastrutture integrate. Infine, sono state avviate anche attività preliminari volte a chiarire le più importanti questioni relative alle principali caratteristiche, agli strumenti e alle procedure operative della futura politica monetaria unica.

* * *

Nel primo capitolo del Rapporto vengono esaminati gli andamenti economici e l'attuazione delle politiche monetarie nel 1992. Nel secondo capitolo sono descritti gli strumenti e le procedure della politica monetaria, mentre nel terzo si passano in rassegna le caratteristiche istituzionali delle banche centrali della Comunità. Il capitolo finale riferisce sulle attività del Comitato dei Governatori e sulla preparazione per il passaggio all'Unione economica e monetaria

I. ANDAMENTI ECONOMICI E ATTUAZIONE DELLE POLITICHE MONETARIE

1. IL QUADRO DI RIFERIMENTO ECONOMICO DELLA POLITICA MONETARIA

Dopo una vigorosa espansione nell'ultima parte degli anni ottanta, la crescita nella Comunità ha registrato un sensibile rallentamento nel 1991 ed è rimasta debole nel 1992. L'andamento stagnante dell'attività economica ha risentito di un contesto internazionale poco favorevole, a cui si è unito uno scarso dinamismo della domanda interna. In media, l'inflazione nei paesi della Comunità è scesa ulteriormente nel 1992, ma la situazione rimane lontana dall'obiettivo di medio periodo della stabilità dei prezzi. Inoltre, l'entità del calo dell'inflazione è stata piuttosto limitata, nonostante la marcata debolezza dei prezzi all'importazione della CE e una crescita del prodotto più moderata rispetto alle previsioni iniziali. Il perdurare delle spinte inflazionistiche deriva in larga parte da fattori interni, con aumenti dei prezzi particolarmente forti nei settori dell'economia meno esposti alla concorrenza internazionale. Sebbene le differenze tra i tassi di inflazione dei paesi della Comunità si siano ulteriormente ridotte nel 1992, ciò è stato in parte da attribuire a un calo nel Regno Unito e a un aumento in Germania, paese, quest'ultimo, tradizionalmente a bassa inflazione.

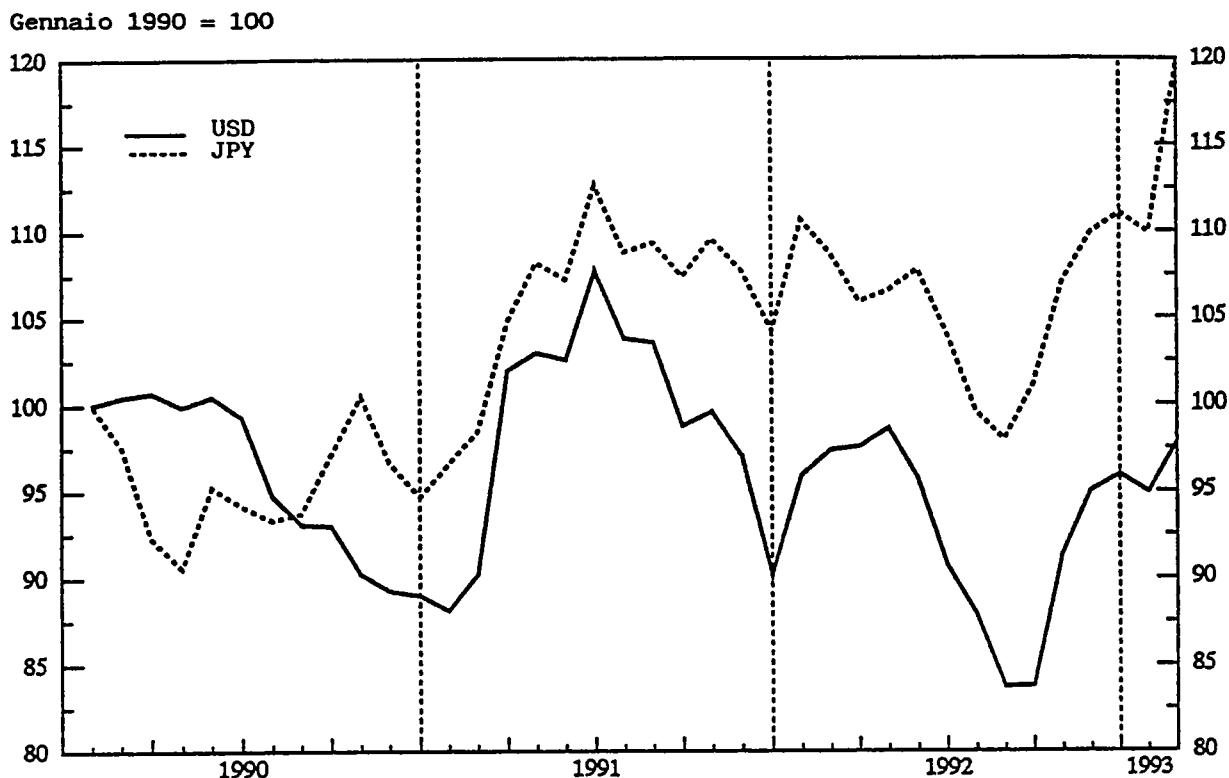
1.1. Il quadro esterno

La crescita nei principali mercati di esportazione della Comunità è migliorata solo lievemente nel 1992, deludendo le precedenti aspettative di un più forte stimolo esterno. Negli Stati Uniti, la produzione ha continuato a registrare un ricupero, ma il ritmo di crescita è risultato, in questa fase del ciclo, notevolmente inferiore ai livelli normali e la ripresa è apparsa a volte fragile. Alla luce dei segnali contraddittori sul vigore e la durata dell'espansione ciclica, durante l'anno la Federal Reserve ha allentato la politica monetaria in più occasioni. Le incertezze sull'intensità relativa della ripresa negli Stati Uniti, e di conseguenza sul futuro andamento dei tassi di interesse, hanno contribuito a rendere assai variabile l'andamento del dollaro. Nei primi mesi del 1992 segnali di forte crescita hanno determinato un marcato recupero del dollaro; tuttavia, con l'esaurirsi della ripresa e con l'ulteriore allentarsi della politica monetaria la moneta americana si è deprezzata di circa il 15 per cento nei confronti del marco tedesco tra la fine di aprile e la fine di agosto. Successivamente, il dollaro si è rafforzato di circa il 14 per cento nell'ultima parte del 1992, in seguito ai segnali di un'accelerazione della ripresa negli Stati Uniti e alla riduzione dei tassi d'interesse tedeschi in settembre (cfr. Fig. 2).

In Giappone la crescita ha subito una significativa decelerazione nel corso del 1992, accompagnata da un forte calo dei prezzi delle attività. In risposta, la politica monetaria è stata ulte-

riormente allentata e un importante pacchetto di misure fiscali è stato annunciato in agosto. I paesi dell'EFTA, che assorbono circa un quarto delle esportazioni della Comunità verso il resto del mondo, sono rimasti in recessione nel 1992, risentendo dell'effetto degli elevati tassi di interesse reali e delle condizioni depresse della domanda globale.

FIGURA 2: TASSI DI CAMBIO DEL DOLLARO USA E DELLO YEN NEI CONFRONTI DEL MARCO



I prezzi in dollari delle materie prime non petrolifere sono variati di poco nella media del 1992 e anche l'andamento del prezzo del petrolio è stato relativamente contenuto. La debolezza dei prezzi delle materie prime, insieme con la scarsa dinamica della domanda, ha contribuito a una decelerazione dell'inflazione a livello internazionale. Inoltre, il complessivo apprezzamento dei tassi di cambio delle valute della Comunità nei confronti di quelle non comunitarie durante buona parte dell'anno ha aiutato a ridurre le pressioni inflazionistiche nella Comunità. In effetti, i prezzi alle importazioni sono scesi in sei paesi membri, mentre negli altri sono saliti meno del deflatore del PIL.

1.2. Andamento dell'economia e convergenza nella Comunità

La crescita del PIL ha continuato a essere contenuta nel 1992, decelerando all'1,1 per cento nell'intera CE (cfr. Tav. R1). Il ristagno dell'attività ha riflesso in parte la continuazione

della fase recessiva globale di cui sopra. Oltre che per il rallentamento della domanda esterna, la domanda interna nella Comunità è stata depressa per la riduzione degli investimenti privati e dei consumi. Il clima di fiducia si è deteriorato sullo sfondo di elevati tassi di interesse reali nella maggior parte dei paesi comunitari. Il rallentamento è stato particolarmente evidente in Germania dove, dopo un primo trimestre di espansione, per il resto dell'anno l'attività è diminuita nelle regioni occidentali del paese, mentre in quelle orientali ha mostrato solo modesti segni di ripresa. La debole crescita della domanda in Germania ha contribuito al protrarsi di condizioni recessive nel resto della Comunità, in forte contrasto con la considerevole spinta al commercio sull'onda dell'unificazione. Degli altri paesi che erano cresciuti a un tasso relativamente elevato nel 1991, la Spagna e i Paesi Bassi sono stati soggetti a un significativo rallentamento. Al contrario, vi è stata una modesta ripresa in Francia dovuta principalmente a un buon andamento delle esportazioni, pur rimanendo la crescita ben al di sotto di quella potenziale.

Nel resto della Comunità, l'attività ha continuato a essere molto debole. In particolare, nel Regno Unito l'elevato indebitamento privato insieme con una tendenza calante dei prezzi degli immobili ha contribuito a un'ulteriore contrazione del prodotto, ancorché minore che nel 1991 (cfr. Riquadro 1). Il clima recessivo nella Comunità ha influenzato negativamente le condizioni nei mercati del lavoro e, di conseguenza, la disoccupazione è aumentata in quasi tutti gli Stati membri, toccando in media il 10 per cento alla fine dell'anno (cfr. Tav. R2). Benché le differenze nella crescita fra i paesi comunitari siano state meno pronunciate rispetto all'anno passato, la dispersione degli scarti tra i livelli effettivi e tendenziali del prodotto si è ulteriormente ampliata nel 1992 (cfr. Tav. 2).

TAVOLA 2: SCOSTAMENTI DAL REDDITO POTENZIALE E DIVERGENZE CICLICHE

Voci		Germania	Francia	Italia	Regno Unito	Dispersione (a)
		(Occidentale)				
1. Rapporto tra PIL effettivo e trend (Stime OCSE)	1989	100,9	101,8	101,2	102,9	0,9
	1990	103,5	101,6	100,9	102,1	1,1
	1991	104,7	100,3	99,9	97,5	3,0
	1992 (b)	102,9	99,7	98,6	94,1	3,6
2. Rapporto tra PIL del paese e PIL della Germania (1989 = 100)	1989	100,0	100,0	100,0	100,0	-
	1990	100,0	97,3	97,2	95,7	1,8
	1991	100,0	94,7	95,1	90,0	4,1
	1992 (b)	100,0	95,0	94,6	88,1	4,9
3. Tasso di crescita del PIL	1989	3,4	4,7	2,9	2,1	1,1
	1990	5,1	2,3	2,2	0,6	1,9
	1991	3,7	0,9	1,4	-2,5	2,6
	1992 (b)	1,5	1,8	1,0	-0,6	1,1

Fonti: Bollettini Nazionali, OCSE.

(a) Deviazione standard non ponderata.

(b) Dati stimati.

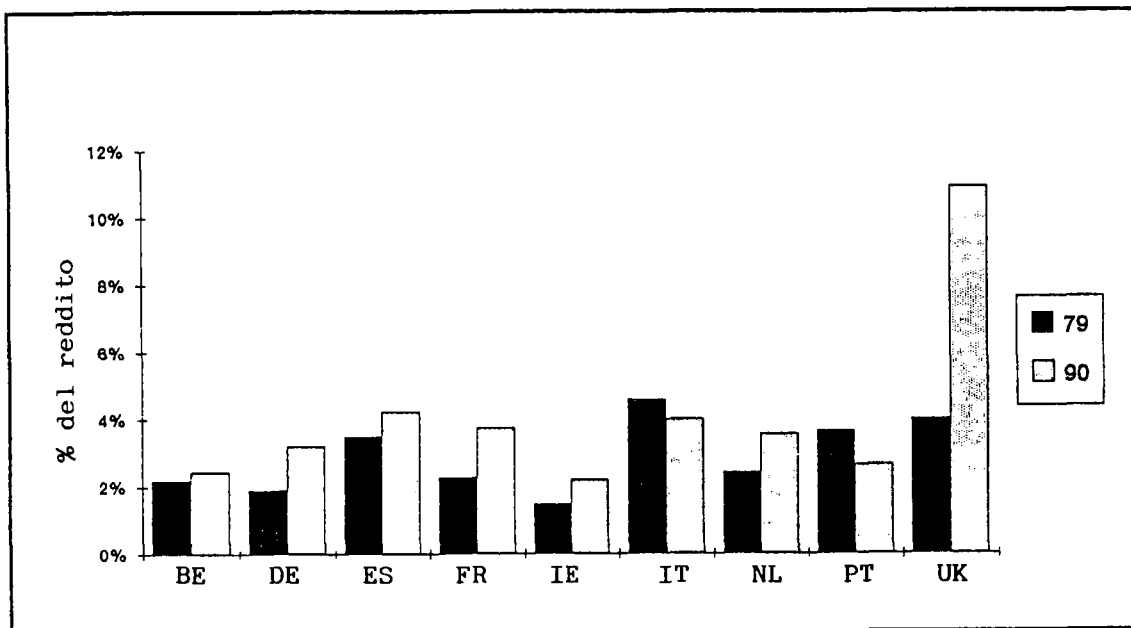
Il tasso medio d'inflazione nella Comunità è ulteriormente diminuito, dal 5,1 per cento nel 1991 al 4,3 nel 1992 (cfr. Tav. R3). La relativa persistenza dell'inflazione è stata causata in buona parte dall'aumento dei costi interni e dei prezzi nei settori dei beni non oggetto di commer-

Riquadro 1: L'INDEBITAMENTO PRIVATO NEI PAESI DELLA COMUNITÀ

La struttura dei bilanci delle famiglie e delle imprese ha importanti implicazioni per i comportamenti di spesa dei consumatori, per gli investimenti e per la reattività della domanda aggregata ai cambiamenti dei tassi di interesse. L'evidenza suggerisce che ci sono importanti variazioni nei livelli di indebitamento privato nei paesi della Comunità.

Nel Regno Unito, i livelli dell'indebitamento nel settore delle famiglie sono considerevolmente superiori a quelli degli altri paesi della Comunità. Nel 1990, esso ammontava al 78 per cento del reddito lordo, in seguito a una considerevole crescita negli anni ottanta avvenuta in un contesto di deregolamentazione finanziaria, di aspettative di aumento dei redditi e di prezzi delle attività in forte ascesa. La maggior parte dell'indebitamento a breve e a lungo termine era a tasso di interesse variabile. Invece, i prestiti privati in Francia e in Germania ammontavano rispettivamente al 45 e al 37 per cento del reddito. In entrambi i paesi, la maggior parte dei prestiti è a lungo termine e a tasso fisso. Una conseguenza dell'elevata incidenza del debito delle famiglie nel Regno Unito – esacerbato, nel 1990, da alti tassi di interesse nominale – è rappresentata dalla quota delle spese per interessi, in relazione al reddito, molto elevata rispetto a ogni altro paese della Comunità e sostanzialmente superiore ai livelli registrati alla fine degli anni settanta (cfr. grafico seguente) (1).

Spese per interessi delle famiglie

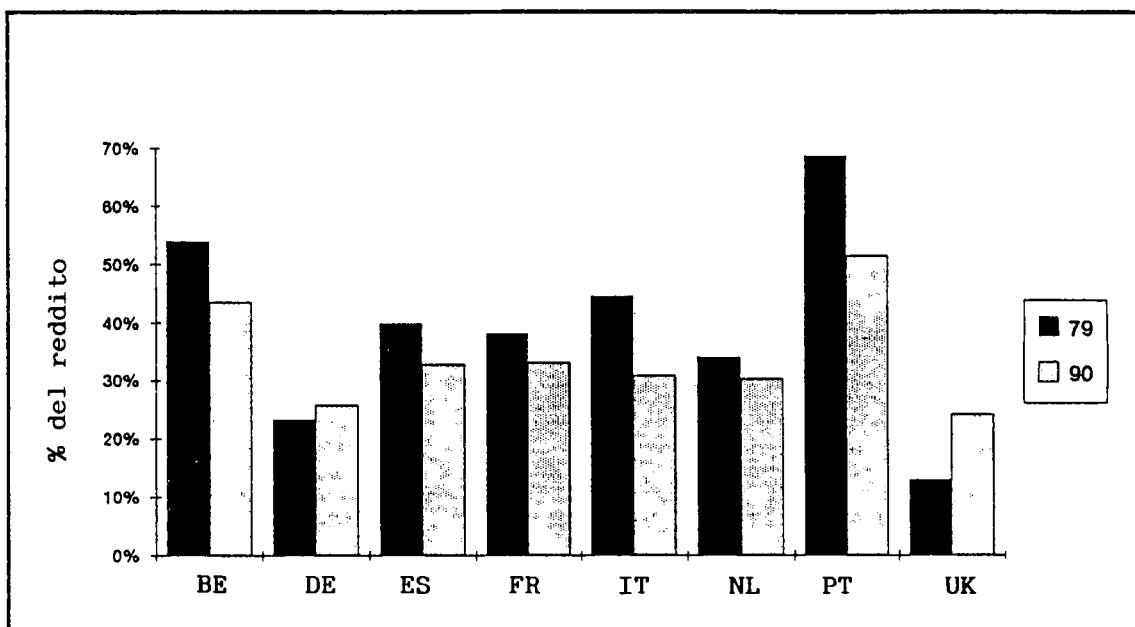


Per quanto riguarda le attività, i movimenti della ricchezza immobiliare – un'importante componente della ricchezza delle famiglie – sono stati considerevoli. In Germania, i prezzi delle abitazioni sono cresciuti notevolmente negli anni recenti, aumentando di circa il 30 per cento dal 1986. In Francia, dopo una forte crescita nei primi anni, i prezzi sono alquanto diminuiti nel 1991 e nel 1992. Nel Regno Unito, la combinazione di alti tassi di interesse e di un rallentamento dell'attività economica ha provocato brusche cadute nei prezzi delle abitazioni, i quali sono diminuiti fino al 14 per cento rispetto ai massimi raggiunti nel 1989. Oltre un milione di proprietari di immobili hanno visto il valore delle proprie abitazioni scendere al di sotto di quello contemplato nei mutui ipotecari.

Segue

Nel 1990, il livello di indebitamento delle imprese non finanziarie ammontava al 332 cento del reddito del settore in Francia, al 206 per cento in Germania e al 144 per cento nel Regno Unito. Queste differenze riflettono una serie di caratteristiche economiche e istituzionali, tra cui la preferenza per il finanziamento con debito piuttosto che con mezzi propri. Esistono sensibili differenze nell'incidenza delle spese per interessi sui redditi societari nei paesi della Comunità (cfr. grafico seguente), che vanno dal 53 per cento in Portogallo al 24 per cento nel Regno Unito. Mentre questi dati forniscono utili informazioni, bisogna tener presente che nella maggior parte dei paesi della Comunità (escludendo il Regno Unito e l'Irlanda), la maggior parte dei prestiti delle imprese è a tasso d'interesse fisso.

Spese per interessi delle imprese



I dati presentati suggeriscono alcune conclusioni. La combinazione di un alto livello di indebitamento e la caduta dei prezzi delle abitazioni nel Regno Unito ha reso i bilanci delle famiglie meno solidi rispetto agli altri paesi della Comunità. Questo, insieme con il prevalere dei prestiti a tasso variabile, indica che nel Regno Unito con ogni probabilità le spese delle famiglie sono relativamente più sensibili alle oscillazioni dei tassi di interesse. Inoltre, appare che gli sforzi delle famiglie nel Regno Unito per risanare i loro bilanci, restringendo le spese e riducendo l'indebitamento, hanno contribuito all'indebolimento dell'attività economica. Per altri paesi della Comunità ci sono pochi indizi che la ristrutturazione dei bilanci delle famiglie abbia avuto un'importante influenza sui consumi degli ultimi anni. In relazione al settore delle imprese, si sono verificate importanti variazioni nel livello dell'indebitamento e degli oneri di interessi; perciò, l'impatto dei cambiamenti dei tassi di interesse varia notevolmente tra i paesi della Comunità. Infine, è da notare che la diffusione di prestiti a tasso fisso in molti paesi con alto livello di indebitamento può in certa misura proteggere sia le famiglie sia le imprese dagli effetti di variazioni dei tassi di interesse a breve.

(1) Nelle figure, i dati relativi al Belgio e al Portogallo si riferiscono al 1979 e al 1989; quelli relativi alla Spagna al 1981 e al 1990; quelli relativi all'Italia al 1980 e al 1988.

Riquadro 2: TENDENZE DELL'INFLAZIONE SETTORIALE

Un tratto singolare della recente evoluzione dei prezzi nella maggior parte dei paesi della Comunità è costituito dall'ampia divergenza tra i tassi di inflazione dei settori che producono beni commerciati internazionalmente e quelli dei settori che producono prevalentemente merci e servizi consumati sul mercato interno, più protetti dalla concorrenza (cfr. la tavola seguente).

Progressi notevoli sono stati conseguiti negli ultimi anni verso la convergenza su bassi tassi di inflazione nel settore dei beni oggetto di commercio internazionale, in un contesto di crescente competizione nei mercati mondiali. Alcune indagini preliminari suggeriscono, tuttavia, che ciò può in parte riflettere una persistente contrazione dei margini di profitto o dei salari relativi in alcuni paesi, che può risultare difficilmente sostenibile nel medio periodo.

I tassi di inflazione nel settore più protetto sono generalmente ben superiori a quelli del settore dei beni commerciabili, particolarmente nei paesi con un'inflazione media più elevata. Infatti, per l'intera Comunità il differenziale tra i due tassi era, nel 1992, attorno al livello più alto negli ultimi dieci anni. I prezzi dei beni non commerciabili crescono normalmente più velocemente di quelli di merci commerciabili: la produttività è generalmente più bassa, riflettendo differenze nelle tecnologie di produzione e nel grado di concorrenza nei due settori. Inoltre, anche gli spostamenti nella struttura della domanda, maggior consumo di servizi all'aumentare del reddito, possono influenzare i movimenti dei prezzi relativi. In alcuni paesi, tuttavia, il considerevole divario tra i tassi di inflazione settoriali, insieme con la maggiore resistenza dell'inflazione nei settori protetti, denota la presenza di problemi strutturali che ostacolano la riduzione dell'inflazione. In questi paesi, misure di politica economica per rafforzare la concorrenza e accrescere i livelli di produttività nei settori più protetti accrescerebbero conseguentemente l'efficacia delle politiche monetarie e fiscali nel promuovere la stabilità dei prezzi.

DIFFERENZIALI DI INFLAZIONE TRA IL SETTORE DEI BENI NON COMMERCIBILI E QUELLO DEI BENI COMMERCIBILI (a)

Paesi	punti percentuali					Per memoria: punti percentuali	
	1990	1991	1992 (b)	Media 1982-1986	Media 1987-1991	Inflazione nel settore dei beni non commerciabili 1992 (b)	Inflazione nel settore dei beni commerciabili 1992 (b)
Belgio	0.6	1.4	1.8	-0.7	0.1	4.2	2.4
Danimarca	-0.1	1.4	3.3	0.9	1.3	3.5	0.2
Germania (occidentale)	0.7	0.6	2.8	1.6	1.2	5.5	2.7
Grecia	3.6	5.0	4.5	0.3	5.5	19.2	14.7
Spagna	6.8	7.5	4.3	0.3	5.3	8.8	4.5
Francia	3.4	1.9	2.9	1.0	3.3	4.5	1.6
Irlanda	2.0	1.5	1.4	2.8	1.5	3.9	2.5
Italia	5.4	4.9	4.7	4.5	4.2	7.5	2.8
Paesi Bassi	1.5	2.6	1.5	1.4	1.5	4.1	2.6
Portogallo	10.1	7.1	3.8	1.1	3.3	11.2	7.4
Regno Unito	1.6	3.4	3.5	1.4	2.0	7.3	3.8
Media CEE	3.1	3.2	3.4	1.8	2.8	6.6	3.2
Dispersione CEE (c)	2.3	2.1	0.9	1.4	1.5	2.4	1.9

(a) Le stime per ogni paese sono fornite dalle banche centrali. Poiché le stime sono effettuate con metodologie differenti, i confronti tra paesi e il valore aggregato per la Comunità vanno considerati con cautela. Per il Lussemburgo non vi sono dati disponibili. (b) I dati sono in parte stimati. (c) Deviazione standard ponderata.

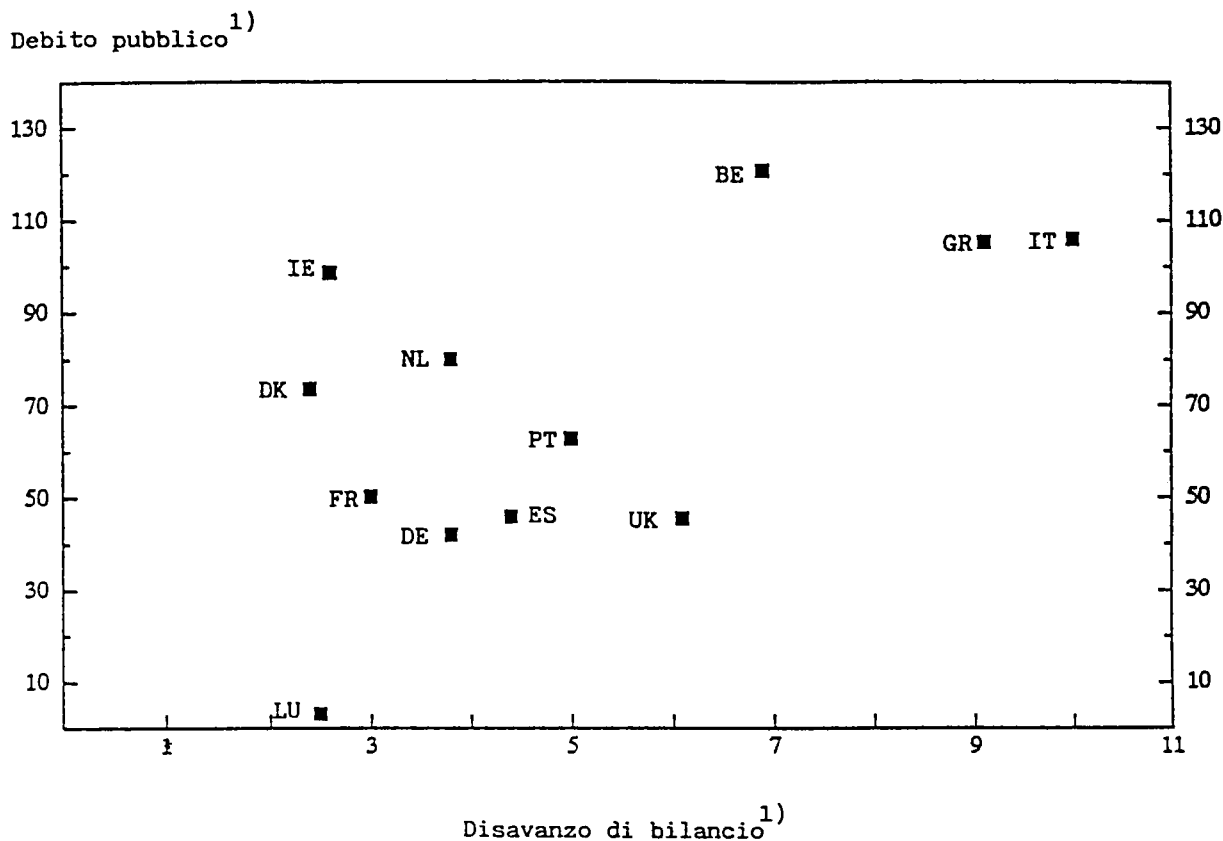
cio internazionale e dei servizi nelle economie meno soggette a pressioni competitive (cfr. Riquadro 2). La crescita del salario nominale, moderata nella Comunità nel suo complesso, è stata superiore al 5 per cento nella maggior parte dei paesi (cfr. Tav. R4). In aggiunta, i margini di profitto hanno continuato ad aumentare in alcuni Stati membri. Gli aumenti dell'imposizione indiretta o delle tariffe dei servizi pubblici hanno altresì contribuito al rialzo dei prezzi al consumo, in particolare in Germania, Grecia, Spagna, Paesi Bassi e Portogallo.

La differenza fra i tassi di inflazione dei paesi comunitari si è ridotta nuovamente nel 1992. Tuttavia, come nell'anno precedente, questa riduzione è stata in parte dovuta all'aumento registratosi in Germania, dove l'inflazione è stata pari al 4 per cento in media nella parte occidentale del paese, a fronte del 3,5 nel 1991. Nella parte orientale, l'aumento dei prezzi è stato significativamente più alto in seguito alla crescita degli affitti e di altri prezzi che hanno raggiunto livelli prossimi a quelli di mercato. Al contrario, l'inflazione è diminuita in maniera sostanziale nel Regno Unito, dal 5,9 al 3,7 per cento, per il prolungarsi della recessione e per il forte aumento della disoccupazione. Fra gli altri paesi i cui tassi di inflazione erano relativamente elevati nel 1991, la Grecia, l'Italia e il Portogallo hanno visto una riduzione dell'inflazione nel 1992, mentre il tasso di crescita dei prezzi è rimasto immutato in Spagna, dove un aumento dell'IVA del 3 per cento ha controbilanciato una diminuzione del tasso d'inflazione al netto dell'effetto delle tasse. Negli altri paesi l'inflazione, relativamente bassa negli anni recenti, ha mostrato una leggera diminuzione.

Nel complesso della Comunità, nel 1992 i conti pubblici si sono deteriorati, con un rapporto fra indebitamento statale e PIL salito al 5,3 per cento dal 4,7 nell'anno precedente (cfr. Tav. R5). L'aumento nel deficit di bilancio è stato particolarmente evidente nel Regno Unito, dove è più che raddoppiato raggiungendo il 6 per cento del PIL, principalmente a causa dei riflessi della congiuntura negativa sulle entrate e sulle spese, ma anche per le politiche espansive decise dalle autorità. In Germania, il deficit è rimasto sostanzialmente stabile intorno al 4 per cento del PIL, mentre i costi dell'unificazione nazionale hanno continuato ad alimentare pressioni sul bilancio statale. In aggiunta vi è stato un significativo ricorso all'indebitamento da parte di enti pubblici, come la Treuhandanstalt, per un ammontare pari al 2 per cento circa del PIL. Il rallentamento della crescita tedesca rende più difficoltoso il riequilibrio della combinazione delle politiche economiche. In Italia, benché sia stata raggiunta una riduzione del deficit di bilancio, questa è stata inferiore a quanto programmato, in parte a causa del peggioramento delle condizioni congiunturali. A fronte della urgente necessità di ripristinare l'equilibrio nei conti pubblici, verso la fine dell'anno è stata approvata una cospicua manovra di bilancio. Benché molte delle misure siano di natura strutturale, un'ulteriore stretta sarà necessaria nel medio termine per raggiungere un adeguato risanamento del bilancio pubblico. Nel resto della Comunità il cambiamento nel livello del disavanzo del settore pubblico è stato meno pronunciato. Fra gli altri paesi con elevato deficit, la Gre-

cia, la Spagna e il Portogallo hanno ridotto il ricorso all'indebitamento, mentre vi sono stati modesti aumenti in Belgio, Danimarca, Francia, Lussemburgo e Paesi Bassi. Nei paesi con elevato debito pubblico, il rapporto debito-PIL è aumentato in Belgio, Grecia, Italia e Paesi Bassi, mentre si è ridotto in Irlanda (cfr. Fig. 3).

FIGURA 3: SITUAZIONE DI BILANCIO DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE NEL 1992
(in percentuale del PIL nominale)



Fonti: Bollettini Nazionali, Commissione della Comunità Europea.

1) Dati stimati. 2) Le serie possono non essere coerenti con quelle da prendere in considerazione nella procedura sui disavanzi eccessivi prevista nel Trattato di Maastricht, ancora in corso di discussione ai fini dell'armonizzazione.

Dopo la marcata riduzione degli anni precedenti negli squilibri delle partite correnti, le differenze fra gli Stati membri sono state un po' più ampie che nell'anno precedente, benché a livelli relativamente bassi rispetto alla recente esperienza storica (cfr. Tav. R6). Nella maggior parte dei paesi, le partite correnti hanno subito cambiamenti contenuti. Sviluppi di rilievo nel 1992 sono stati l'aumento dell'avanzo in Danimarca e Irlanda, il passaggio a una situazione debolmente eccedentaria della Francia, la quasi eliminazione del disavanzo in Portogallo e l'aumento di quelli della Grecia, della Spagna, dell'Italia e del Regno Unito. Nel complesso, il disavanzo delle partite correnti della Comunità verso il resto del mondo, pari all'1 per cento del PIL, è rimasto invariato.

Alla fine del 1992, tutti i paesi della Comunità, con l'eccezione della Grecia che usufruisce di una deroga, avevano abolito i controlli sui movimenti di capitali, coerentemente con la normativa comunitaria.

2. SVILUPPI MONETARI E DEI TASSI DI CAMBIO

Nel 1992 le politiche monetarie sono state indirizzate all'ulteriore diminuzione dell'inflazione, in linea con il comune obiettivo delle autorità di politica monetaria della Comunità di rafforzare la convergenza verso la stabilità dei prezzi.

Benché all'interno della Comunità le condizioni delle singole economie nazionali si siano mantenute differenziate, con una sensibile divergenza delle fasi cicliche e delle pressioni sui prezzi e sui costi, la crescente interdipendenza finanziaria tra gli aderenti agli AEC ha significativamente ridotto gli spazi per una differenziazione delle politiche monetarie. Dato il ruolo centrale della politica monetaria tedesca nel definire le condizioni monetarie all'interno della Comunità, la restrizione richiesta per contenere in Germania le forti pressioni inflazionistiche ha determinato il clima generale delle condizioni monetarie di tutta l'area. Nei paesi a inflazione moderata o in rapida diminuzione e con un andamento debole dell'attività economica, ciò ha peggiorato il conflitto tra obiettivi di politica interna ed esterna, in quanto le politiche necessarie per mantenere la stabilità dei cambi sono risultate spesso più restrittive di quanto desiderato, tenuto conto delle condizioni economiche interne.

Nella seconda metà dell'anno, i dilemmi di politica economica sono stati esacerbati dalle tensioni senza precedenti all'interno degli AEC; gli operatori di mercato sono divenuti sempre più consapevoli che correzioni dei tassi di cambio si sarebbero rese inevitabili, date la mancanza di un'adequata convergenza e la percezione dei conflitti di politica economica che i governi si trovavano ad affrontare. La difesa delle parità in presenza di attacchi speculativi a volte è diventata la preoccupazione principale nella determinazione delle condizioni monetarie nazionali. Le risposte di politica economica alle pressioni del cambio hanno condotto a un notevole ampliamento dei differenziali di tasso di interesse con la Germania. In Italia e nel Regno Unito, la maggiore libertà di determinare politiche monetarie in linea con le condizioni interne in seguito alla sospensione della partecipazione agli AEC a metà settembre è stata utilizzata per ridurre i tassi di interesse a breve termine. Nel Regno Unito i tassi sono stati abbassati ben al di sotto dei livelli tedeschi, mentre in Italia le riduzioni hanno prodotto una marcata restrizione del differenziale con i tassi tedeschi.

In questo paragrafo, l'orientamento della politica monetaria viene esaminato innanzitutto attraverso una breve descrizione dell'andamento degli aggregati monetari e delle tendenze generali dei tassi di interesse. L'attenzione si sposta quindi sull'evoluzione dei tassi di cambio,

che, come si è rilevato precedentemente, hanno avuto un'influenza prioritaria nel determinare le condizioni monetarie nazionali nel 1992.

2.1. Sviluppi monetari

Aggregati monetari

Nella Comunità, la crescita degli aggregati monetari ampi, è significativamente rallentata nel 1990 e nel 1991, riflettendo il carattere restrittivo della politica monetaria e la decelerazione della crescita della domanda in termini nominali. Dopo un rialzo nel tasso di espansione monetaria in alcuni paesi nella prima metà del 1992, si sono registrati ripetuti segnali di un rallentamento, essendo la spesa nominale in continuo calo. Nella maggior parte dei paesi che fissavano obiettivi quantitativi, i tassi di crescita realizzati si sono mantenuti all'interno o vicino agli intervalli obiettivo (cfr. Tav. 3). Al contrario, in Germania, la quantità di moneta (M3) è cresciuta fortemente nel 1992, particolarmente in autunno, e l'obiettivo è stato superato in misura significativa. Per l'intero anno, la crescita monetaria nella Comunità è stata simile a quella del 1991 (cfr. Tav. R7).

In Germania, la crescita della moneta ha continuato ad accelerare nel 1992, principalmente come risultato della rapida espansione del credito. La diffusa disponibilità di sussidi sugli oneri per interessi, in particolare quelli concessi per gli investimenti nelle regioni orientali, ha contribuito alla forte domanda di credito. L'eccezionale domanda di circolante e gli incentivi a detenere attività liquide a breve termine, essendo i tassi a breve superiori ai rendimenti a lunga scadenza (curva dei rendimenti invertita), hanno esercitato anch'essi un influsso espansivo sulla quantità di moneta. Nella seconda metà dell'anno, l'ingente afflusso di capitali connesso con la crisi del mercato dei cambi ha provocato un ulteriore aumento della crescita dell'offerta di moneta, nonostante la parziale inversione dei flussi a novembre e dicembre.

Negli altri paesi che fissano obiettivi monetari, gli andamenti sono stati influenzati da diversi fattori particolari. Rilevanti riallocazioni di portafoglio si sono registrate in Francia, dove l'offerta di moneta è stata temporaneamente sospinta dall'aumento dei rendimenti delle attività finanziarie comprese nell'aggregato monetario ampio rispetto a quelle da esso escluse, e in Spagna, dove, al contrario, i movimenti di portafoglio si sono diretti verso attività non comprese nella definizione ampia di moneta. In Italia, la domanda di credito è stata sostenuta nella prima parte dell'anno e connessa, in ultima istanza, con gli elevati disavanzi fiscali; il credito al settore privato è decelerato sensibilmente nel secondo semestre, riflettendo l'aumento dei tassi di interesse e la più lenta crescita economica. In Portogallo vi sono stati afflussi di capitali particolarmente rilevanti nel periodo antecedente l'entrata negli AEC, ad aprile. Nel Regno Unito, l'aggregato monetario ristretto (M0) si è mantenuto entro l'intervallo obiettivo durante il 1992, mentre la crescita della moneta definita in senso ampio (M4) è caduta ai minimi storici, riflettendo l'andamento stagnante dell'attività economica. In tutti questi paesi, tuttavia, nella seconda metà dell'anno si sono verificate notevoli pressioni verso il basso dei tassi di cambio, accompagnate da fuoriuscite di capitali, che hanno frenato la crescita monetaria.

TAVOLA 3: AGGREGATI MONETARI: OBIETTIVI E RISULTATI (a)

A. Paesi che fissano obiettivi di crescita della massa monetaria

Paesi	Variabile Obiettivo	1991		1992		1993
		Obiettivo	Risultato	Obiettivo	Risultato	Obiettivo
Germania (occidentale)	M3	3-5 (b)	5.2	3.5-5.5	9.4	4.5-6.5
Grecia	M3	14-16	12.3	9-12 (c)	15.0	9-12
Spagna	M3	-	-	7-11 (c)	4.3 (f)	4-7
	ALP	7-11	12.1 (10.8) (d)	8-11 (c)	5.1 (f)	4.5-7.5
Francia	M3	5-7	3.8	4-6	5.9	4-6.5
Italia	M2	5-8	9.0	5-7 (c)	5.9	5-7
Portogallo	M3	-	-	12-15 (c)	16.0	-
	L-	12.0	19.1	12-16	12.5	-
Regno Unito	M0	0-4	2.3	0-4	3.8 (g)	-

B. Paesi che fissano obiettivi di espansione monetaria di origine interna

Paesi	Variabile Obiettivo	1991		1992		1993
		Obiettivo	Risultato	Obiettivo	Risultato	Obiettivo
Danimarca	DMC (e)	4-7	1.4	4-7	-9.1	-
Paesi Bassi	Bank's DMC (e)	7-8	11.2	7-8	10.6	-

Fonte: dati nazionali.

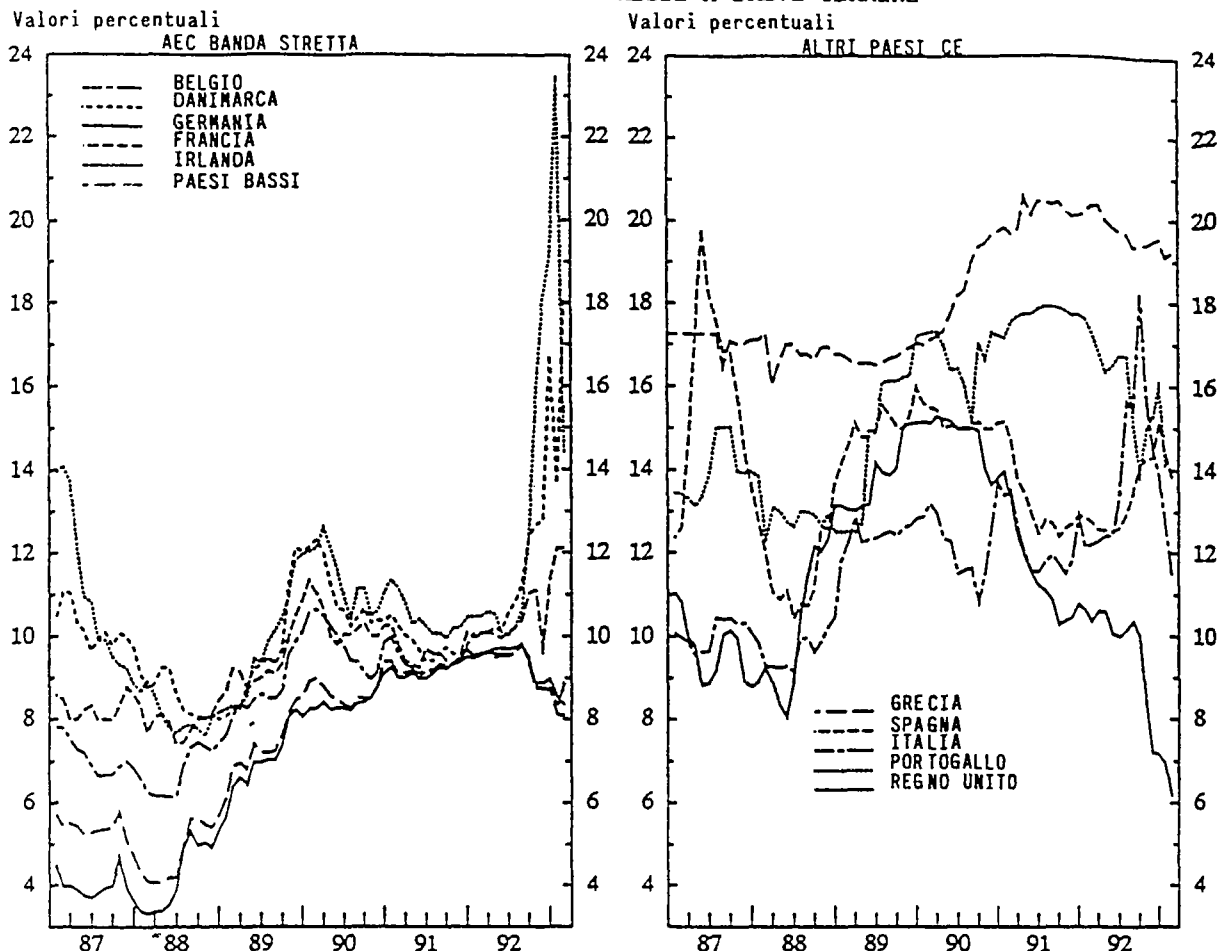
"- " obiettivo non fissato.

(a) Gli obiettivi sono fissati per ogni anno solare (IV trim./IV trim. o dic./dic.) ad eccezione del Regno Unito (marzo/marzo). Le colonne dei risultati riportano i tassi di crescita effettivi delle rispettive variabili. Il Belgio, l'Irlanda e il Lussemburgo e, nel 1993, la Danimarca, i Paesi Bassi e il Portogallo non fissano alcun obiettivo monetario. (b) Rivisto da 4-6 in occasione della revisione degli obiettivi di metà anno. (c) Gli obiettivi si riferiscono a una definizione dell'aggregato rivista. (d) I valori in parentesi indicano il risultato del 1991 rivisto sulla base della definizione utilizzata nel 1992. (e) Creazione monetaria interna (Danimarca: espansione dei "Crediti in valuta nazionale a residenti + stock di obbligazioni denominate in valuta nazionale". Paesi Bassi: espansione dei "Crediti al settore privato interno + crediti a lungo termine alle pubbliche amministrazioni - passività interne non monetarie"). (f) Tenendo conto del finanziamento straordinario del gennaio 1992, i rispettivi valori risultano pari a: M3=5.5% e ALP: 6.4%. (g) Tasso di crescita annualizzato marzo-dicembre 1992.

Tassi di interesse

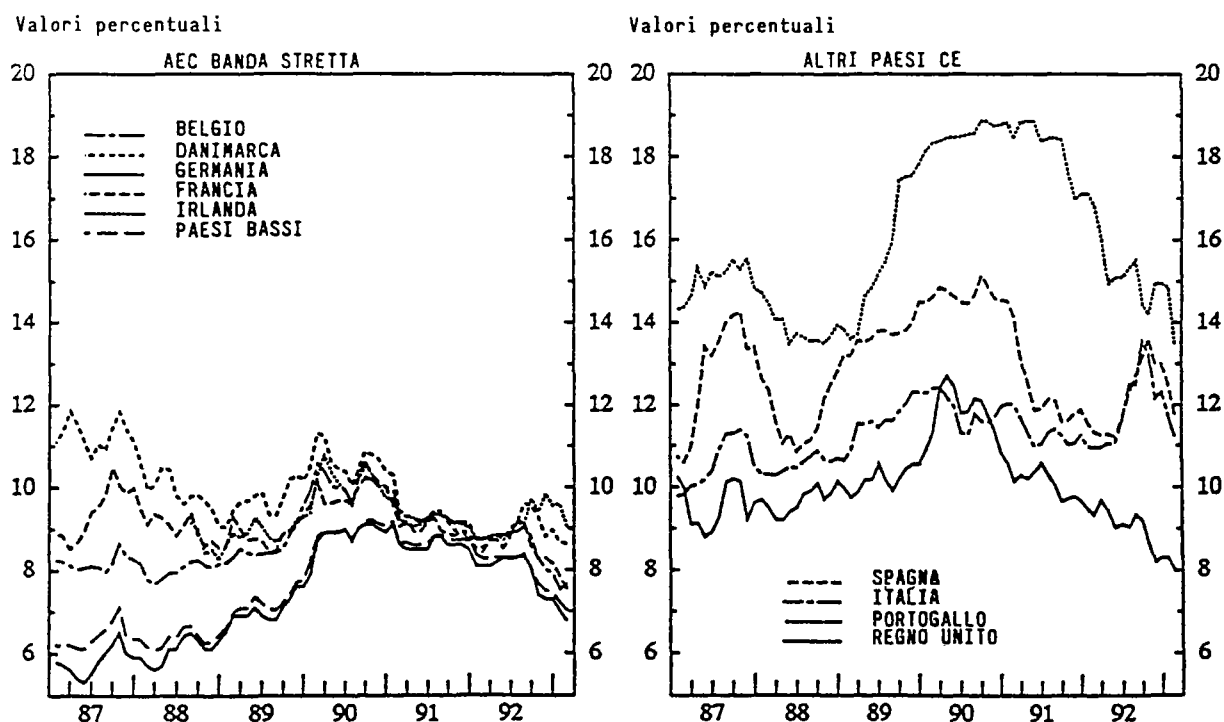
Nei primi mesi del 1992, i tassi di interesse a breve termine nella Comunità sono stati generalmente superiori a quelli della seconda metà del 1991 (cfr. Fig. 4). Nel dicembre 1991, i tassi di interesse erano stati aumentati in Germania per contrastare le crescenti pressioni inflazionistiche. Ad eccezione del Regno Unito, in tutti i paesi partecipanti agli AEC l'aumento dei tassi tedeschi è stato seguito da misure analoghe, volte a preservare la stabilità dei tassi di cambio. Ciò nonostante, in vari paesi l'aumento dei tassi risultava in contrasto con le condizioni di debolezza dell'attività economica e di inflazione moderata o in rapido calo. Pertanto, in primavera, quando le condizioni dei tassi di cambio lo hanno permesso, in alcuni paesi vi sono state limitate riduzioni dei tassi di interesse ufficiali, e in Francia gli obblighi di riserva sono stati abbassati per ridurre il costo del credito. Di conseguenza, i differenziali dei tassi di interesse a breve termine nei confronti del marco tedesco hanno continuato a ridursi, secondo la tendenza degli anni precedenti. Tuttavia, essendo i differenziali già scesi ai minimi storici, il margine di manovra per ulteriori diminu-

FIGURA 4: TASSI D'INTERESSE A BREVE TERMINE¹⁾



1) Tassi di mercato monetario a 3 mesi. Per il Portogallo il tasso dei buoni del Tesoro a 3 mesi presenta una interruzione nel maggio 1989 a seguito dell'applicazione sui buoni stessi di un'aliquota d'imposta del 20%.

FIGURA 5: TASSI D'INTERESSE A LUNGO TERMINE¹⁾



1) Titoli pubblici o del settore pubblico. Per il Portogallo i rendimenti sul mercato secondario dei titoli pubblici indicizzati sono soggetti a un'aliquota d'imposta del 20% dal settembre 1989. Per la Grecia non sono disponibili i tassi d'interesse a lungo termine.

zioni dei tassi di interesse era limitato, dal momento che gli operatori di mercato ritenevano che i tassi tedeschi fissassero tendenzialmente un limite minimo per quelli della Comunità, nell'ipotesi che il marco tedesco sarebbe rimasto la valuta più forte. In questo periodo, i tassi a lungo termine sono lievemente diminuiti, determinando più marcate inversioni delle curve dei rendimenti nei diversi paesi (cfr. Fig. 5).

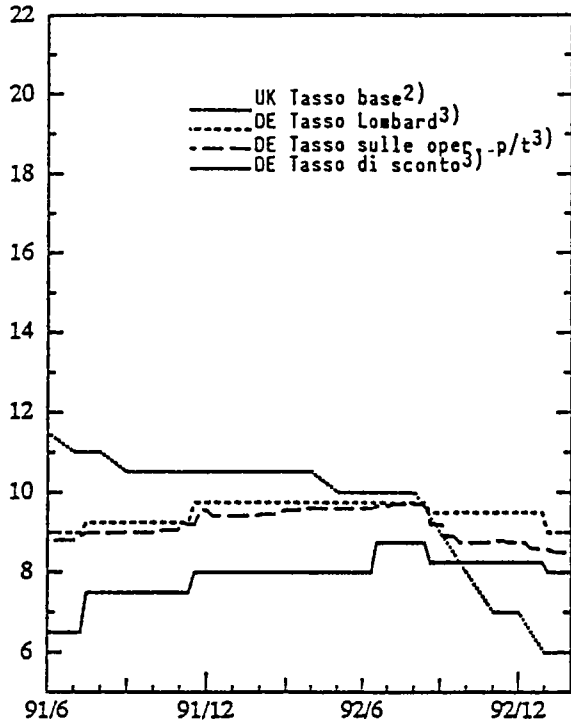
Le condizioni sono mutate nei mesi estivi. In luglio, la Bundesbank ha segnalato la propria preoccupazione circa la continua accelerazione della crescita monetaria e la persistenza delle pressioni inflazionistiche, aumentando il tasso di sconto dello 0,75 per cento, ma lasciando il tasso *Lombard* e il tasso sulle operazioni pronti contro termine invariati per limitare l'impatto sugli altri paesi della Comunità (cfr. Fig. 6). I tassi di mercato monetario sono aumentati in Germania solo marginalmente, ma il mercato ha ritenuto che la decisione della Bundesbank segnalasse l'assenza di prospettive per un abbassamento in tempi brevi dei tassi di interesse negli altri paesi degli AEC. In questo periodo, infatti, le difficoltà nel perseguire gli obiettivi di politica economica interni ed esterni si sono intensificate, in seguito alla diminuita fiducia del mercato nella possibilità di mantenere le parità di cambio. Sullo sfondo di tassi di interesse pressoché invariati in Germania, nei Paesi Bassi e in Belgio, i tassi a breve e a lungo termine sono cresciuti negli altri paesi della Comunità, riflettendo l'ulteriore rischio valutario. I tassi di interesse ufficiali sono aumentati in taluni paesi, più marcatamente in Italia dove le pressioni sul cambio sono state più accentuate.

Negli ultimi mesi del 1992, le tensioni si sono tradotte in una crisi di cambio di notevole rilevanza, descritta dettagliatamente nel paragrafo seguente. Le condizioni monetarie sono state rese maggiormente restrittive in quei paesi le cui valute subivano pressioni al ribasso, ma l'intensità e i tempi di tali restrizioni sono variati da paese a paese. L'aumento dei tassi di interesse di mercato a breve è stato accompagnato da un aumento dei tassi a lungo termine. Al contrario, le condizioni monetarie si sono leggermente allentate nei paesi le cui valute erano sottoposte a una pressione al rialzo, ritenendo che l'apprezzamento del cambio avrebbe smorzato gli influssi esterni sull'inflazione. Tra il primo riallineamento e la fine di settembre, i tassi di mercato a breve termine in Germania sono diminuiti di circa l'1 per cento, con riduzioni analoghe in Belgio e nei Paesi Bassi. I tassi di interesse a lungo termine si sono ridotti in questi paesi in linea con i tassi a breve e sono scesi ai livelli minimi dal 1989. Nello stesso periodo, i differenziali di interesse, sia a breve sia a lungo, si sono ampliati notevolmente all'interno della Comunità.

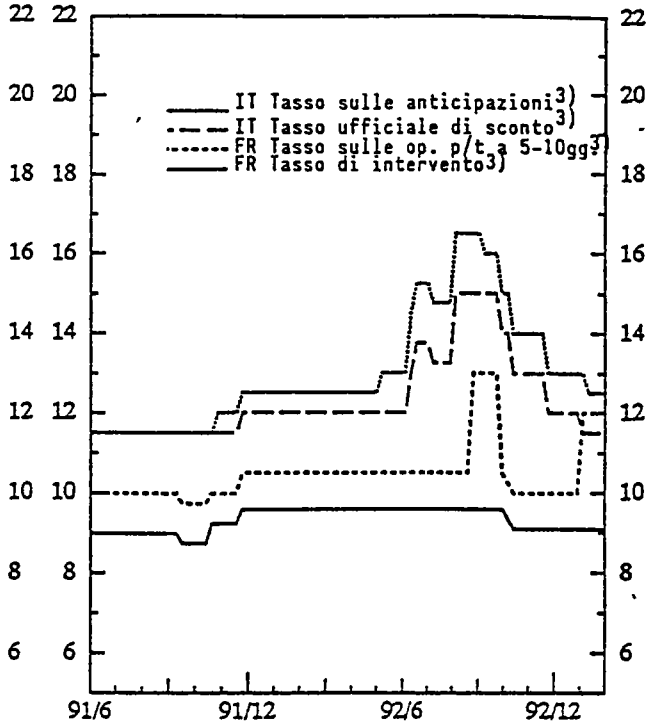
Dopo l'uscita della sterlina dagli AEC, i tassi di interesse ufficiali nel Regno Unito sono stati ridotti, a più riprese, complessivamente di 4 punti percentuali rispetto al livello vigente prima delle tensioni valutarie. La lenta crescita degli aggregati monetari, il calo dei prezzi degli immobili e il ristagno dell'attività economica sono stati letti come indicazioni della possibilità di allentare le condizioni monetarie senza mettere a repentaglio l'obiettivo di medio termine della stabilità dei prezzi. I rendimenti a lungo termine sono diminuiti molto meno e, di conseguenza, la

FIGURA 6: TASSI D'INTERESSE UFFICIALI O DI RIFERIMENTO¹⁾

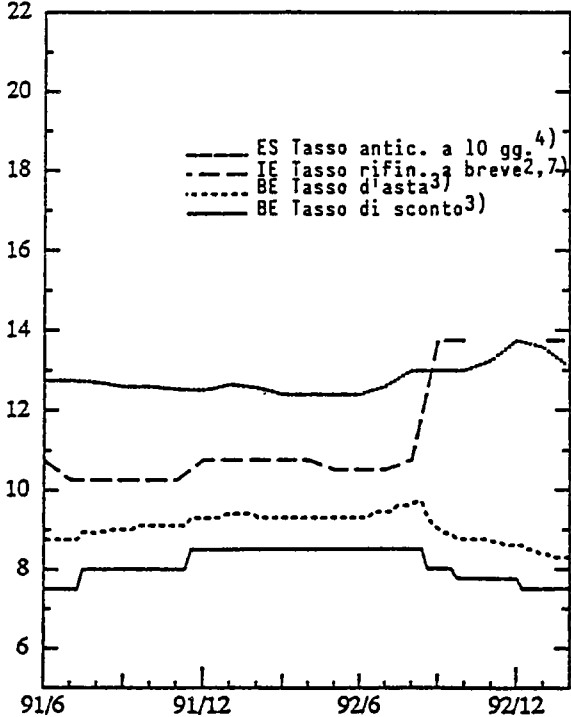
Valori percentuali



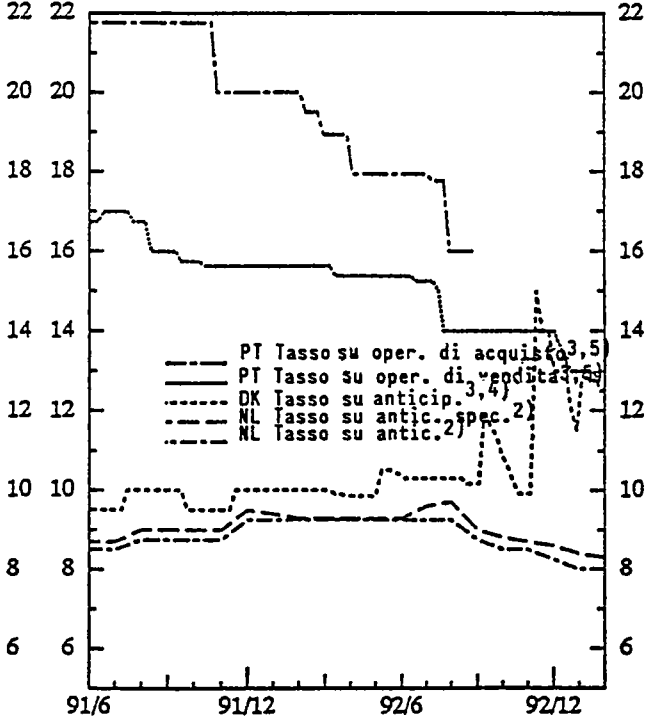
Valori percentuali



Valori percentuali



Valori percentuali



- 1) Per ragioni di scala il tasso della Grecia non è stato inserito. Il tasso di massimo scoperto è stato pari a 30% dal luglio 1990. Fino al febbraio 1993 è stato variato due volte: il 18 settembre 1992 (40%) e il 23 ottobre 1992 (35%).
- 2) Dato di fine mese 3) Dato di fine settimana 4) Media mensile
- 5) Tasso applicato alle operazioni a una settimana. Il tasso sulle operazioni di acquisto è stato sospeso il 21 settembre 1992.
- 6) Dall'aprile 1992, tasso passivo sui Certificati di deposito.
- 7) Dal 23 novembre 1992 al 5 febbraio 1993 la linea di credito è stata sospesa e sostituita da una anticipazione speciale al tasso overnight. Fino alla fine del 1992 il tasso overnight è variato sei volte: il 23 novembre è stato portato al 30%; il 26 novembre al 100%; il 2 dicembre al 30%; il 7 dicembre al 20%; il 15 dicembre al 16%; il 23 dicembre al 14%. Nel gennaio 1993 il tasso overnight è variato sei volte: il 6 gennaio al 50%; il 7 gennaio al 100%; il 12 al 30%; il 14 al 15%, il 25 al 14% e il 27 al 100%. Il primo febbraio il tasso overnight era del 14%.

curva dei rendimenti si è inclinata positivamente. I tassi ufficiali sono stati abbassati in misura pressoché simile in Italia rispetto ai livelli eccezionali raggiunti prima del riallineamento iniziale della lira, ma, al contrario di quanto è avvenuto nel Regno Unito, i tassi di mercato si sono mantenuti intorno ai livelli dell'inizio del 1992.

2.2. Evoluzione dei mercati dei cambi

Fattori sottostanti

Negli ultimi cinque anni, non si erano verificati riallineamenti generali negli AEC. Di tanto in tanto si erano registrate tensioni, ma esse erano state contrastate con successo dalle autorità. La stabilità dei cambi era stata mantenuta nonostante l'esistenza di numerosi fattori che negli anni recenti avrebbero potuto determinare tensioni più gravi all'interno del sistema. In particolare:

– un'ulteriore convergenza verso bassi livelli d'inflazione si è rivelata difficile da raggiungere. Tassi di crescita relativamente sostenuti di prezzi e salari, in congiunzione con tassi di cambio nominali immutati, hanno determinato significative perdite di competitività internazionale in alcuni paesi della Comunità;

– le divergenze cicliche sono diventate più marcate. L'attività economica nella maggior parte dei paesi della Comunità è stata molto debole nel 1991 e, da allora, ha mostrato scarsi segnali di ripresa. Al contrario, in Germania, dopo la riunificazione la crescita economica è proseguita in modo sostenuto, decelerando bruscamente solo nel 1992;

– dopo l'unificazione tedesca, un cospicuo incremento della domanda, alimentato da un significativo aumento del disavanzo pubblico, e la forte crescita salariale hanno contribuito a creare spinte inflazionistiche che sono state contrastate con un inasprimento della politica monetaria. La combinazione sbilanciata delle politiche ha spinto verso l'alto i tassi d'interesse tedeschi, riducendo così il margine di manovra a disposizione degli altri partecipanti allo SME per abbassare i loro tassi in risposta alle condizioni economiche interne;

– la correzione degli squilibri fiscali è risultata inferiore alle aspettative in molti paesi della Comunità. Di conseguenza, ha continuato a permanere una sostanziale disparità negli orientamenti delle politiche fiscali, che ha determinato un sovraccarico di compiti per la politica monetaria;

– si sono verificate ampie fluttuazioni nei tassi di cambio del dollaro e dello yen. La volatilità nei mercati valutari spesso tende a esercitare pressioni sui tassi di cambio intracomunitari, dati il diverso peso che gli scambi all'esterno della Comunità hanno negli Stati membri, le differenze di spessore e di liquidità dei mercati finanziari nazionali e la diversa importanza delle valute della Comunità nei portafogli internazionali.

Prima del giugno 1992, l'impatto di questi fattori sui tassi di cambio era stato bilanciato dalla fiducia del mercato nell'impegno delle autorità a mantenere la politica di cambio forte. I mercati si attendevano che la transizione verso l'UEM avrebbe rafforzato la convergenza nella Comunità attraverso misure di aggiustamento interne e, quindi, che gli squilibri sarebbero stati eliminati senza bisogno di un riallineamento negli AEC. Tuttavia, dopo il risultato del referendum danese l'atteggiamento del mercato è mutato. La crescente incertezza riguardo l'esito del referendum francese del 20 settembre ha sollevato ulteriori dubbi circa la ratifica del Trattato di Maastricht, il completamento dell'UEM e, di conseguenza, l'effettiva attuazione delle misure di convergenza. L'attenzione del mercato si è concentrata sempre più sugli squilibri esistenti e sui conflitti di politica economica che mettevano in pericolo le prospettive di convergenza economica.

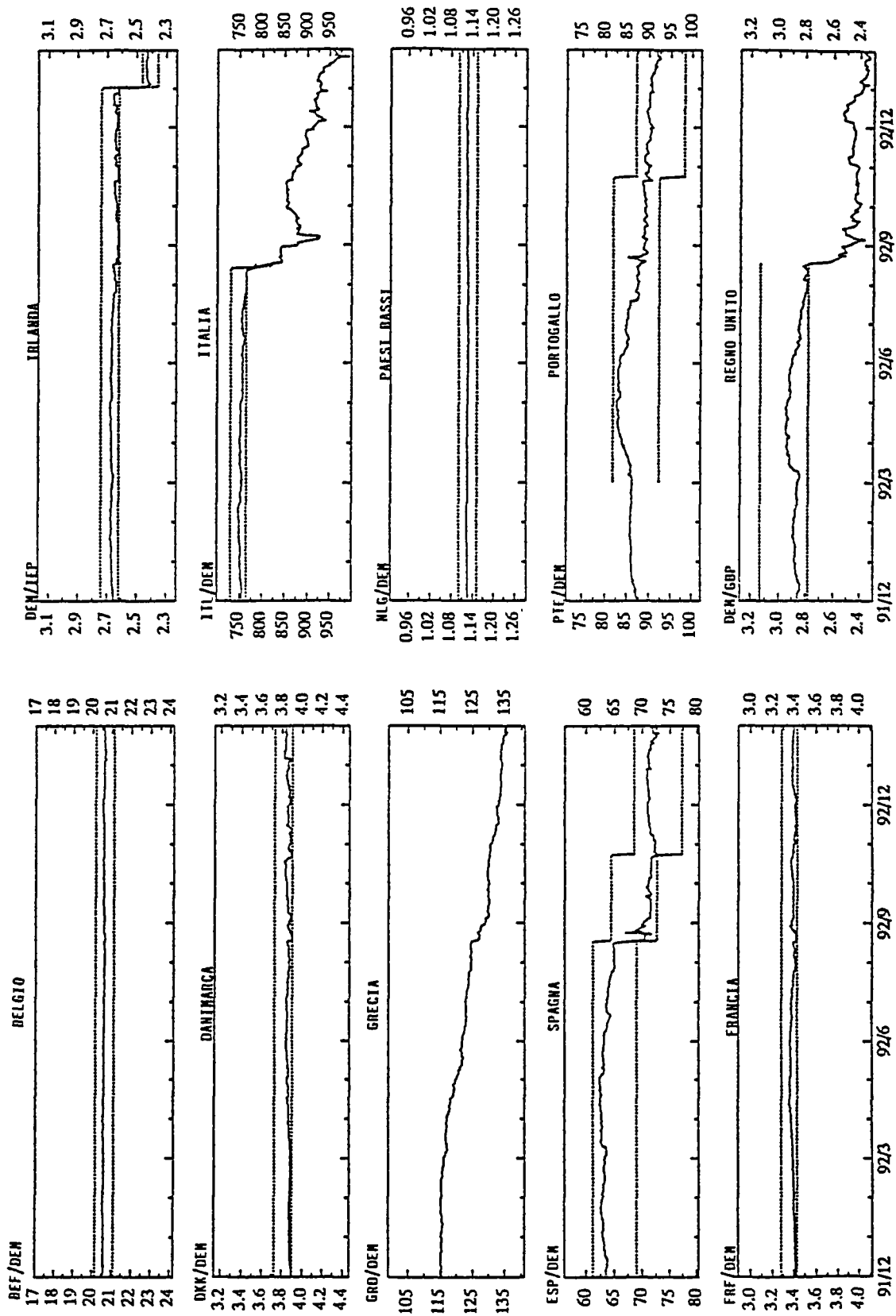
Gli operatori di mercato si sono concentrati inizialmente sulle valute di quei paesi in cui gli squilibri e i conflitti di politica economica erano più accentuati, ma successivamente le pressioni hanno coinvolto altre valute. In un contesto dove l'integrazione dei mercati finanziari e la deregolamentazione rendevano possibili movimenti di capitali di dimensioni senza precedenti, le tensioni sono sfociate in una crisi valutaria di notevoli proporzioni, determinando tre riallineamenti negli ultimi mesi del 1992 e la sospensione della sterlina e della lira dagli AEC. Un quarto riallineamento è stato deciso all'inizio del 1993.

Andamenti dei tassi di cambio

Nei primi mesi del 1992, la situazione negli AEC si è mantenuta relativamente tranquilla. La partecipazione agli Accordi di cambio è stata estesa il 6 aprile al Portogallo, entrato nella banda larga di oscillazione. Per la maggior parte del periodo, la sterlina inglese si è trovata in una posizione di relativa debolezza nei confronti della peseta spagnola e, poco dopo la sua entrata, anche nei confronti dell'escudo portoghese, anche se i mercati non hanno messo seriamente alla prova il limite inferiore della banda di oscillazione. Nella banda stretta, il marco tedesco, il franco belga e il fiorino olandese si sono spostati dal margine superiore verso il centro, mentre il franco francese si è rafforzato rispetto alla posizione che occupava, prossima al limite inferiore della banda (cfr. Fig. 7).

La situazione si è modificata drammaticamente dopo il referendum danese del 2 giugno. Il mutato atteggiamento del mercato ha provocato un netto spostamento delle preferenze degli investitori. Nei mesi intercorrenti tra il referendum danese e quello francese, le pressioni al ribasso si sono concentrate in particolare sulla lira, che è scesa al limite inferiore della banda stretta nonostante i massicci interventi intramarginali e gli incrementi dei tassi di interesse. Le tre valute aderenti alla banda larga di oscillazione, inoltre, si sono fortemente deprezzate nei confronti del marco tedesco, del franco belga e del fiorino olandese; l'escudo portoghese e la peseta spagnola,

FIGURA 7: TASSI DI CAMBIO NEI CONFRONTI DEL MARCO TEDESCO¹⁾



1) Le linee tratteggiate rappresentano il limite superiore e inferiore della banda quando rilevanti. La scala di ciascun grafico è normalizzata con riferimento a una fluttuazione del 35%.

tuttavia, si sono mantenuti per la maggior parte del tempo nella parte alta della banda, la sterlina in quella bassa. Nel contempo, si sono manifestate pressioni anche sulle valute nordiche che adottavano una parità unilaterale con l'ecu.

L'avvicinarsi del referendum francese e la possibilità di un risultato negativo, indicata da alcuni sondaggi, hanno diffuso nuovi dubbi sulle prospettive dell'UEM. La data fissata per il referendum ha catalizzato le pressioni sui cambi, dal momento che gli operatori di mercato ritenevano che un riallineamento sarebbe stato quasi inevitabile nel caso di un voto negativo. I ripetuti comunicati ufficiali (il 28 agosto da parte del Consiglio ECOFIN e il 5 settembre alla conclusione della riunione informale ECOFIN di Bath) secondo i quali un riallineamento non avrebbe costituito la risposta appropriata alle tensioni in atto, non sono riusciti a sortire un effetto duraturo sulle aspettative del mercato. Le tensioni si sono accentuate in seguito al brusco indebolimento del dollaro durante i mesi estivi e alla sospensione dell'ancoraggio all'ecu del marco finlandese l'8 settembre.

Le pressioni si sono mantenute particolarmente acute sulla lira, in parte per i ritardi nell'elaborazione delle misure di risanamento fiscale attese da tempo. Nonostante un aumento significativo dei tassi ufficiali italiani e l'incremento dei tassi a brevissimo termine al di sopra del 30 per cento, la lira ha dovuto essere ripetutamente sostenuta da ingenti interventi al margine nei confronti del marco tedesco, del franco belga e del fiorino olandese. La situazione è divenuta insostenibile. Il 13 settembre sono state decise una svalutazione del 3,5 per cento della lira e una rivalutazione del 3,5 per cento delle altre valute. Questo passo è stato accompagnato da una riduzione contenuta dei tassi di interesse ufficiali in Germania, seguita dal Belgio e dai Paesi Bassi.

Questi provvedimenti sui tassi di cambio e d'interesse non sono stati sufficienti a convincere i mercati della sostenibilità della nuova griglia di parità. Il 16 settembre, la sterlina, la peseta spagnola e l'escudo portoghese sono stati sottoposti a forti pressioni e la lira a nuove violente tensioni. Il giorno stesso, nel Regno Unito sono stati aumentati due volte i tassi di interesse; tali misure, tuttavia, non hanno ottenuto il risultato di arginare l'ondata speculativa, poiché il nuovo livello dei tassi di interesse è stato considerato insostenibile dal mercato a fronte della situazione economica interna; la sterlina ha dovuto essere sostenuta da rilevanti interventi al margine di fluttuazione. Alla fine della giornata, la partecipazione britannica agli AEC è stata sospesa e i tassi di interesse ribassati. Nello stesso giorno, la peseta spagnola si è deprezzata di circa il 4 per cento, mantenendosi tuttavia al di sopra del limite inferiore di fluttuazione. La sera del 16 settembre si è tenuta una riunione straordinaria del Comitato Monetario, nel corso della quale le autorità italiane hanno annunciato che si sarebbero astenute temporaneamente dall'effettuare interventi sul mercato dei cambi. A fronte del persistere delle tensioni negli AEC, e particolarmente alla luce della nuova situazione creata dal ritiro della sterlina inglese e della lira italiana, le autorità

spagnole hanno richiesto una svalutazione del 5 per cento della peseta che è stata concordata nella stessa riunione.

Dopo il secondo riallineamento, nel periodo precedente il referendum francese, le tensioni si sono estese ad altre valute, caratterizzate da solidità delle variabili economiche fondamentali: il franco francese, la corona danese e la sterlina irlandese. Di conseguenza, le autorità sono intervenute sui mercati valutari e hanno inasprito l'orientamento della politica monetaria, in alcuni casi in maniera molto decisa. Poiché le tensioni sono proseguite, e si sono anzi intensificate dopo il referendum in Francia, le autorità francesi e tedesche hanno rilasciato una comunicazione congiunta in cui si affermava che non si considerava giustificata una modifica della parità del cambio tra franco francese e marco tedesco. A sostegno di tale dichiarazione la Banque de France ha innalzato un tasso di interesse-guida di 2,5 punti percentuali e favorito un rapido aumento dei tassi di mercato a breve termine; inoltre la Bundesbank e la Banque de France hanno condotto interventi intra-marginali concertati. Contemporaneamente, poiché erano emerse nuovamente tensioni speculative contro la peseta spagnola, le autorità hanno deciso di introdurre provvedimenti temporanei per penalizzare le vendite allo scoperto di peseta finanziate con operazioni di *swap*. Il Portogallo e l'Irlanda hanno inasprito le modalità di gestione dei controlli valutari già in essere.

Le pressioni si sono attenuate leggermente in ottobre e ai primi di novembre. Una forte ripresa delle quotazioni del franco francese e della corona danese, determinata dal riafflusso di capitali che più che compensava le precedenti uscite, ha consentito una significativa riduzione dei tassi di interesse in ambedue i paesi. Tuttavia, nel caso delle altre valute sottoposte alle pressioni speculative, i riafflussi di capitale sono stati limitati.

Forti tensioni sui cambi sono riemerse dopo la decisione delle autorità svedesi, il 19 novembre, di sospendere il legame di cambio della corona svedese nei confronti dell'ecu. Ciò ha determinato ulteriori forti aumenti dei tassi di interesse ufficiali in Danimarca, e aumenti dei tassi di mercato in Irlanda e in Francia. Il 22 novembre si è concordata una svalutazione del 6 per cento delle parità centrali della peseta spagnola e dell'escudo portoghese. Successivamente a tale decisione, in Spagna e in Portogallo sono stati aumentati i tassi di interesse ufficiali, per segnalare l'impegno a sostenere le nuove parità; l'escudo e la peseta si sono nuovamente rafforzati, salendo verso la parte alta della banda larga di oscillazione. Allo stesso tempo, la Spagna ha eliminato i provvedimenti introdotti per disincentivare i movimenti di capitale e poco dopo il Portogallo ha rimosso tutti i controlli sui movimenti di capitale.

Le tensioni nella banda stretta si sono nuovamente acuitizzate il 10 dicembre, in seguito alla decisione della Norvegia di abbandonare il legame unilaterale della propria valuta nei confronti dell'ecu; tuttavia le parità sono state difese con successo nella restante parte dell'anno.

All'inizio del gennaio 1993, il franco francese e la sterlina irlandese hanno subito ulteriori pressioni. Il rinnovato attacco sul franco francese è stato di breve durata; le tensioni si sono

attenuate dopo la dichiarazione congiunta delle autorità francesi e tedesche, rafforzata da un aumento del tasso pronti contro termine della Banque de France. In questo contesto, e dopo un forte aumento dei tassi d'interesse ufficiali, anche la sterlina irlandese si è rafforzata.

Alla fine di gennaio, tuttavia, una ulteriore riduzione del tasso di interesse nel Regno Unito e un forte indebolimento della sterlina inglese hanno rinfocolato le pressioni sulla sterlina irlandese. I tassi di interesse ufficiali in Irlanda sono stati innalzati ancora una volta a livelli eccezionali; le conseguenze di tali misure, tuttavia, sono state percepite come insostenibili alla luce delle condizioni economiche interne, e una svalutazione della sterlina irlandese del 10 per cento è stata concordata il 30 gennaio.

Alcuni giorni dopo, la corona danese è stata attaccata nuovamente. Una manovra congiunta di sostegno collettivo, con interventi intra-marginali da parte di alcune banche centrali della Comunità, un aumento dei tassi di interesse in Danimarca e una riduzione dei tassi ufficiali in Germania hanno contribuito a riportare la calma sul mercato. Successivamente si sono registrati riafflussi di capitale in Danimarca.

Nelle prime settimane successive all'uscita dagli AEC, la lira italiana e la sterlina inglese si sono deprezzate considerevolmente. Dopo essere scese a livelli senza precedenti nei confronti del marco tedesco all'inizio di ottobre, ambedue le valute hanno recuperato terreno, sebbene le quotazioni si siano mantenute variabili. Alla fine del 1992, la lira aveva perso il 12 per cento e la sterlina il 13 per cento nei confronti del marco tedesco, rispetto ai tassi di mercato prevalenti il 16 settembre. Nei primi due mesi del 1993, entrambe le valute sono state sottoposte a ulteriori pressioni al ribasso.

La turbolenza negli AEC ha influenzato anche la dracma greca. Nel settembre 1992, le pressioni sulla dracma sono state considerevoli, inducendo la Banca di Grecia ad aumentare il tasso ufficiale di finanziamento dal 30 al 40 per cento, a intervenire pesantemente sul mercato dei cambi e a inasprire i controlli sui movimenti di capitale, mentre il ritmo del deprezzamento della dracma accelerava. All'attenuarsi delle pressioni, il tasso ufficiale è stato ridotto e i controlli di capitale precedentemente introdotti sono stati rimossi.

Gli ampi movimenti dei tassi di cambio nominali nell'ultima parte del 1992 hanno modificato sensibilmente le posizioni competitive all'interno della Comunità (cfr. Tav. 4). Per i paesi che prima della crisi avevano subito le più ampie perdite di competitività intra-AEC, il recente deprezzamento ha più che compensato le perdite registrate dall'ultimo riallineamento, del 1987, in Italia; determinato un sostanziale miglioramento della competitività del Regno Unito rispetto al livello prevalente al momento dell'ingresso della sterlina nella banda, nell'ottobre 1990; consentito alla Spagna di avvicinarsi ai livelli di competitività presenti quando la peseta è entrata negli AEC, nel giugno del 1989. Nella maggior parte degli altri paesi aderenti agli AEC, l'apprezza-

mento registrato dal cambio alla fine dell'anno ha riportato la competitività intorno ai livelli del 1987, sebbene, rispetto a quella data, la Francia abbia continuato a registrare guadagni, e la Germania perdite, di competitività intra-comunitaria.

TAVOLA 4: INDICATORI DI COMPETITIVITÀ (a)

Paesi	Variazioni percentuali							
	Rispetto agli altri paesi della Comunità (b)		Rispetto ai paesi industriali		Rispetto agli altri paesi della Comunità (b)		Rispetto ai paesi industriali	
	Prezzi alla produzione	Costo del lavoro per unità di prodotto (c)	Prezzi alla produzione	Costo del lavoro per unità di prodotto (c)	Prezzi alla produzione	Costo del lavoro per unità di prodotto (c)	Prezzi alla produzione	Costo del lavoro per unità di prodotto (c)
	1987-Agosto 1992				1987-Dicembre 1992(e)			
Belgio	4,0	5,6	1,3	2,7	0,9	1,9	-0,3	0,3
Danimarca	3,6	6,4	-0,5	3,8	-1,9	4,1	-4,9	1,9
Germania (occidentale)	1,7	0,5	-3,8	-5,5	-4,3	-6,6	-5,5	-8,6
Grecia	n.d.	n.d.	-10,2	-15,6	n.d.	n.d.	-10,8	-13,4
Francia	7,9	13,3	3,3	7,2	3,1	8,1	1,7	5,1
Irlanda	6,4	35,7	1,3	27,9	-0,6	26,6	-1,9	23,6
Italia	-3,0	-7,0	-6,3	-9,8	11,1	5,7	8,2	4,6
Paesi Bassi	1,5	5,2	-1,4	1,9	-2,6	2,1	-3,9	0,1
	Dall'entrata negli AEC(d)-Agosto 1992				Dall'entrata negli AEC(d)-Dicembre 1992(e)			
Spagna	-2,1	-7,5	-8,1	-13,8	4,2	-2,2	0,5	-6,2
Portogallo	n.d.	-4,6	n.d.	-6,9	n.d.	-9,5	n.d.	-9,5
Regno Unito	-1,7	-0,4	-4,0	-1,7	8,3	13,2	8,7	13,2

Fonti: BRI, per l'Italia e la Spagna i dati sono forniti dalle rispettive banche centrali.

(a) Il segno negativo indica una perdita. (b) Esclusa la Grecia. (c) Settore manifatturiero. (d) Spagna: giugno 1989; Portogallo: aprile 1992; Regno Unito: ottobre 1990. (e) Dati stimati.

Misure per fronteggiare la crisi degli AEC

L'accordo di Basilea-Nyborg del 1987 stabilisce che le autorità monetarie sfruttino più attivamente e in maniera più flessibile e coordinata le possibilità offerte da tre strumenti per fronteggiare la tensione negli AEC: la variazione dei tassi di interesse; il movimento dei cambi all'interno della banda di oscillazione; gli interventi ufficiali sui mercati valutari. Tuttavia, quando i tassi di cambio risultano disallineati rispetto alle variabili fondamentali e la realizzazione di provvedimenti correttivi di natura interna non è possibile, i riallineamenti della parità diventano necessari.

I tassi di interesse sono stati usati per contrastare le recenti tensioni, benché l'ammontare delle variazioni e la rapidità con cui le autorità sono intervenute siano stati diversi da paese a

paese. In alcuni casi, la possibilità di ricorrere all'aumento del tasso di interesse per fronteggiare tensioni sui cambi è stata limitata a causa del fatto che più alti tassi avrebbero aggravato la recessione in atto – come nel caso del Regno Unito dove la maggior parte dei prestiti sono effettuati a tassi a breve – e/o avrebbero reso più difficoltoso il riequilibrio della finanza pubblica in presenza di una elevata consistenza del debito pubblico a breve, come nel caso dell'Italia. In Irlanda, i tassi di interesse sono stati aumentati più volte e marcatamente fino a livelli che, in ultima istanza, si sono rivelati insostenibili. La difesa delle parità attraverso gli aumenti dei tassi di interesse, in definitiva, si è rivelata impraticabile in questi tre casi. Nei paesi le cui valute tendevano ad apprezzarsi, in Germania in particolare, l'andamento dei prezzi interni ha limitato la possibilità di aggiustare i tassi verso il basso. I tassi di interesse ufficiali in questi paesi sono stati leggermente ridotti intorno alla metà di settembre e i tassi di mercato a breve sono diminuiti di circa l'1 per cento, senza per altro attenuare sensibilmente le tensioni valutarie.

Nel corso della crisi, in alcuni casi, i movimenti dei cambi all'interno della banda sono stati in grado di generare speculazione stabilizzante e una diminuzione delle tensioni. In altre occasioni, tuttavia, la pressione sul cambio si è accresciuta quando la valuta ha raggiunto il limite inferiore di oscillazione. Laddove si è temuto che lo scivolamento verso il limite inferiore avrebbe potuto essere interpretato dagli operatori come una perdita di credibilità dell'impegno a difendere la parità, sono stati effettuati interventi intra-marginali.

In seguito ai massicci movimenti di capitale che si sono determinati in un contesto di pressoché totale liberalizzazione dei movimenti di capitale e di forte integrazione finanziaria all'interno della Comunità, sono stati eseguiti *interventi* per ammontari senza precedenti, marginali e intra-marginali. L'efficacia degli interventi è dipesa dal sostegno fornito dagli altri strumenti, in particolare dalle variazioni del tasso di interesse. A volte, interventi intra-marginali condotti simultaneamente da più banche centrali si sono rivelati utili. La dimensione degli interventi ha avuto importanti effetti sulle condizioni monetarie, determinando una contrazione dell'offerta di moneta nei paesi a valuta debole e una espansione in quelli a valuta forte.

La virulenza delle tensioni negli AEC, nel corso dell'autunno del 1992, ha indotto alcuni paesi a introdurre diverse misure temporanee per scoraggiare il deflusso di capitali e proteggere la propria valuta dalla speculazione, in particolare quando questa si realizzava sotto forma di vendite allo scoperto. Tutte queste misure sono state peraltro rimosse entro la fine dell'anno.

Allorché i tentativi delle autorità di stabilizzare i mercati dei cambi si sono rivelati inutili, il riallineamento è divenuto inevitabile. La successione di quattro riallineamenti in cinque mesi, fatto senza precedenti, ha evidenziato la difficoltà delle autorità a ristabilire la calma sui mercati. Ciò può essere dovuto alla percezione del mercato che i provvedimenti per fronteggiare le tensioni venivano presi in maniera frammentaria, con insufficiente attenzione all'obiettivo di ristabilire la credibilità della griglia delle parità del cambio nel suo complesso.

3. PROSPETTIVE ECONOMICHE E QUESTIONI DI POLITICA MONETARIA

Quando, alla fine del 1992, il Comitato dei Governatori ha condotto l'esercizio di coordinamento *ex-ante* per valutare l'impostazione appropriata delle politiche monetarie nei paesi membri e per esaminare gli obiettivi monetari nazionali per il 1993, il quadro previsivo per la Comunità era caratterizzato da un elevato grado di incertezza. In aggiunta, le tensioni sui mercati valutari non erano ancora scemate.

3.1. Prospettive economiche

Secondo le più recenti previsioni delle istituzioni internazionali, nel 1993 l'attività economica nella Comunità riceverà solo un impulso modesto dalla domanda estera. È attesa una accelerazione del commercio mondiale, sebbene il ritmo della ripresa rimanga piuttosto basso. Negli Stati Uniti sono evidenti i segnali di una crescita più sostenuta che dovrebbe materializzarsi nel 1993, mentre in Giappone le recenti misure espansive di carattere monetario e fiscale dovrebbero favorire una ripresa dell'attività nel corso dell'anno. Una leggera accelerazione potrebbe realizzarsi anche nei paesi dell'EFTA, benché ciò dipenda soprattutto dagli sviluppi all'interno della Comunità alla luce dei forti legami commerciali che intercorrono tra le due aree. In questo quadro di crescita lenta dell'attività, i prezzi mondiali dovrebbero rimanere relativamente stabili in termini di valuta nazionale.

Ci si attende che l'impulso, seppure modesto, derivante dalla domanda mondiale venga bilanciato da una debole spesa interna determinata dal basso grado di fiducia delle imprese e dei consumatori prevalente nella Comunità alla fine del 1992. Di conseguenza, nel 1993, la crescita nella Comunità potrebbe scendere al di sotto dell'1 per cento.

Il disavanzo fiscale complessivo probabilmente rimarrà ampio nel 1993. Riduzioni nei disavanzi pubblici sono previste in alcuni paesi della Comunità che hanno registrato forti livelli di indebitamento e ampi squilibri di bilancio nel 1992 – in particolare, in Belgio, in Grecia, in Spagna, in Italia e in Portogallo – sebbene il proseguimento della fase di rallentamento ciclico renda il processo di riequilibrio più difficile. Per contro, sia gli stabilizzatori automatici, sia l'adozione di misure discrezionali in altri paesi – tra cui Regno Unito e Francia – potrebbero determinare un aumento dei disavanzi fiscali. In Germania, il disavanzo pubblico dovrebbe aumentare in relazione al PIL, anche se misure correttive sono state annunciate a gennaio 1993.

Nell'esercizio di coordinamento *ex-ante*, una leggera riduzione delle pressioni da costi era ritenuta probabile per la Comunità nel suo insieme nel 1993. Poiché il prodotto dovrebbe rimanere al di sotto del potenziale e le condizioni di mercato del lavoro dovrebbero restare deboli, il contenimento dei salari dovrebbe ridurre le pressioni del costo del lavoro. Anche gli andamenti

dei prezzi internazionali dovrebbero rimanere in media abbastanza favorevoli, sebbene l'apprezzamento del dollaro nell'ultima parte del 1992, se mantenuto, limiterebbe gli effetti favorevoli. Inoltre, nei paesi le cui valute si sono deprezzate si materializzerà un aumento dei prezzi all'importazione e gli aumenti della imposizione indiretta o dei prezzi amministrati potrebbero accrescere le spinte inflazionistiche in alcuni paesi, per esempio in Germania, dove le imposte indirette sono state aumentate all'inizio del 1993.

3.2. Problemi di politica monetaria

Orientamenti della politica monetaria per il 1993

Quando è stato eseguito l'esercizio di coordinamento ex-ante dal Comitato dei Governatori nel dicembre del 1992, la valutazione degli intendimenti di politica monetaria per il 1993 era resa più difficile dalle forti incertezze del quadro economico e dalla instabilità degli AEC. Tuttavia, proprio in presenza di tali incertezze, risulta della massima importanza operare affinché la politica monetaria fornisca un'ancora alla stabilità delle grandezze nominali, il che costituisce un requisito preliminare essenziale per la ripresa dell'attività economica. Per tale motivo, il Comitato ha sottolineato la necessità di mantenere la politica monetaria orientata al medio-termine al fine di garantire un ulteriore calo dell'inflazione nella Comunità.

Tra i paesi degli AEC che fissano obiettivi monetari, il proseguimento dell'impostazione anti-inflazionistica della politica monetaria tedesca trova riflesso nell'obiettivo di crescita dell'aggregato M3 nel 1993, fissato tra il 4,5 ed il 6,5 per cento (cfr. Tav. 3). Il leggero aumento rispetto all'obiettivo del 3,5 – 5,5 per cento, stabilito per l'anno precedente, dipende da vari fattori: una stima leggermente più alta del potenziale di crescita economica nella Germania dell'Est; un declino più elevato nell'andamento della velocità di circolazione della moneta; l'aumento dei prezzi derivante da provvedimenti amministrativi, soprattutto nella Germania orientale. In Francia, la politica monetaria, nel 1993, continuerà a essere orientata al mantenimento della parità di cambio del franco negli AEC e al controllo dell'inflazione. Per queste ragioni, l'obiettivo di crescita di M3 per il 1993 è stato fissato tra il 4 e il 6,5 per cento, simile all'obiettivo del 4 – 6 per cento fissato per il 1992. Il limite superiore dell'intervallo è stato leggermente aumentato per tenere conto della prospettiva di una ripresa non inflazionistica dell'economia francese. In Spagna, l'intervallo obiettivo per la crescita delle attività liquide detenute dal pubblico (ALP) è stato fissato al 4,5 – 7,5 per cento per il 1993. La riduzione del precedente obiettivo (8 – 11 per cento nel 1992) riflette, in parte, le moderate prospettive di crescita dell'economia, la necessità di una ulteriore riduzione dell'inflazione, l'aspettativa di una tasso di crescita della velocità di circolazione delle ALP in linea con l'andamento storico.

Negli altri paesi aderenti agli AEC, la politica monetaria è volta prevalentemente a perseguire la stabilità dei prezzi attraverso il mantenimento dell'obiettivo di cambio con il marco

tedesco. In Danimarca, la banca centrale ha un obiettivo supplementare per la crescita della componente interna dell'offerta di moneta. Tuttavia, nelle attuali condizioni di ristagno economico e di turbolenza senza precedenti sui mercati valutari, il perseguimento di questo obiettivo aggiuntivo ha assunto minore importanza. A partire dal 1993, nei Paesi Bassi non viene più fissato alcun obiettivo monetario e in Portogallo è stato abbandonato l'obiettivo per M3 e per la liquidità complessiva detenuta dai residenti del settore non finanziario. Come di consueto, obiettivi monetari quantitativi non sono stati fissati in Belgio, in Lussemburgo e in Irlanda.

Tra i paesi che hanno sospeso temporaneamente la partecipazione delle loro valute agli AEC, l'Italia ha fissato l'intervallo obiettivo per M2 tra il 5 e il 7 per cento per il 1993, identico a quello del 1992. La politica monetaria è orientata a fornire agli operatori economici un quadro di riferimento stabile e a far sì che il recente deprezzamento della lira non alimenti l'inflazione. Nel Regno Unito, dalla sospensione della sterlina dagli AEC, le autorità hanno adottato un nuovo orientamento di politica monetaria con un esplicito obiettivo di mantenimento dell'inflazione, al netto dell'onere per interessi sui mutui ipotecari, tra l'1 e il 4 per cento, e non superiore al 2 per cento nel medio termine. Un vasto insieme di indicatori, che comprende aggregati monetari ristretti e ampi, prezzi delle attività e tasso di cambio, verrà usato per valutare il potenziale inflazionistico.

Infine, in Grecia verrà mantenuta una politica monetaria restrittiva e una politica del cambio non accomodante. Inoltre, i tassi di interesse reali resteranno alti nel 1993, con i tassi nominali che non verranno ridotti più rapidamente dell'inflazione. Per guidare la politica monetaria è stato fissato un obiettivo di crescita per M3 del 9 – 12 per cento.

Prospettive per la politica monetaria

A causa delle numerose incertezze che caratterizzano il quadro internazionale e nazionale, le autorità dei paesi membri dovranno fronteggiare numerosi problemi nella conduzione della politica monetaria. In particolare, dovrà essere ripristinata la stabilità di cambio in presenza del rischio di un prolungato rallentamento economico nella Comunità. Inoltre, nei paesi le cui valute sono state svalutate di recente, o per le quali è stata sospesa la partecipazione agli AEC, la politica monetaria dovrà porre attenzione a evitare la ripresa delle spinte inflazionistiche che potrebbero non solo vanificare la disinflazione conseguita negli anni passati ma anche destabilizzare i più equilibrati rapporti di competitività instauratisi in seguito ai recenti aggiustamenti di cambio.

Come è già stato sottolineato nel Rapporto dello scorso anno, il conseguimento degli obiettivi macroeconomici dipende in modo cruciale non solo da un'appropriata politica monetaria, ma anche da un adeguato sostegno della politica fiscale e dall'andamento dei salari. Per que-

ste ragioni, il programma di risanamento fiscale deve continuare in quei paesi con eccessivo disavanzo di bilancio e/o livello del debito pubblico. In altri paesi, la stagnante attività economica non dovrebbe portare a incrementi del deficit oltre il livello giustificato dagli stabilizzatori fiscali automatici. Inoltre, mentre nel 1992 in alcuni paesi della Comunità la crescita dei salari nominali è stata moderata, una sostanziale ulteriore riduzione è ancora necessaria dove il costo del lavoro aumenta a un ritmo elevato. Dato il ruolo fondamentale svolto dal mercato del lavoro nell'economia, tutti i paesi della Comunità dovrebbero immediatamente attuare le necessarie misure strutturali per migliorare la flessibilità di questo mercato. Infine, in quei paesi dove la presenza di regole non competitive in alcuni mercati di beni e servizi ostacola il raggiungimento di una più rapida disinflazione, si dovrebbero prontamente introdurre appropriate politiche d'offerta.

Per concludere, è d'importanza preminente migliorare l'equilibrio fra le politiche fiscali e monetarie e rafforzare le politiche d'offerta nei paesi della Comunità. Come è stato messo in evidenza dagli sviluppi deludenti del 1992, un progresso decisivo in questo campo è necessario non solo per gettare le fondamenta di uno sviluppo economico sostenuto, ma anche per ripristinare la credibilità degli AEC e per raggiungere il grado di convergenza e la flessibilità del mercato che sono necessari per il buon esito del processo dell'UEM.

4. SVILUPPI DELL'ECU PRIVATO

L'ECU privato è rimasto essenzialmente uno strumento finanziario. Il suo utilizzo nel settore bancario e nel mercato dei titoli ha continuato a crescere nel 1992, anche se con ritmi più contenuti rispetto agli anni precedenti (cfr. Tav. 5). Allo stesso tempo, il volume di contrattazioni in ECU sui mercati dei cambi e dei *futures* è stato molto elevato. Questi sviluppi, tuttavia, non sono stati accompagnati da un'espansione significativa dell'utilizzo dell'ECU privato per transazioni non finanziarie, le quali sono rimaste molto limitate.

Il periodo in esame è stato caratterizzato da due fasi distinte. Nella prima metà del 1992 è proseguita la crescita del mercato dell'ECU privato, dopo la firma del Trattato di Maastricht nel dicembre 1991. Nella seconda metà dell'anno, invece, si è registrato un notevole rallentamento in seguito alle difficoltà incontrate per la ratifica del Trattato e alle conseguenti tensioni negli AEC. L'aumento della "volatilità" dei tassi di interesse e di cambio nella Comunità ha aumentato sensibilmente i rischi connessi con gli investimenti denominati in ECU. Gli operatori del mercato si sono spostati verso le tradizionali valute forti, oppure hanno cercato copertura delle proprie esposizioni in ECU e ciò si è riflesso nel forte aumento del volume di contrattazioni nei mercati *futures* dell'ECU a Londra e a Parigi.

Tali sviluppi hanno interessato sia il settore bancario, sia quello delle obbligazioni. Contrariamente a quanto rilevato nel 1991, l'ammontare globale dei prestiti in ECU privati è cresciuto

solo moderatamente. Mentre le esposizioni interbancarie sono aumentate, i prestiti a operatori non bancari sono rimasti fundamentalmente invariati per i primi nove mesi del 1992. Le passività bancarie in ECU nei confronti delle banche e degli operatori non bancari, salite sensibilmente sino alla fine di giugno, si sono contratte leggermente nel terzo trimestre dello scorso anno. La flessione delle passività in ECU del settore bancario è principalmente attribuibile alla riduzione dei depositi detenuti dalle banche centrali. Essa ha in parte riflesso gli interventi in ECU privati sui mercati dei cambi – le riserve in ECU delle banche centrali sono diminuite da 30,6 miliardi di ECU alla fine di giugno del 1992 a 21 miliardi alla fine di settembre del 1992 – ma anche le minori emissioni di obbligazioni da parte di autorità pubbliche e la concomitante diminuzione di nuovi depositi da parte delle banche centrali.

L'inversione di tendenza degli andamenti dei mercati dopo la metà del 1992 è stata particolarmente pronunciata nel settore delle obbligazioni denominate in ECU. In seguito all'esaurirsi della domanda di titoli in ECU nella seconda metà del 1992, si è formato un premio tra il rendimento di mercato delle obbligazioni in ECU a lungo termine e il rendimento teorico. Questi sviluppi hanno reso le nuove emissioni in ECU relativamente costose, riducendo l'appetibilità dei programmi di prestito, che sono stati perciò ridimensionati. Conseguentemente, l'ECU privato è passato dal terzo al sesto posto nella graduatoria delle valute utilizzate per le emissioni di titoli internazionali, registrando una sostanziale riduzione. Tuttavia, dato il limitato ammontare dei prestiti in scadenza, la consistenza delle obbligazioni denominate in ECU è leggermente aumentata nel periodo in esame. Per contro, la consistenza di strumenti a breve termine denominati in ECU è diminuita, a causa della contrazione avvenuta nei due segmenti dell'*Euro-note* e dell'*Euro-commercial paper*.

TAVOLA 5: EVOLUZIONE DELL'ECU SUI MERCATI FINANZIARI

Voci	Miliardi di ECU in circolazione (fine periodo)					
	Dic. 90	Dic. 91	Mar. 92	Giù. 92	Set. 92	Dic. 92
Obbligazioni internazionali	54,9	75,1	82,8	86,7	86,6	83,6
Obbligazioni nazionali	35,1	40,2	42,7	43,1	44,0	43,3
Buoni del Tesoro	8,4	6,9	7,1	6,9	6,9	7,9
Carta commerciale e "Notes"	6,1	9,2	11,6	10,7	8,6	7,6
Attività bancarie (a)	148,4	188,3	190,7	192,6	198,4	n.d.
- rispetto a enti non bancari (b)	34,1	59,2	56,0	58,1	59,2	n.d.
- rispetto a enti bancari (c)	114,3	129,1	134,7	134,5	139,2	n.d.
Passività bancarie (a)	147,2	187,4	200,1	204,2	199,4	n.d.
- rispetto a enti non bancari (b)	22,3	28,5	33,1	35,5	35,0	n.d.
- rispetto a enti bancari (c)	124,9	158,9	166,9	168,7	164,3	n.d.
Per memoria:						
ECU privati detenuti dalle banche centrali	27,1	28,8	32,2	30,6	21,0	19,2

Fonte: BRI

(a) A causa dell'ampliamento dell'area considerata vi è una discontinuità della serie nel 1991; i dati per il 1990 e per il 1991 non sono confrontabili.

(b) Comprende soltanto il settore non bancario.

(c) Residuali (comprende le banche centrali).

Nonostante le difficili condizioni, il mercato dell'ECU ha mostrato doti di flessibilità. In particolare, ha dimostrato capacità di adattamento alle brusche fluttuazioni delle valute che lo

compongono, come testimonia il ritorno relativamente rapido a livelli contenuti del differenziale tra il valore di mercato e il valore teorico dei tassi di cambio e di interesse dell'ECU. All'inizio del 1992, si è registrata una ripresa delle emissioni di obbligazioni in ECU.

L'indagine sul mercato dei cambi, condotta nell'aprile del 1992 presso i principali centri finanziari, ha mostrato un aumento nell'utilizzo dell'ECU privato. Rispetto all'aprile del 1989, quando è stata effettuata l'indagine precedente, le transazioni in ECU privati hanno raggiunto il 3 per cento contro lo 0,9 di tre anni prima. All'interno della Comunità, le transazioni in ECU privati hanno rappresentato una quota compresa tra il 5 e il 10 per cento del totale delle contrattazioni nella maggior parte dei paesi membri.

TAVOLE FUORI TESTO

TAVOLA R1: PIL A PREZZI COSTANTI

Paesi	Variazione % rispetto all'anno precedente			
	1987-89 media	1990	1991	1992(a)
Belgio	3,6	3,4	1,9	0,8
Danimarca	0,7	2,0	1,2	1,0
Germania (occidentale) (b)	2,8	5,1	3,7	1,5
Grecia	2,4	-0,1	1,8	1,5
Spagna	5,2	3,7	2,3	1,0
Francia	3,9	2,3	0,9	1,8
Irlanda	5,5	8,3	2,5	2,4
Italia	3,4	2,2	1,4	1,0
Lussemburgo	6,1	4,6	2,7	2,5
Paesi Bassi	2,5	3,9	2,3	1,4
Portogallo	4,9	4,2	2,4	1,8
Regno Unito	3,7	0,6	-2,5	-0,6
CEE: (c)				
Media	3,5	2,8	1,2	1,1
Dispersione (d)	0,8	1,6	2,0	0,8
AEC banda stretta dal 1979: (c)				
Media	3,2	3,8	2,3	1,6
Dispersione (d)	0,8	1,4	1,3	0,3
Stati Uniti	3,6	0,7	-1,3	2,0
Giappone	4,9	5,2	4,4	1,5

Fonti: Bollettini nazionali, Commissione della Comunità Europea.

(a) Dati stimati. (b) Per il 1992 i dati corrispondenti sono: 6,14 per la Germania orientale e 1,94 per l'intera Germania (c) Paesi calcolati sulla base del PIL del 1989 dei rispettivi paesi espressa in moneta comune utilizzando le parità dei poteri d'acquisto. (d) Deviazione standard ponderata.

TAVOLA R2: TASSI DI DISOCCUPAZIONE (a)

Paesi	Percentuale della forza lavoro			
	1987-89 media	1990	1991	1992(b)
Belgio	10,0	7,6	7,5	8,2
Danimarca	6,6	8,1	8,9	9,5
Germania (occidentale) (c)	6,1	4,8	4,2	4,5
Grecia	7,5	7,0	7,7	7,7
Spagna	19,1	16,3	16,3	18,4
Francia	9,9	9,0	9,5	10,0
Irlanda	17,0	14,5	16,2	17,8
Italia	10,9	10,0	10,0	10,1
Lussemburgo	2,1	1,7	1,6	1,9
Paesi Bassi	9,2	7,5	7,0	6,7
Portogallo	5,9	4,6	4,1	4,8
Regno Unito	8,7	7,0	9,1	10,8
CEE:				
Media	9,7	8,3	8,7	9,5
Dispersione (d)	2,7	2,6	3,3	3,7
AEC banda stretta dal 1979:				
Media	8,1	7,2	7,1	7,4
Dispersione (d)	2,2	2,2	2,8	2,9
Stati Uniti (e)	5,7	5,5	6,7	7,3
Giappone (e)	2,5	2,1	2,1	2,1

Fonte: Eurostat.

(a) Definizione standardizzata (b) Dati stimati. (c) Per il 1992 i tassi di disoccupazione (definizione nazionale) sono: 14,34 per la Germania orientale e 7,74 per l'intera Germania (d) Deviazione standard ponderata. (e) Percentuale della forza lavoro totale.

TAVOLA R3: PREZZI AL CONSUMO

Paesi	Variazione % rispetto all'anno precedente				nei 12 mesi	
	1987-89 media	1990	1991	1992(a)	Dic. 91	Dic. 92(a)
Belgio	2,0	3,5	3,2	2,4	2,8	2,4
Danimarca	4,4	2,6	2,4	2,1	2,3	1,5
Germania (occidentale) (b)	1,4	2,7	3,5	4,0	4,2	3,7
Grecia	14,5	20,4	19,5	15,8	18,0	14,4
Spagna	5,6	6,7	5,9	5,9	5,5	5,3
Francia	3,2	3,4	3,1	2,8	3,1	2,0
Irlanda	3,1	3,2	3,2	3,0	3,6	2,3
Italia	5,4	6,5	6,4	5,3	6,1	4,8
Lussemburgo	1,6	3,7	3,1	3,2	2,6	2,9
Paesi Bassi	0,4	2,5	3,9	3,7	4,9	2,6
Portogallo	10,5	13,4	11,4	8,9	9,6	8,4
Regno Unito	5,6	9,5	5,9	3,7	4,5	2,6
CEE: (c)						
Media	4,1	5,7	5,1	4,3	4,8	3,7
Dispersione (d)	2,5	3,4	2,6	2,0	2,2	2,0
AEC banda stretta dal 1979: (c)						
Media	2,1	3,0	3,3	3,3	3,7	2,8
Dispersione (d)	1,0	0,4	0,3	0,6	0,7	0,8
Stati Uniti	4,2	5,4	4,3	3,0	3,1	2,9
Giappone	1,0	3,1	3,3	1,7	2,7	1,2

Fonti: Bollettini nazionali, BRI.

(a) Parzialmente stimati. (b) Nel 1992 i prezzi al consumo sono aumentati dell'11,14 nella Germania orientale; a dicembre 1992, la variazione dei prezzi al consumo rispetto ai 12 mesi precedenti è stata del 2,84. Per l'intera Germania i dati non sono stati calcolati. (c) Paesi calcolati sulla base della spesa per consumi del 1989 dei rispettivi paesi espressa in moneta comune utilizzando le parità dei poteri d'acquisto. (d) Deviazione standard ponderata.

TAVOLA R4: RETRIBUZIONI PER ADDETTO (a)

Paesi	Variazione % rispetto all'anno precedente			
	1987-89 media	1990	1991	1992(b)
Belgio	3,1	5,8	6,8	5,7
Danimarca	5,6	3,6	3,8	2,7
Germania (occidentale) (c)	3,0	4,8	6,0	5,4
Grecia	16,1	18,4	15,0	12,6
Spagna	6,8	8,7	8,0	9,0
Francia	4,5	5,2	4,3	4,1
Irlanda	5,1	4,7	5,7	6,2
Italia	8,6	10,5	8,8	4,7
Lussemburgo	4,9	7,0	4,4	5,1
Paesi Bassi	1,7	3,3	5,2	5,1
Portogallo	12,9	17,3	17,7	14,0
Regno Unito	8,6	9,8	8,2	6,1
CEE: (d)				
Media	6,1	7,6	7,1	5,7
Dispersione (e)	2,9	3,2	2,4	2,0
AEC banda stretta dal 1979: (d)				
Media	3,6	4,8	5,3	4,8
Dispersione (e)	1,0	0,6	0,9	0,8
Stati Uniti	4,2	4,9	5,1	2,4
Giappone	3,7	5,3	4,4	3,2

Fonti: Bollettini nazionali, Commissione della Comunità Europea.

(a) Totale dell'economia: aumenti in termini nominali. (b) Dati stimati. (c) Per il 1992 i dati corrispondenti sono: 35,4% per la Germania orientale e 9,7% per l'intera Germania. (d) Paesi calcolati sulla base del PIL del 1989 dei rispettivi paesi espressi in moneta comune utilizzando la parità dei poteri d'acquisto. (e) Deviazione standard ponderata.

TAVOLA R5: SALDI DEI CONTI DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE (a)

Paesi	In percentuale del PIL			
	1987-89 media	1990	1991	1992(b)
Belgio	-7,0	-5,8	-6,7	-6,9
Danimarca	0,8	-1,5	-2,2	-2,4
Germania (c)	-1,9	-3,1	-3,9	-3,8
Grecia	-14,9	-17,4	-15,4	-9,1
Spagna	-3,1	-3,9	-4,9	-4,4
Francia	-1,6	-1,4	-1,9	-3,0
Irlanda	-4,4	-2,5	-2,4	-2,6
Italia	-10,5	-10,9	-10,2	-10,0
Lussemburgo	2,2	3,3	-1,5	-2,5
Paesi Bassi	-6,0	-4,4	-3,5	-3,8
Portogallo (d)	-8,1	-6,1	-5,7	-5,0
Regno Unito	0,2	-1,3	-2,7	-6,1
CEE:				
Media	-3,6	-4,2	-4,7	-5,3
Dispersione (e)	3,9	3,9	3,1	2,5
AEC banda stretta dal 1979:				
Media	-2,3	-2,7	-3,2	-3,6
Dispersione (e)	1,8	1,3	1,3	0,9
Stati Uniti	-2,0	-2,5	-3,4	-4,8
Giappone	1,5	3,0	2,4	2,2

Fonti: Bollettini nazionali, Commissione della Comunità Europea.

(a) Le serie possono non essere coerenti con quelle da prendere in considerazione nella procedura sui disavanzi eccessivi prevista nel Trattato di Maastricht, ancora in corso di discussione ai fini dell'armonizzazione. (b) Dati stimati. (c) Fino al 1989 i valori si riferiscono solo alla Germania occidentale. (d) Fabbisogno. (e) Deviazione standard ponderata.

TAVOLA R6: SALDO DELLE PARTITE CORRENTI

Paesi	In percentuale del PIL			
	1987-89 media	1990	1991	1992(a)
Belgio-Lussemburgo	2,2	1,9	2,5	2,3
Danimarca	-1,7	1,0	1,7	3,3
Germania (b)	4,4	3,0	-1,2	-1,3
Grecia	-3,1	-5,3	-2,1	-2,7
Spagna	-1,2	-3,4	-3,2	-3,4
Francia	-0,5	-0,8	-0,5	0,2
Irlanda	-0,5	0,1	3,4	5,7
Italia	-0,7	-1,3	-1,8	-2,0
Paesi Bassi	2,5	3,8	3,0	2,6
Portogallo	-0,3	-0,3	-1,0	-0,2
Regno Unito	-2,9	-3,1	-1,1	-2,1
CEE:				
Media	0,4	-0,3	-0,9	-1,0
Dispersione (c)	2,6	2,5	1,4	1,7
AEC banda stretta dal 1979:				
Media	2,0	1,5	-0,2	0,1
Dispersione (c)	2,3	1,8	1,4	1,6
Stati Uniti	-2,7	-1,4	0,2	-1,0
Giappone	2,8	1,3	2,5	3,2

Fonti: Bollettini nazionali, Commissione della Comunità Europea.

(a) Dati stimati. (b) Fino al 1989 solo Germania occidentale. (c) Deviazione standard ponderata.

TAVOLA R7: EVOLUZIONE DEGLI AGGREGATI MONETARI AMPI (a)

Paesi	Variazione % IV trim./IV trim.			
	1987-89 media	1990	1991	1992(b)
Belgio	10,2	5,7	9,8	(c) 9,2
Danimarca	3,1	8,1	5,6	1,3
Germania (d)	5,9	5,6	5,2	9,4
Grecia	23,9	15,7	10,6	16,9
Spagna	15,2	10,8	11,4	4,9
Francia	8,9	8,2	3,9	5,9
Irlanda	6,8	16,7	5,2	8,3
Italia	8,1	9,6	8,3	5,9
Lussemburgo	21,3	25,1	2,1	9,0
Paesi Bassi	8,9	6,7	5,7	6,3
Portogallo	16,1	15,6	14,7	13,4
Regno Unito	17,1	12,1	6,2	3,7
CEE: (e)				
Media	10,6	9,3	6,9	6,5
Dispersione (f)	4,6	3,4	2,8	2,5
AEC banda stretta dal 1979: (e)				
Media	7,7	6,7	5,1	7,3
Dispersione (f)	2,0	2,3	1,0	1,8
Stati Uniti	4,8	4,0	3,0	1,9
Giappone	10,6	9,2	3,1	-0,2

Fonti: Bollettini nazionali, BRI.

(a) Sono stati scelti i seguenti aggregati: Belgio: M4H; Danimarca: M(=M3H); Germania: M3; Grecia: M3; Spagna: ALP; Francia: M3; Irlanda: M3E (=M3H); Italia: M2(=M3H); Lussemburgo: M3H; Paesi Bassi: M3H; Portogallo: L-; Regno Unito: M4; Stati Uniti: M2; Giappone: M2+CD. I dati CEE e AEC sono stati calcolati con M3H (aggregato omogeneo). (b) Parzialmente stimati. (c) Variazione percentuale III trim./III trim.. (d) Fino al 1989 solo Germania occidentale. (e) Paesi calcolati sulla base del PIL del 1989 dei rispettivi paesi espressi in moneta comune utilizzando la parità dei poteri d'acquisto. (f) Deviazione standard ponderata.

II. PROCEDURE E STRUMENTI DI POLITICA MONETARIA NEI PAESI DELLA COMUNITÀ

È opinione unanime delle banche centrali della Comunità che l'obiettivo della politica monetaria sia quello di realizzare e mantenere la stabilità dei prezzi. Esistono, tuttavia, differenze nella conduzione delle politiche monetarie nazionali. In alcuni paesi è fissato un obiettivo intermedio per l'espansione della moneta o di quella creata attraverso i canali interni, mentre in altri paesi la politica monetaria è prevalentemente determinata dal perseguimento di un obiettivo di tasso di cambio. Nel Regno Unito, le autorità hanno adottato un obiettivo di inflazione esplicito dopo la sospensione della sterlina dagli AEC. Nonostante queste differenze, tuttavia, i tassi di interesse del mercato monetario sono un **obiettivo operativo** importante, se non fondamentale, nella conduzione giornaliera della politica monetaria in tutti i paesi della Comunità. Inoltre, il ricorso crescente a tecniche orientate al mercato ha favorito negli anni recenti la convergenza delle procedure e degli strumenti monetari che le banche centrali della Comunità utilizzano per influenzare i tassi di mercato a breve (cfr. l'Allegato I per la descrizione dei maggiori cambiamenti avvenuti dall'inizio della Fase Uno).

La tavola 6, che contiene un riepilogo delle procedure e degli strumenti di politica monetaria più utilizzati dai paesi della Comunità, mostra che nella maggior parte di essi le operazioni di mercato aperto costituiscono attualmente il principale strumento. Tuttavia, le differenze persistono, in particolare per quanto riguarda l'utilizzo della riserva obbligatoria, l'importanza delle facilitazioni offerte dalle banche centrali (quali il risconto, le altre forme di prestito diretto e gli strumenti di deposito) e la frequenza delle operazioni delle banche centrali nel mercato. Inoltre, le banche centrali della Comunità possono utilizzare strategie differenti per segnalare le loro intenzioni riguardo alla politica monetaria.

1. PRINCIPALI STRUMENTI

Le banche centrali influenzano i tassi di interesse del mercato monetario fissando le condizioni in base alle quali esse accolgono la domanda di riserve da parte delle banche commerciali, sia allo scopo di soddisfare gli impegni di compensazione sia per adempiere alla riserva obbligatoria. Si possono verificare tuttavia situazioni in cui le riserve presso la banca centrale siano in eccesso rispetto alla domanda delle banche. In questi casi, le banche centrali influenzano i tassi di mercato a breve fissando le condizioni in base alle quali esse offrono depositi, emettono debiti a breve o vendono attività.

In molti paesi, la **riserva obbligatoria** contribuisce a creare o ad ampliare la domanda di riserve presso la banca centrale. Inoltre, quando gli obblighi di riserva devono essere soddisfatti

TAVOLA 6: STRUMENTI E PROCEDURE DELLA POLITICA MONETARIA

Voci	Belgio	Danimarca	Germania	Grecia	Spagna	Francia	Irlanda	Italia	Paesi Bassi	Portogallo	Regno Un.
RISERVA OBBLIGATORIA AI FINI DI POLITICA MONETARIA											
- Ammontare (% del PIL) (a)	NO	NO	SI	SI	SI	SI	SI	SI	NO	SI	NO
- Remunerazione	-	-	2.7 No	3.9 Parziale	2.0 No	0.1 No	1.8 inf. tassi mercato	8.0 Parziale	-	16.1 Parziale	-
"STANDING FACILITIES"											
- Finanziamenti a tassi inferiori o in linea ai tassi di mercato	<input type="checkbox"/> (inf. tas. mercato)	-	<input checked="" type="checkbox"/> (inf. tas. mercato)	-	-	-	-	<input checked="" type="checkbox"/> (in linea, tassi merc.)	-	-	-
- Conti di deposito	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	-	-	-	-	<input checked="" type="checkbox"/>	-	-	-	-
- Rifinanziamento marginale	<input type="checkbox"/>	-	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
OPERAZIONI DI MERCATO APERTO											
1. Tipologie (b)											
- Operazioni definitive (c)	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	-	<input checked="" type="checkbox"/>	-	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
- Op. tempor. in tit. interni	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
- Op. di swap in valuta	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	-	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	-
2. Frequenza operazioni (d)	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
3. Procedure d'asta (b)											
- volume	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	-	<input type="checkbox"/>	-	-	-	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	-
- tasso d'interesse	<input type="checkbox"/>	-	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	-	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>

- Non previsto o non utilizzato

(a) Consistenze a fine 1992.

(b) Importanza dell'effetto espansivo (o restrittivo) sulla liquidità: basso intermedio alto

(c) Per Danimarca e Portogallo sono comprese le emissioni di certificati di deposito della banca centrale; per la Grecia sono compresi i prestiti overnight non garantiti.

(d) circa una volta alla settimana varie volte alla settimana più di una volta al giorno

con riferimento a un valore medio nel periodo, come avviene normalmente per i paesi della Comunità, il sistema bancario può fronteggiare carenze o eccessi temporanei di liquidità sul mercato senza l'intervento della banca centrale e ciò può ridurre la variabilità dei tassi di interesse a brevissima scadenza. Tuttavia, quando la riserva obbligatoria non è remunerata a tassi di mercato, essa impone una tassa implicita sulla intermediazione bancaria e ciò può incoraggiare la disintermediazione finanziaria o la delocalizzazione. Per prevenire questo, alcuni Stati membri preferiscono non imporre la riserva obbligatoria per finalità di politica monetaria o scelgono di remunerarla a tassi di mercato, e utilizzano invece altri strumenti per restringere, se necessario, la liquidità nel mercato.

Gli strumenti di rifinanziamento e di assorbimento di liquidità (*standing facilities*) sono offerti dalle banche centrali a tassi preannunciati e possono essere utilizzati su richiesta delle singole banche commerciali. Questi strumenti continuano in molti casi a svolgere un importante ruolo per regolare le condizioni del mercato monetario e per segnalare le intenzioni delle autorità monetarie. Gli strumenti di prestito a tassi di interesse inferiori a quelli di mercato rappresentano una quota considerevole dell'offerta di moneta della banca centrale solo nei Paesi Bassi – attraverso anticipazioni ordinarie in conto corrente – e in Germania – attraverso il risconto di effetti commerciali. Nella maggior parte dei paesi della Comunità tali strumenti non esistono o sono scarsamente utilizzati. Strumenti di deposito sono offerti in alcuni paesi per assorbire eccessi di liquidità e, a volte, per fissare un limite inferiore ai tassi di mercato a brevissimo termine. Infine, la maggior parte delle banche centrali concedono scoperti di conto corrente per finanziare squilibri nelle compensazioni di fine giornata. Quest'ultimo strumento è generalmente offerto a tassi penalizzanti e spesso stabilisce un limite superiore ai tassi di mercato a brevissima scadenza.

Nell'ultimo decennio, una caratteristica comune della gestione della politica monetaria nella Comunità è stata costituita dal crescente ricorso a **operazioni di mercato aperto** invece che agli strumenti di rifinanziamento e di assorbimento di liquidità. Oggi, la maggior parte delle banche centrali della Comunità preferisce ricorrere alle operazioni di mercato aperto in quanto sono attuate discrezionalmente e impiegano meccanismi di mercato nella distribuzione della liquidità e nel dare segnali di politica monetaria.

Le operazioni di mercato aperto vengono effettuate nella maggior parte dei paesi della Comunità, ma rappresentano un importante strumento di politica monetaria solamente nel Regno Unito, in Danimarca e in Portogallo. La maggior parte delle operazioni della Bank of England nel mercato monetario sono acquisti definitivi di titoli con varie scadenze. Dall'aprile del 1992, la Danmarks Nationalbank ha emesso con regolarità certificati di deposito, il cui tasso di interesse ha avuto la funzione di dirigere i tassi di mercato. Questi certificati possono essere riacquistati dalla banca centrale quando è necessario fornire liquidità. In Portogallo, gli eccessi di liquidità del mercato sono usualmente assorbiti mediante emissione di titoli della banca centrale. La Bun-

desbank, dopo la sostanziale riduzione della riserva obbligatoria all'inizio del 1993, ha emesso titoli di regolazione della liquidità sotto forma di buoni del Tesoro privi di cedola. Questi titoli possono essere veduti a operatori bancari e non-bancari.

Le operazioni pronti contro termine su titoli interni sono divenute lo strumento principale per regolare le condizioni del mercato monetario nella maggior parte degli Stati membri. Operazioni di acquisto e successiva vendita (*repos*), che consistono in operazioni di acquisto di titoli con patto di rivendita a un prezzo e a una data futura prestabiliti, sono utilizzate per immettere liquidità, mentre l'operazione inversa, contratto di vendita e riacquisto (*reverse repos*) è utilizzata per drenare liquidità. La preferenza per tali operazioni deriva dal fatto che possono essere condotte velocemente e non hanno effetti significativi sui prezzi delle attività utilizzate nelle operazioni stesse. Inoltre, la banca centrale conserva la prerogativa di fissare l'ammontare, il tempo e la durata del contratto, e di decidere se rinnovarlo o meno alla scadenza.

Le operazioni di swap in valuta estera (una combinazione di operazioni a pronti e a termine) possono essere utilizzate come strumento di politica monetaria interna, senza un impatto diretto sui tassi di cambio. Possono essere uno strumento molto flessibile sia per scadenza sia per ammontare. In Irlanda, dove possono essere regolate nello stesso giorno, queste transazioni sono uno strumento monetario importante. Tale strumento è utilizzato a volte anche in altri paesi della Comunità, in particolare quando la banca centrale desidera sterilizzare l'impatto di ingenti afflussi di riserve valutarie sulle condizioni interne di liquidità.

2. PRINCIPALI PROCEDURE

Le procedure di politica monetaria variano nei diversi paesi della Comunità, in particolare per quanto riguarda la frequenza delle operazioni delle banche centrali, la determinazione del volume delle transazioni e dei tassi di interesse e la scelta delle controparti delle operazioni.

La **frequenza** delle operazioni di mercato aperto è spesso legata alla loro scadenza. Essa può anche riflettere il contesto finanziario, in particolare l'importanza delle riserve obbligatorie. Nel Regno Unito, per esempio, in mancanza di obblighi di riserva, la banca centrale può intervenire sul mercato monetario diverse volte nella giornata utilizzando strumenti a breve scadenza. Al contrario, in Germania, dove gli obblighi di riserva svolgono un importante ruolo per stabilizzare la domanda di riserve, la banca centrale usualmente interviene solo una volta a settimana, principalmente con operazioni pronti contro termine a due settimane. In Francia, la frequenza degli interventi della banca centrale nel mercato è recentemente aumentata, in parte come risultato della riduzione dei requisiti di riserva obbligatoria. Inoltre, la frequenza delle operazioni può, in alcuni casi, riflettere il grado di controllo che la banca centrale desidera esercitare sui tassi di interesse di mercato a breve scadenza.

Nel caso degli strumenti di rifinanziamento e di assorbimento di liquidità, i tassi di interesse sono preannunciati dalle banche centrali e i volumi sono determinati dalla domanda delle banche, sebbene essi siano generalmente soggetti a qualche limite. Nel caso delle operazioni di mercato aperto, le banche centrali possono fissare con più flessibilità i **tassi di interesse e/o i volumi** attraverso diverse procedure di asta. Le aste a tasso fisso (*volume tenders*), in cui le banche fanno offerte sui volumi messi all'asta dalla banca centrale a un tasso predeterminato, aiutano a rendere espliciti gli orientamenti di politica monetaria e a stabilizzare le aspettative del mercato. Tecniche di asta a tasso variabile (*interest rate tenders*), in cui le banche presentano offerte riguardanti sia i volumi sia il tasso, danno un maggior peso alle forze di mercato nella determinazione del tasso di interesse. La maggior parte delle banche centrali della Comunità tende a utilizzare una sola delle due procedure, sebbene alcune di esse a volte sfruttino il vantaggio di ricorrere a tipi differenti di asta in relazione alle circostanze.

Per quanto riguarda l'ampiezza della controparte con cui le operazioni delle banche centrali sono condotte – vale a dire con un numero ristretto di intermediari o con tutti gli operatori del mercato monetario – esistono pratiche diverse nella Comunità. Nel Regno Unito e in Belgio, il desiderio di migliorare l'efficienza operativa ha portato la banca centrale a effettuare la maggior parte delle operazioni di mercato con alcune **controparti** specializzate. La maggior parte delle altre banche centrali della Comunità opera, in linea di principio, con tutti gli operatori del mercato. Tuttavia, in alcuni paesi le grandi banche o i *market makers* possono essere selezionati quando la banca centrale desidera determinare un rapido cambiamento del tasso di interesse di mercato attraverso operazioni di *fine-tuning*.

3. SEGNALI SUGLI ORIENTAMENTI DI POLITICA MONETARIA

Le banche centrali trasmettono segnali di indirizzo monetario al mercato principalmente attraverso i loro tassi di interesse guida (cfr. Fig. 6 del Capitolo I). Questi sono spesso rappresentati dai tassi applicati alle facilitazioni offerte, ma possono anche essere quelli con cui le banche centrali forniscono o drenano liquidità attraverso le operazioni di mercato aperto. Alcune banche centrali della Comunità fanno assegnamento principalmente su un singolo tasso “guida” sia per dirigere i tassi di mercato sia per dare segnali sull'orientamento della politica, come nel caso dell'Irlanda. Altre impiegano diversi tassi che possono permettere una maggiore flessibilità sia nella conduzione delle operazioni sia nell'invio di segnali di indirizzo. In alcuni casi, un primo tasso fornisce un limite superiore o un limite inferiore ai tassi di mercato, mentre un secondo serve per guidarli. In altri casi, due tassi possono fissare un “corridoio” per i tassi di mercato a breve, mentre questi ultimi sono manovrati dalla banca centrale attraverso interventi sul mercato monetario, come nel caso del Belgio.

Le banche centrali possono anche segnalare l'indirizzo di politica monetaria cambiando le procedure, in particolare quelle d'asta o le scadenze delle operazioni di mercato. Per esempio, alcune banche centrali possono passare dalle tecniche d'asta a tasso fisso a quelle a tasso variabile per stabilizzare le aspettative di mercato, o per rinforzare l'impatto di aggiustamenti dei tassi di interesse ufficiali, come ha fatto la Bundesbank nel settembre del 1992.

III. CARATTERISTICHE ISTITUZIONALI DELLE BANCHE CENTRALI DELLA COMUNITÀ

1. STATUTI E AUTONOMIA

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

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

Conformemente all'articolo 108 del Trattato, ogni Stato membro deve assicurare, non oltre la data di costituzione del SEBC, che la propria legislazione nazionale – ivi incluso lo statuto della propria banca centrale – sia compatibile con il Trattato e con lo Statuto del SEBC (1). L'articolo 109e(5) stabilisce che il processo verso l'indipendenza delle banche centrali dovrà iniziare durante la Fase Due. Il divieto fatto alle banche centrali di concedere scoperti di conto o qualsiasi altro tipo di facilitazione creditizia al settore pubblico, contemplato nell'articolo 104 del Trattato, entrerà in vigore a far tempo dall'inizio della Fase Due (cfr. articolo 109e(3) del Trattato) (2).

Alcuni paesi hanno già avviato il processo verso la piena autonomia delle rispettive banche centrali. La sezione che segue presenta un breve sommario delle attuali caratteristiche istituzionali delle banche centrali dei paesi comunitari (cfr. Tavola 7). La descrizione si limita agli aspetti principali, mentre l'Allegato II offre una sintesi più completa delle caratteristiche nazionali.

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

(2) Fermo restando quanto disposto dalla Sezione 11 del Protocollo su alcune disposizioni relative al Regno Unito, che concede al governo il diritto di mantenere le facilitazioni creditizie "ways and means" presso la Bank of England fintantoché il Regno Unito non partecipi alla Fase Tre dell'UEM.

TAVOLA 7: CARATTERISTICHE ISTITUZIONALI DELLE BANCHE CENTRALI

Voci	BANQUE NATIONALE DE BELGIQUE	DANMARKS NATIONALBANK	DEUTSCHE BUNDESBANK	BANCA DI GRECIA	BANCO DE ESPAÑA	BANQUE DE FRANCE
PRINCIPALI OBIETTIVI ISTITUZIONALI	Nessuno, implicitamente salvaguardare la moneta	Mantenere un sistema valutario saldo e affidabile	Salvaguardare la moneta	Controllo della moneta in circolazione e del credito	Salvaguardare il valore della moneta	Controllo della moneta e del credito
POTERI IN MATERIA DI:						
1. Regime del tasso di cambio	1. Governo	1. Governo	1. Governo	1. Governo	1. Governo	1. Governo
2. Fissazione degli obiettivi di crescita monetaria	2. Banca centrale (nessun obiettivo fissato al momento)	2. Banca centrale (nessun obiettivo fissato al momento)	2. Banca centrale	2. Banca centrale	2. Governo	2. Congiuntamente al Governo
3. Variazione dei tassi di interesse di riferimento	3. Banca centrale	3. Banca centrale	3. Banca centrale	3. Banca centrale	3. Banca centrale	3. Congiuntamente al Governo
RESPONSABILITA':						
1. Attuazione della politica monetaria e del cambio	1. Si	1. Si	1. Si	1. Si	1. Si	1. Si
2. Emissione di moneta	2. Si	2. Si	2. Si	2. Si	2. Si	2. Si
3. Servizi del sistema dei pagamenti	3. Si	3. Si	3. Si	3. Si	3. Si	3. Si
4. Banca delle banche e del governo	4. Si	4. Si	4. Si	4. Si	4. Si	4. Si
5. Vigilanza istituzioni finanziarie	5. No	5. No	5. No	5. Si	5. Si	5. Si
6. Salvaguardia stabilità finanziaria	6. Si	6. Si	6. Si	6. Si	6. Si	6. Si
7. Gestione delle riserve ufficiali	7. Si	7. Si	7. Si	7. Si	7. Si	7. Si
ORGANI DIRETTIVI						
	<ul style="list-style-type: none"> Governatore Consiglio di amministrazione Reggenza Consiglio dei Censori Cons. Generale 	<ul style="list-style-type: none"> Consiglio dei Governatori Consiglio di amministrazione Comitato dei Direttori Commissario Re-gio per la Banca 	<ul style="list-style-type: none"> Consiglio centrale Direttorio Consigli di amministrazione delle Banche centrali regionali 	<ul style="list-style-type: none"> Consiglio generale 	<ul style="list-style-type: none"> Governatore Vice Governatore Consiglio generale Consiglio esecutivo 	<ul style="list-style-type: none"> Governatore Vice Governatori (2) Consiglio generale
NOMINA DEL GOVERNATORE - Da:	<ul style="list-style-type: none"> Corona su proposta del Governo 	<ul style="list-style-type: none"> Corona su proposta del Governo 	<ul style="list-style-type: none"> Presidente Repubblica su proposta Governo federale, sentito Consiglio centrale di Banca Normalmente 8 anni, minimo 2 anni (rinnovabile) 	<ul style="list-style-type: none"> Governo su proposta Consiglio generale 	<ul style="list-style-type: none"> Corona su proposta Presidente Governo 	<ul style="list-style-type: none"> Consiglio dei Ministri
- Durata:	<ul style="list-style-type: none"> 5 anni (rinnovabile) 	<ul style="list-style-type: none"> Senza prefissione di termine 	<ul style="list-style-type: none"> Senza prefissione di termine 	<ul style="list-style-type: none"> 4 anni (rinnovabile) 	<ul style="list-style-type: none"> 4 anni (rinnovabile) 	<ul style="list-style-type: none"> Senza prefissione di termine
MODIFICHE PROGRAMMATE:	<ul style="list-style-type: none"> Nel marzo 1993 è stata approvata una legge che vieta il "finanziamento monetario" e accorda alla banca centrale autonomia sulle decisioni di politica monetaria 	<ul style="list-style-type: none"> Nessuna 	<ul style="list-style-type: none"> Nessuna 	<ul style="list-style-type: none"> Sono allo studio proposte per accrescere l'autonomia della banca centrale e per renderne compatibile lo statuto con il Trattato di Maastricht 	<ul style="list-style-type: none"> Recentemente è stato sottoposto al Parlamento un ddl che recepisce tutte le disposizioni previste dal Trattato di Maastricht per le banche centrali 	<ul style="list-style-type: none"> Il Governo si è impegnato a modificare lo statuto della banca centrale ma ancora non sono state fatte proposte ufficiali

TAVOLA 7 (segue): CARATTERISTICHE ISTITUZIONALI DELLE BANCHE CENTRALI

Voci	CENTRAL BANK OF IRELAND	BANCA D'ITALIA	INSTITUT MONETAIRE LUXEMBOURGEOIS	NEDERLANDSCHE BANK	BANCO DE PORTUGAL	BANK OF ENGLAND
PRINCIPALI OBIETTIVI ISTITUZIONALI	Salvaguardare la integrità della moneta	Nessuno, implicitamente salvaguardare la moneta	Promuovere la stabilità della moneta	Salvaguardare il valore della moneta	Mantenere stabilità monetaria interna e solvibilità esterna	Nessuno, implicitamente salvaguardare la moneta
POTERI IN MATERIA DI:						
1. Regime del tasso di cambio	1. Governo	1. Governo	1. Governo	1. Governo	1. Governo	1. Governo
2. Fissazione degli obiettivi di crescita monetaria	2. Banca centrale (nessun obiettivo fissato al momento)	2. Congiuntamente al Governo	2. Non attinente	2. Banca centrale (nessun obiettivo fissato al momento)	2. Banca centrale (nessun obiettivo fissato al momento)	2. Governo
3. Variazione dei tassi di interesse di riferimento	3. Banca centrale	3. Banca centrale	3. Non attinente	3. Banca centrale	3. Banca centrale	3. Congiuntamente al Governo
RESPONSABILITA':						
1. Attuazione della politica monetaria e del cambio	1. Si	1. Si	1. Si (parzialmente)	1. Si	1. Si	1. Si
2. Emissione di moneta	2. Si	2. Si	2. Si	2. Si	2. Si	2. Si
3. Servizi del sistema dei pagamenti	3. Si	3. Si	3. No	3. Si	3. Si	3. Si
4. Banca delle banche e del governo	4. Si	4. Si	4. No	4. Si	4. Si	4. Si
5. Vigilanza istituzioni finanziarie	5. Si	5. Si	5. Si	5. Si	5. Si	5. Si
6. Salvaguardia stabilità finanziaria	6. Si	6. Si	6. Si	6. Si	6. Si	6. Si
7. Gestione delle riserve ufficiali	7. Si	7. Si (con Ufficio Italiano dei Cambi)	7. Si	7. Si	7. Si	7. Si (in veste di agente del Governo)
ORGANI DIRETTIVI	Consiglio di amministrazione	Governatore, Direttore Generale, Vice Direttori Generali (2) (Direttorio)	Direzione	Consiglio di amministrazione	Governatore	Consiglio di amministrazione
NOMINA DEL GOVERNATORE - Da:	Repubblica su proposta del Governo	Consiglio Superiore, con approvazione del Governo	Gran Duca, su proposta del Consiglio dei Ministri	Designazione del Consiglio di amministrazione e del Collegio degli Ispettori in seduta comune; nomina della Corona su proposta del Consiglio dei Ministri	Consiglio dei Ministri, su proposta del Ministro delle Finanze	Corona, su proposta del Primo Ministro
- Durata:	7 anni (rinnovabile)	A vita	6 anni (rinnovabile)	7 anni (rinnovabile)	5 anni (rinnovabile)	5 anni (rinnovabile)
MODIFICHE PROGRAMMATE:	Un ddl recante emendamenti alla legislazione sulla banca centrale sarà sottoposto all'esame del Parlamento prima del 1993	Ddl sull'abolizione di ogni forma di finanziamento al Tesoro e sulla facoltà di fissare coefficienti di riserva obbligatoria. Altre modifiche istituzionali necessarie per adempiere al Trattato di Maastricht	E' allo studio dell'IML un ddl per apportare alla legislazione le modifiche richieste dal Trattato di Maastricht	Le modifiche legislative necessarie per soddisfare i requisiti della Fase Due saranno presentate probabilmente entro l'estate del 1993	Modifiche per introdurre divieto di sottoscrizione di titoli di Stato. I cambiamenti istituzionali richiesti dal Trattato di Maastricht saranno effettuati nei tempi previsti	Nessuna. Cambiamenti saranno necessari se il Regno Unito parteciperà alla Fase Tre

2. OBIETTIVI E COMPITI DELLE BANCHE CENTRALI

Non tutti gli statuti delle banche centrali della Comunità indicano esplicitamente quale debba essere l'obiettivo della politica monetaria. E' però loro patrimonio comune l'idea che esso sia la salvaguardia del valore della moneta, in altre parole, il perseguimento della stabilità dei prezzi. Anche nei casi in cui un simile obbligo non sia fissato normativamente, esso è pur sempre considerato una responsabilità fondamentale della politica monetaria.

I compiti principali delle banche centrali della Comunità sono relativamente simili. A tutte è attribuita la responsabilità dell'attuazione della politica monetaria e valutaria. Inoltre, esse svolgono la tipica funzione di istituti di emissione, fungono da banca delle banche, svolgono il servizio di tesoreria per il governo, gestiscono le riserve ufficiali e hanno competenze riguardo ai sistemi di pagamento. In genere, sono anche investite di un mandato esplicito di salvaguardia della stabilità finanziaria. La maggior parte di esse è per legge responsabile della vigilanza bancaria, con l'eccezione di Belgio, Danimarca e Germania.

3. LA CONDUZIONE DELLA POLITICA MONETARIA E DEL CAMBIO

Nonostante la generale analogia nei compiti principali, vi sono sostanziali differenze circa il grado di responsabilità attribuito alle varie banche centrali per la formulazione e l'attuazione della politica monetaria.

Formulazione e attuazione della politica monetaria

Nella pratica, il grado di autonomia della banca centrale nella formulazione della politica monetaria, quale, ad esempio, la definizione degli obiettivi intermedi, varia notevolmente, a seconda non solo delle leggi, ma anche della prassi e delle tradizioni storiche affermatesi in un vasto arco temporale. Le esperienze nazionali sono tra le più svariate: si va dai casi in cui la banca centrale ha completa autonomia, come in Germania, a quelli in cui esiste un buon grado di autonomia nella pratica, ma al governo sono attribuiti alcuni diritti, per legge o per consuetudine, nell'influenzare o avviare le decisioni; a casi, infine, in cui la responsabilità della formulazione della politica spetta nella sostanza al governo e la banca centrale svolge un ruolo di consulenza.

Una componente essenziale dell'autonomia delle banche centrali è il grado di libertà di cui esse dispongono nel variare i tassi di interesse ufficiali. Sotto l'aspetto giuridico, la maggior parte delle banche centrali della Comunità ha il potere di modificare i tassi chiave. Tuttavia, in alcuni paesi c'è una notevole differenza tra poteri legali e pratica consuetudinaria, con il risultato di uno stretto coinvolgimento dei governi nelle decisioni chiave. Nel Regno Unito, ad esempio, il

governo è tradizionalmente responsabile della formulazione della politica, sebbene operi in consultazione con la banca centrale. In Francia, le decisioni di politica monetaria vengono assunte congiuntamente al governo.

Generalmente, le banche centrali hanno ampia autonomia nella scelta delle combinazioni degli strumenti di politica monetaria e nelle tecniche utilizzate nelle operazioni di mercato monetario. In Germania, ad esempio, tutti gli strumenti disponibili sono previsti dalla legge sulla banca centrale: in questo contesto normativo, la banca è libera di utilizzare tali strumenti in maniera flessibile. Una specificità riguarda l'uso della riserva obbligatoria nei paesi comunitari. Infatti, a causa delle implicazioni fiscali di una remunerazione di tali riserve a tassi diversi da quelli di mercato, nella materia vengono spesso coinvolti i governi, ad esempio per quanto riguarda la determinazione del tasso massimo applicabile e la scelta degli strumenti finanziari assoggettati all'obbligo.

Regime di cambio

La maggior parte dei paesi comunitari partecipa agli Accordi europei di cambio (AEC) e in vari paesi – Belgio, Irlanda, Lussemburgo, Paesi Bassi e Portogallo – il tasso di cambio è l'unico obiettivo intermedio della politica monetaria.

Il potere di decidere se partecipare o meno agli accordi di cambio, quale lo SME, è, in tutti i paesi comunitari, attribuito al governo. Ciò vale anche per le decisioni sulle variazioni delle parità centrali. Tuttavia, alle banche centrali viene spesso conferita notevole libertà nell'operatività quotidiana della politica del cambio. Ad esempio, la maggior parte delle banche centrali ha il potere discrezionale di effettuare di propria iniziativa interventi in valuta; costituiscono eccezioni la Francia, dove la Banque de France segue gli andamenti della divisa in conformità alle direttive generali del Ministro delle Finanze, e il Regno Unito, dove la Bank of England svolge funzioni di agente del Tesoro.

Ruolo delle autorità politiche

In diversi paesi vigono disposizioni di legge potenzialmente limitative dell'indipendenza decisionale della banca centrale, ma nella pratica i relativi poteri non sono mai stati invocati. Ad esempio, nei Paesi Bassi il Ministro delle Finanze ha l'autorità di impartire direttive alla banca centrale, pur con rigorosi vincoli che circoscrivono tale prerogativa, tra cui una procedura d'appello e la norma che consente alla banca centrale di esprimere pubblicamente il suo parere. In Belgio, nel marzo 1993, il potere statutario di sospendere o di porre un veto alle decisioni della banca centrale, attribuito al commissario governativo e al Ministro delle Finanze, è stato soppres-

so, in quanto le funzioni fondamentali della Banca ne siano investite. In Germania, le decisioni riguardanti cambiamenti di politica possono essere sospese per due settimane su richiesta del Governo federale, pur se poi la decisione finale resta alla Bundesbank.

Anche in altre banche centrali vi sono commissari o censori nominati dai governi, la cui funzione generale è di controllare l'osservanza degli obblighi di legge. I relativi poteri formali, tuttavia, non sono uguali: in Francia, ad esempio, il censore fa parte del Consiglio Generale e può sollevare obiezioni sulle decisioni, nel qual caso la questione viene riesaminata; in Grecia, per contro, il commissario governativo – che è privo del diritto di voto – può porre un veto alle decisioni solo qualora le giudichi contrarie alla legge. Rappresentanti del governo fanno parte del Consiglio Generale della banca centrale spagnola, e hanno diritto di voto al pari degli altri membri.

4. PROCEDURE DI NOMINA DEI GOVERNATORI DELLE BANCHE CENTRALI

Le autorità politiche svolgono un ruolo importante nella nomina dei membri dei principali organi direttivi delle banche centrali della Comunità. Una descrizione completa delle procedure nazionali è presentata nell'Allegato II. Per semplicità, questo paragrafo è dedicato alla nomina dei Governatori delle banche centrali, che saranno i membri del Consiglio dell'IME e del Consiglio Generale (o Direttivo) della BCE.

I Governatori delle banche centrali sono nominati, di solito, dal Capo dello Stato su proposta del governo, o dal governo stesso. Le eccezioni principali sono l'Italia, in cui la nomina viene fatta dal Consiglio Superiore della Banca d'Italia, anche se con l'approvazione del governo, e i Paesi Bassi, in cui le candidature vengono proposte dalla banca centrale, sebbene formalmente la nomina sia fatta dalla Corona. In Germania, sulle nomine viene ufficialmente consultato il Consiglio Centrale della Banca.

Il periodo di permanenza in carica varia considerevolmente. Da un lato, non c'è una scadenza prestabilita in Danimarca e in Francia dove, almeno in linea di principio, le nomine possono essere revocate in qualunque momento. All'altro estremo è l'Italia, dove il mandato del Governatore è senza termine. Nelle restanti banche centrali la durata in carica varia da quattro anni in Grecia e in Spagna a otto anni in Germania (in Germania può essere anche più breve, ma non inferiore a due anni). In questi paesi le nomine sono rinnovabili. Le prassi vigenti possono essere poste a confronto con le disposizioni dello Statuto del SEBC che specificano che il periodo di permanenza in carica dei Governatori delle banche centrali nazionali dovrà essere di almeno cinque anni (anche se rinnovabile). I membri del Comitato Esecutivo della BCE saranno nominati per un periodo di otto anni, non rinnovabile.

5. PROSPETTIVE DI RIFORMA DELLE LEGISLAZIONI SULLE BANCHE CENTRALI

Come già notato, si rendono necessari cambiamenti alle legislazioni sulle banche centrali. Prima dell'inizio della Fase Due, le legislazioni nazionali dovranno uniformarsi alle disposizioni del Trattato che vietano il "finanziamento monetario" dei disavanzi di bilancio. Prima dell'inizio della Fase Tre, a tutte le banche centrali dovrà essere attribuita piena autonomia (3).

Nel marzo 1993 il Belgio ha adottato una nuova legge in tal senso. In vari paesi è in corso un attento riesame degli statuti delle banche centrali e sono in discussione proposte di modifica. In qualche caso il procedimento di deliberazione è a uno stadio avanzato: in Spagna è stato presentato al Parlamento un progetto di legge che dovrebbe entrare in vigore il 1° gennaio 1994. In Grecia, il progetto di riforma elaborato dal Governo dovrebbe essere sottoposto all'approvazione del Parlamento nella prima metà del 1993.

(3) Cfr. precedenti note 1 e 2.

IV. ATTIVITÀ DEL COMITATO DEI GOVERNATORI E PREPARAZIONE DEL PASSAGGIO ALL'UEM

1. ATTIVITÀ DEL COMITATO DEI GOVERNATORI

Nella precedente edizione, questo Rapporto ha fornito una descrizione particolareggiata delle funzioni e dei compiti del Comitato dei Governatori, nonché della sua struttura organizzativa. Le attività ordinarie descritte in questa sezione comprendono una vasta gamma di temi: il coordinamento delle politiche monetarie; il controllo del funzionamento dello SME; l'esame degli sviluppi del mercato privato dell'ECU; questioni di vigilanza bancaria; i rapporti con i paesi esterni alla Comunità.

Dal mandato del Consiglio delle Comunità europee è derivato, nel 1992, il compito supplementare della preparazione del passaggio alla seconda e terza Fase dell'UEM. Il lavoro preliminare in tale campo, descritto nel paragrafo 2 di questo capitolo, ha richiesto un adattamento della struttura organizzativa del Comitato.

Nello svolgimento dei propri compiti, il Comitato ha mantenuto stretti contatti con altri organi comunitari e ha stabilito legami con la comunità bancaria in alcune aree di attività.

1.1. Coordinamento delle politiche monetarie

Il mandato conferito al Comitato dei Governatori impone allo stesso la promozione del coordinamento delle politiche monetarie "allo scopo di raggiungere la stabilità dei prezzi come condizione necessaria per il buon funzionamento del Sistema monetario europeo e la realizzazione dell'obiettivo di stabilità monetaria". Questo compito viene svolto all'interno di uno schema comune per la supervisione delle politiche monetarie, introdotto all'inizio della Fase Uno dell'UEM, verso la metà del 1990.

All'interno di tale schema, il Comitato ha esaminato regolarmente, nelle sue riunioni mensili, gli andamenti economici e monetari nella Comunità. Una più dettagliata analisi di previsione ("esercizio ex ante") è stata svolta in autunno, prima che le autorità nazionali prendessero le decisioni finali sugli obiettivi intermedi delle politiche monetarie. Il Comitato ha valutato, in particolare, se le linee-guida di indirizzo delle singole politiche monetarie nazionali, riflesse negli obiettivi intermedi fissati, fossero coerenti con l'obiettivo della convergenza verso il basso dei tassi di inflazione all'interno della Comunità. L'esame previsivo, formulato nel dicembre 1991, è stato integrato in primavera da un esercizio di sorveglianza "ex post", che confrontava gli andamenti economici e monetari con le precedenti previsioni. Sono state esaminate le cause delle divergenze e riconsiderate le necessità di aggiustamento delle politiche.

Gli esercizi “ex ante” ed “ex post” utilizzano un insieme di indicatori concordati e coerenti, tra i quali hanno un ruolo importante gli aggregati economici relativi alla Comunità nel suo complesso. Per assicurare la generale coerenza delle proiezioni nazionali, che rappresentano il sostegno della stima di previsione, le banche centrali nazionali hanno concordato ipotesi comuni sulle prospettive economiche e finanziarie al di fuori della Comunità. Le basi analitiche dello schema di controllo vengono frequentemente riviste e migliorate. Ciò assicura che il metodo seguito rimanga valido, nonostante i rapidi mutamenti nell’ambiente economico e finanziario. In tale contesto, si è rivolta particolare attenzione, ad esempio, agli sviluppi delle attività internazionali, in quanto non comprese negli aggregati monetari tradizionali (cfr. Riquadro 3).

Inoltre, il Comitato dei Governatori ha studiato nei particolari l’evoluzione della finanza pubblica nei paesi comunitari e le sue implicazioni per la condotta delle politiche monetarie. Questo rapporto, prodotto annualmente, è stato trasmesso ai Ministri finanziari.

1.2. Controllo degli sviluppi dello SME

Una delle attività principali del Comitato dei Governatori consiste nel controllo del funzionamento dello SME. Tale attività comprende la regolare sorveglianza mensile degli andamenti correnti sul mercato dei cambi, dei tassi di interesse nonché l’analisi di tutti i fattori, comprese le misure di politica economica, che influenzano il funzionamento del meccanismo adottato negli Accordi di cambio.

In seguito al passaggio, verso la metà del 1990, alla Fase Uno dell’UEM, all’esercizio mensile di controllo è stato affiancato un esame annuale del funzionamento dello SME. La rassegna per il 1992 si è concentrata sulle recenti turbolenze sui mercati dei cambi (cfr. Cap. I). Inoltre, il Comitato sta valutando quali conclusioni trarre dai recenti avvenimenti, conformemente all’invito formulato dal Consiglio europeo in occasione della sua riunione straordinaria del 16 ottobre 1992 a Birmingham.

1.3. Sorveglianza del mercato dell’ECU privato

Dal 1984, gli sviluppi nel mercato dell’ECU privato sono stati esaminati su base annua. I rapporti valutano le implicazioni monetarie dell’utilizzo dell’ECU privato da parte delle autorità nazionali e comunitarie nonché del settore privato, rivedendo anche le strutture giuridiche e amministrative che consentono tale utilizzo. Inoltre, il Comitato ha studiato il funzionamento del sistema di compensazione in ECU e sta attualmente controllando l’applicazione delle riforme concordate dall’Associazione Bancaria per l’ECU nel febbraio 1992. Tali riforme dovrebbero condurre il sistema a un livello di funzionalità coerente con i requisiti fissati nel 1990 dal rapporto del Comitato del G-10 sugli Schemi di *Netting* Interbancario (il cosiddetto “Rapporto Lamfalussy”).

Riquadro 3: ATTIVITÀ INTERNAZIONALI E ANALISI MONETARIA

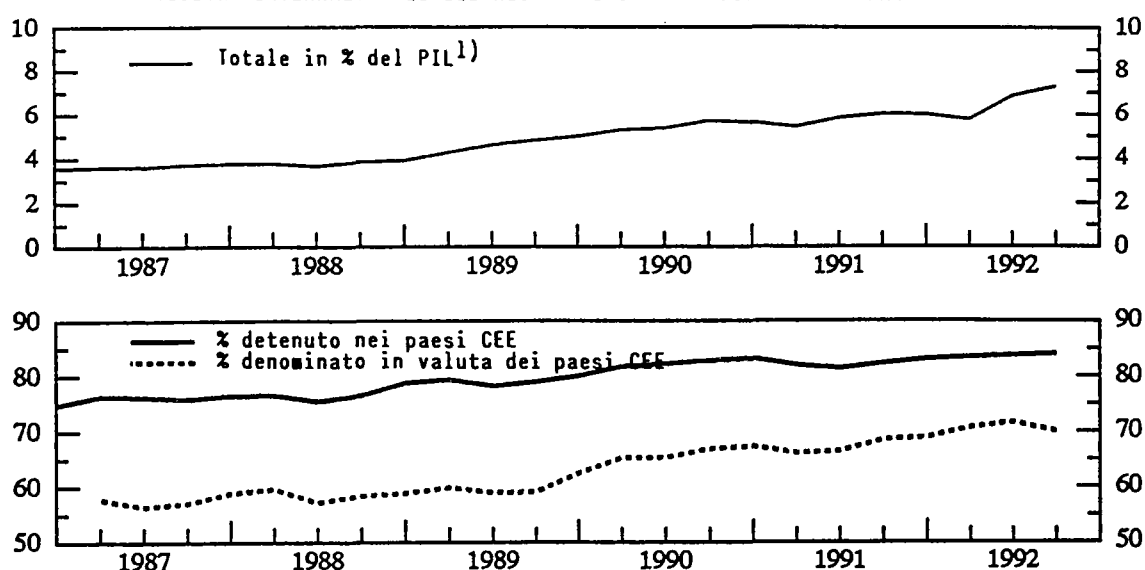
Le attività internazionali (*cross-border holdings, CBH*) possono essere definite come depositi del settore non bancario presso banche situate in paesi diversi da quello di residenza. La decisione di detenere valuta all'estero può essere legata a vari motivi. Questi includono: evitare la regolamentazione nazionale vigente o prevista, come la riserva obbligatoria o la tassazione sul reddito da capitale; ridurre i costi di transazione; diversificare il rischio paese sulle attività monetarie.

L'integrazione economica e finanziaria ha portato a un continuo aumento delle attività internazionali detenute da residenti della Comunità, come indicato nella figura. Tuttavia, vi sono significative differenze a livello nazionale sia nella dimensione delle attività internazionali sia nella loro crescita. Queste differenze sono legate a caratteristiche particolari dei sistemi finanziari nazionali, come l'importanza degli strumenti finanziari e l'incidenza della regolamentazione nazionale. In rapporto al PIL dei rispettivi paesi, i residenti in Belgio, Germania, Irlanda, Paesi Bassi, e Regno Unito detengono quote di attività internazionali superiori alla media della Comunità.

La figura mostra altresì la percentuale di attività internazionali che i residenti della Comunità detengono presso banche situate nella Comunità stessa, nonché la percentuale del totale denominata in valute comunitarie (con l'esclusione della corona danese, della dracma greca, della peseta spagnola e dell'escudo portoghese, per le quali i dati non sono disponibili). L'elevatezza di entrambe queste percentuali nel campione deriva dalla forte integrazione dei paesi comunitari nella sfera monetaria e finanziaria.

Nonostante la rapida espansione negli anni recenti, le attività internazionali rappresentano ancora una quota relativamente piccola delle attività monetarie dei residenti della Comunità. Gli aggregati monetari tradizionali hanno perciò mantenuto la loro utilità nell'analisi delle condizioni monetarie. Tuttavia, con il procedere dell'integrazione finanziaria, le attività internazionali potrebbero assumere un'importanza crescente.

ATTIVITÀ INTERNAZIONALI DEI RESIDENTI CEE DEL SETTORE NON BANCARIO



1) stima del PIL relativa al 1992

1.4. Questioni attinenti alla vigilanza bancaria

Lo scorso anno il Comitato si è concentrato su tre problemi nell'area della vigilanza bancaria. In primo luogo, è stata rivolta particolare attenzione alle implicazioni della Seconda Direttiva di coordinamento bancario, entrata in vigore il 1° gennaio 1993, che ha costituito il Mercato unico nel settore bancario. Ai sensi di tale Direttiva, le istituzioni creditizie autorizzate in un qualsiasi Stato membro hanno ottenuto la libertà di aprire filiali e fornire servizi in tutta la Comunità senza bisogno di ulteriori autorizzazioni dello Stato ospitante. Conformemente al principio della vigilanza esercitata dal paese d'origine, la relativa responsabilità è attribuita alle autorità dello Stato membro in cui l'istituto di credito è stato originariamente autorizzato. L'effettiva applicazione di tale principio richiede il rafforzamento della cooperazione esistente tra le autorità di vigilanza del "paese d'origine" e quelle del paese che ospita le filiali estere. A tal fine, si stanno concludendo accordi bilaterali per determinare le linee guida per la pratica della vigilanza sulle filiali degli istituti di credito insediate negli Stati membri.

In secondo luogo, il Comitato dei Governatori ha definito una serie di principi applicabili a fini di supervisione e vigilanza dei conglomerati finanziari che includono una banca. Il Comitato ha altresì preso in considerazione i potenziali arbitraggi normativi derivanti dall'organizzazione delle attività all'interno di un conglomerato, e le conseguenze della mancanza di trasparenza della struttura del gruppo, che potrebbe accrescere in varia misura le difficoltà di definizione dei rischi su base consolidata. Il Comitato ha deciso di incoraggiare lo scambio di vedute tra autorità di vigilanza bancaria e altre autorità di vigilanza, al fine di valutare le possibilità di collaborazione e di convergenza nei rispettivi approcci. I risultati delle delibere del Comitato sono stati trasmessi al Comitato consultivo bancario della CEE e al Comitato di Basilea sulla Vigilanza bancaria come contributo alle future discussioni.

In terzo luogo, insieme con altri gruppi il Comitato dei Governatori ha pure valutato quali sono le lezioni da trarsi dal caso della Bank of Credit and Commerce International (BCCI). Particolare attenzione viene riservata al Rapporto Bingham e alle implicazioni per la normativa CEE del documento del Comitato di Basilea sugli "Standards minimi per la vigilanza sui gruppi bancari internazionali e sulle loro dipendenze all'estero".

Inoltre, il Comitato dei Governatori sta studiando i seguenti problemi: pregi e limiti delle Centrali dei rischi, attualmente esistenti in numerosi Stati membri, e le modalità con cui le autorità di vigilanza possono mettere in comune le loro informazioni; e ancora gli indicatori di fragilità finanziaria e i problemi che ne derivano per gli organi di controllo.

1.5. Cooperazione con altri organi comunitari

Il Comitato dei Governatori ha mantenuto stretti contatti con numerosi organi comunitari.

Il Parlamento europeo è stato informato in diverse occasioni del lavoro del Comitato dei Governatori. Nell'aprile 1992, il Presidente del Comitato ha riferito alla Commissione per le questioni economiche e monetarie e la politica industriale del Parlamento europeo circa il lavoro preparatorio per la transizione alla seconda e terza fase dell'UEM. Anche al Sottocomitato per gli affari monetari è stato descritto il quadro delle attività del Comitato dei Governatori. Nel dicembre 1992, il Presidente ha presentato al Parlamento europeo riunito in sessione plenaria il primo Rapporto annuale del Comitato.

Il Presidente ha partecipato a numerose riunioni del Consiglio ECOFIN dedicate alla sorveglianza multilaterale delle politiche economiche dei paesi membri o ad altre questioni collegate alle attività del Comitato. Inoltre, i Governatori hanno partecipato alle riunioni informali di questo Consiglio, che hanno offerto l'opportunità di esprimere pareri sulla combinazione tra politiche monetarie, politiche fiscali e altre politiche economiche, nonché su questioni relative allo SME e ai rapporti monetari con le valute terze. Ancora, il Consiglio è stato informato dei progressi fatti dal Comitato dei Governatori nella preparazione delle ultime fasi dell'UEM. Nel dicembre 1992, il Comitato è stato consultato quando il Consiglio ha riesaminato alcune disposizioni della Direttiva sulla liberalizzazione dei movimenti di capitale (4).

È proseguita la stretta cooperazione con la Commissione delle Comunità europee. Rappresentanti della Commissione hanno partecipato alle riunioni del Comitato dei Governatori e del Comitato dei Sostituti, nonché alle riunioni dei Sottocomitati e dei Gruppi di lavoro. Il Comitato dei Governatori è rappresentato da delegati delle banche centrali nazionali nel Gruppo Consultivo della Commissione su problemi inerenti ai sistemi di pagamento.

Il Comitato dei Governatori ha contribuito al lavoro del Comitato per le Statistiche monetarie, finanziarie e di bilancia dei pagamenti, costituito con Decisione del Consiglio nel febbraio 1991. Un membro del Segretariato ha lo *status* di osservatore permanente in tale Comitato. Nell'aprile 1992, il Comitato dei governatori è stato consultato circa la Proposta della Commissione sul Programma statistico comunitario per i prossimi cinque anni.

Infine, il Comitato dei Governatori ha continuato a seguire da vicino il lavoro del Comitato monetario. I collegamenti con quest'ultimo sono assicurati dai rappresentanti delle banche centrali che sono, nella maggior parte dei casi, i Sostituti dei Governatori.

(4) La cosiddetta "clausola di salvaguardia monetaria" prevista dall'art. 3 della Direttiva CEE 88/361 del 24 giugno 1988, la cui revisione era dovuta prima del 31 dicembre 1992.

1.6. Rapporti con le banche centrali extracomunitarie

Tra le banche centrali della Comunità e le banche centrali degli Stati Uniti, del Giappone, del Canada, della Norvegia, della Svezia, della Finlandia, dell'Austria e della Svizzera ha regolarmente luogo, sotto l'egida del Comitato dei Governatori, uno scambio di informazioni sugli andamenti dei mercati valutari. Questa cosiddetta "procedura di concertazione" prevede, tra l'altro, la messa in comune di dati rilevanti, concernenti anche gli interventi e altre transazioni ufficiali in cambi.

Conformemente ad accordi risalenti al 1984, hanno avuto luogo regolari consultazioni con la banca centrale della Norvegia, Norges Bank, su materie di comune interesse. Gli accordi bilaterali di *swap*, conclusi tra le banche centrali della Comunità e la Norges Bank nel dicembre 1990, sono stati rinnovati alla scadenza, il 31 dicembre 1992, per un altro anno. Nel luglio 1992 sono stati stipulati accordi di consultazione dello stesso genere con la Suomen Pankki, la banca centrale finlandese, con la quale le banche centrali della Comunità hanno anche concluso accordi bilaterali di *swap*. Come nel caso della Norvegia, tali accordi permettono alla Suomen Pankki di attingere fondi a breve termine per l'attuazione della propria politica di cambio e sono regolati da clausole e condizioni uniformi. Tutti gli accordi sono stati mantenuti nonostante la sospensione da parte della Finlandia (nel settembre 1992) e della Norvegia (nel dicembre 1992) dell'aggancio delle rispettive valute all'ECU.

Nel contesto dell'attuazione dello Spazio Economico Europeo (SEE), il Comitato ha anche concluso accordi di cooperazione tecnica, nel campo delle statistiche, con le banche centrali dei paesi membri dell'EFTA.

1.7. Modifiche della struttura organizzativa del Comitato

Il Comitato dei Governatori è coadiuvato dal Comitato dei Sostituti, da Sotto-Comitati e Gruppi di lavoro, nonché dal Segretariato e dal Nucleo di Ricerca. La struttura organizzativa istituita all'inizio della Fase Uno dell'UEM è stata descritta nel primo Rapporto. Tale struttura è stata ulteriormente rafforzata nel 1992 nell'intento di contribuire a porre le fondamenta per il passaggio alla seconda e terza fase dell'UEM.

Il Comitato ha istituito quattro nuovi Gruppi di lavoro nelle seguenti aree: stampa ed emissione di una banconota europea, statistiche, sistemi informativi, questioni contabili. Il Comitato ha inoltre deciso di rendere definitivo il mandato del Gruppo di lavoro sui Sistemi di pagamento nella Comunità che era stato creato nel 1991 con incarico "ad hoc". Compito dei Gruppi di lavoro è la preparazione, sulla base del mandato ricevuto, del dibattito in seno al Comitato dei Governatori nelle aree di rispettiva competenza. Alle riunioni del Gruppo di lavoro sulle statistiche partecipa anche un rappresentante delle banche centrali dei paesi dell'EFTA. A sostegno di

questo Gruppo di lavoro sono state create due *task-force* nel settore delle statistiche monetarie e bancarie e in quello delle statistiche di flussi e *stock* di capitale delle bilance dei pagamenti, per proseguire il lavoro adesso svolto sotto gli auspici della Commissione delle Comunità Europee (Ufficio Statistico).

Il lavoro preparatorio ha anche richiesto un ampliamento del Segretariato e del Nucleo di Ricerca in modo da soddisfare le accresciute esigenze di supporto segretariale e di analisi. Il personale addetto è quindi passato da diciannove elementi nell'aprile 1992 a ventotto nell'aprile 1993. Al fine di agevolare l'amministrazione interna, sono state create due posizioni professionali superiori poste ai vertici del Segretariato e del Nucleo di Ricerca, direttamente subordinate al Segretario Generale. L'attuale struttura organizzativa del Comitato dei Governatori è delineata nella Fig. 8.

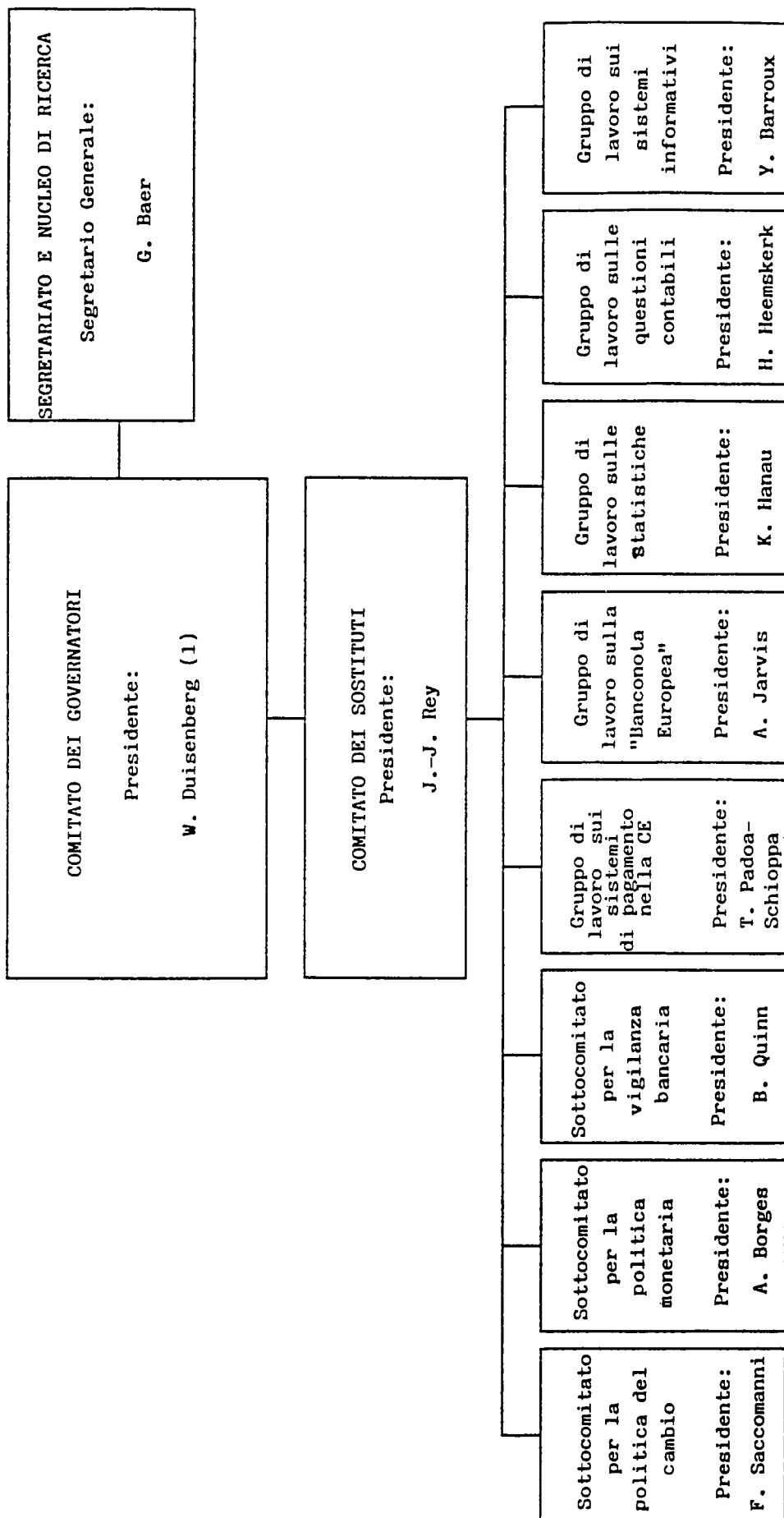
2. ATTIVITÀ PREPARATORIA PER IL PASSAGGIO ALLA SECONDA E TERZA FASE DELL'UEM

2.1. Scadenze e principi generali

Il Trattato sull'Unione Europea stabilisce che il Comitato dei Governatori e il Fondo europeo di cooperazione monetaria (FECOM) saranno sostituiti dall'Istituto monetario europeo (IME). Condizionatamente alla ratifica del Trattato, l'Istituto sarà costituito e assumerà le sue funzioni all'inizio della Fase Due, il 1° gennaio 1994. Obiettivo dell'IME è contribuire alla realizzazione delle condizioni necessarie per la transizione alla terza e ultima fase dell'UEM. A tale scopo, l'IME si occuperà, in particolare, di rafforzare ulteriormente il coordinamento delle politiche monetarie nazionali, di curare i preparativi necessari per l'istituzione del SEBC, per la conduzione di una politica monetaria unica e per la creazione di una moneta unica nella terza fase, e di esercitare la supervisione sullo sviluppo dell'ECU.

Conformemente al Trattato, il quadro regolamentare, organizzativo e logistico necessario al SEBC per lo svolgimento dei propri compiti dovrà essere definito dall'IME al più tardi entro la fine del 1996. La preparazione completa di questo quadro richiederà tempi piuttosto lunghi. E' necessario definire un elenco molto ampio di argomenti da trattare, al fine di garantire che sin dal primo giorno della fase finale venga effettivamente condotta una politica monetaria unica. Le questioni da affrontare riguardano non soltanto l'istituzione del SEBC e la definizione del suo *modus operandi*, ma anche problematiche connesse ai requisiti tecnici necessari per la realizzazione di un mercato monetario unificato all'interno dell'area monetaria comune. In alcuni settori, l'elaborazione concettuale e l'attuazione delle conclusioni raggiunte richiederanno presumibilmente tempi particolarmente lunghi. Si tratta, tra gli altri, delle basi concettuali e dei metodi di

FIGURA 8: ORGANIGRAMMA DEL COMITATO DEI GOVERNATORI DELLE BANCHE CENTRALI DEI PAESI MEMBRI DELLA CEE



(1) Succeduto a E. Hoffmeyer il 1° gennaio 1993.

attuazione della politica monetaria unica – ivi compresa la scelta degli strumenti di politica monetaria adeguati, della preparazione delle banconote denominate in ECU, dell'interconnessione dei sistemi di pagamento all'interno dell'area monetaria unica, della creazione di una base statistica coerente e di alcuni aspetti organizzativi del SEBC, quali l'armonizzazione delle metodologie contabili e la realizzazione dell'infrastruttura dei sistemi informativi. Invece di attendere l'istituzione dell'IME, è stato ritenuto prudente cominciare il lavoro preliminare in tali aree non appena possibile, parallelamente alla preparazione per l'inizio della Fase Due.

Come primo passo, il Comitato dei Governatori ha identificato tutte le questioni il cui esame deve essere iniziato con molto anticipo e ha delineato un programma di lavoro fino al termine del 1993. In seguito, sono state definite le metodologie di lavoro ed è stata adeguata, di conseguenza, la struttura organizzativa del Comitato. Sono stati conferiti mandati speciali ai Sottocomitati esistenti, creati Gruppi di lavoro in aree specialistiche, ampliati Segretariato e Nucleo di Ricerca. Il lavoro concreto è iniziato nella seconda metà del 1992; sinora la relativa attività si è in gran parte incentrata sulla raccolta di informazioni, creando la base per una successiva dettagliata considerazione delle scelte possibili. Come in passato, il Comitato (e successivamente l'IME) riferirà regolarmente alle autorità comunitarie sui progressi compiuti. L'informazione al pubblico sarà assicurata da pubblicazioni ordinarie e speciali. Con l'industria bancaria è stato avviato, e sarà portato avanti, un confronto sui sistemi di pagamento.

2.2. Preparazione della Fase Due

Istituzione dell'IME

Il lavoro preparatorio si è sinora incentrato sui principali compiti che l'IME assumerà il 1° gennaio 1994.

In primo luogo, l'IME rafforzerà il coordinamento delle politiche monetarie con l'obiettivo di garantire la stabilità dei prezzi. L'esistenza di politiche monetarie nazionali strettamente coordinate sarà un elemento cruciale per una transizione lineare verso la politica monetaria unica. Nell'ambito dell'IME, il coordinamento delle politiche monetarie si fonderà sull'attuale struttura di controllo e il Comitato sta esaminando come migliorare ulteriormente le procedure esistenti, salvaguardando il principio in virtù del quale la responsabilità delle politiche monetarie resta, nella Fase Due, delle autorità nazionali.

In secondo luogo, l'IME avrà il mandato di "agevolare l'impiego dell'ECU ed esercitare la supervisione sul suo sviluppo, compreso il regolare funzionamento del sistema di compensazione dell'ECU". Attualmente, il Comitato dei Governatori sta esaminando le caratteristiche che dovranno probabilmente essere conferite all'IME per metterlo di grado di adempiere tale mandato.

In terzo luogo, si sta lavorando al chiarimento di taluni aspetti tecnici relativi alle funzioni operative dell'IME. Oltre ai compiti attualmente svolti dal FECoM ne verranno aggiunti dei nuovi. L'IME subentrerà al FECoM nell'amministrazione dei meccanismi dello SME (i meccanismi di finanziamento a brevissimo termine e di sostegno monetario a breve termine, l'emissione di ECU connessi con l'attuazione degli Accordi di cambio) e delle operazioni di credito attive e passive concluse dalla Comunità nell'ambito del meccanismo di assistenza finanziaria a medio termine. Tra i nuovi compiti operativi vi sarà la gestione delle riserve valutarie in qualità di agente e su richiesta delle banche centrali nazionali. Tale attività sarà regolata da norme che ne garantiscano la non interferenza nelle politiche monetarie e del cambio nazionali.

Infine, il Comitato sta esaminando le caratteristiche istituzionali, organizzative e tecniche della nuova istituzione. Sono stati avviati studi preliminari sulla gestione del personale dell'IME (compreso uno schema dei termini e delle condizioni di impiego). Nel settore dell'informazione e delle telecomunicazioni, il Comitato ha in programma il trasferimento all'IME dell'infrastruttura tecnica del Segretariato. Ciò garantirà la continuità dei servizi resi alle banche centrali. Il Comitato sta inoltre valutando come rispondere in modo confacente alle accresciute esigenze in materia di sistemi di telecomunicazione nella Fase Due.

Divieto di finanziamento al settore pubblico da parte delle banche centrali

L'articolo 104(1) del Trattato sull'Unione Europea vieta la concessione di scoperti di conto o qualsiasi altra forma di agevolazione creditizia da parte della BCE o da parte delle banche centrali degli Stati membri ad "istituzioni o organi della Comunità, alle amministrazioni statali, agli enti regionali e locali o altri enti pubblici, ad altri organismi di diritto pubblico o a imprese pubbliche degli Stati membri", così come vieta l'acquisto diretto presso di essi di titoli di debito da parte della BCE o delle banche centrali nazionali. Tali disposizioni mirano a eliminare il rischio che le banche centrali (e la futura BCE) possano essere sottoposte alla pressione di dover finanziare il settore pubblico, il che complicherebbe l'azione della politica monetaria e potrebbe compromettere il raggiungimento della stabilità dei prezzi. Il divieto entrerà in vigore all'inizio della Fase Due (5).

Il rispetto dell'articolo 104 richiederà modifiche delle prassi e delle legislazioni nazionali (cfr. Tav. 8). In tale contesto il Comitato dei Governatori sta esaminando in particolare le seguenti questioni: il trattamento dei crediti in essere delle banche centrali nei confronti degli enti pubblici; le modalità atte a garantire il pieno adempimento del divieto di credito al settore pubblico da parte delle banche centrali; le implicazioni del divieto stesso sul funzionamento dei sistemi

(5) Ai sensi della Sezione 11 del Protocollo relativo al Regno Unito, il governo può conservare la linea di credito *ways and means* presso la Bank of England se, e fino al momento in cui, il Regno Unito non entrerà nella Fase Tre

di pagamento; e l'esigenza di una migliore definizione di tali questioni con una legislazione comunitaria di secondo grado, conformemente al disposto dell'articolo 104b(2). Le decisioni del Comitato dei Governatori saranno prese in considerazione dalla Commissione nel momento in cui si appresterà a legiferare in tale senso. Il Comitato intende anche seguire da vicino le modifiche delle legislazioni nazionali che gli Stati membri stanno attualmente preparando o attuando e creare una procedura per mezzo della quale le operazioni delle banche centrali con gli enti pubblici possano essere regolarmente controllate nel contesto del futuro IME.

2.3. Aree di lavoro con tempi lunghi di realizzazione

Benché il lavoro nelle aree con tempi di realizzazione lunghi sia essenzialmente orientato a porre le basi per la Fase Tre dell'UEM, alcune delle questioni allo studio, quali quelle relative ai sistemi di pagamento, hanno una qualche rilevanza anche nell'ambito della Fase Due.

Conduzione della politica monetaria unica e armonizzazione degli strumenti di politica monetaria

Le modalità della conduzione della politica monetaria unica non sono definite nello Statuto del SEBC. Un ampio margine di discrezionalità è lasciato alla BCE, il che le conferirà notevole flessibilità per adeguare le proprie metodologie alle condizioni nelle quali si troverà a operare, dal momento che, allo stato, queste non possono ancora essere definite con certezza. Significativi mutamenti strutturali seguiranno probabilmente la creazione del Mercato unico, mentre si ritiene che ulteriori importanti innovazioni possano derivare dall'Unione monetaria stessa. Tuttavia, data la complessità insita nell'elaborazione delle strategie monetarie future, è necessario iniziare il lavoro preparatorio al più presto.

Il Comitato dei Governatori ha individuato tre argomenti principali. In primo luogo, occorre studiare i vari principi che potrebbero informare la politica monetaria unica, dedicando particolare attenzione alla scelta, alla definizione e all'adeguatezza degli obiettivi intermedi. L'esame di questa materia comprenderà una valutazione di merito delle possibili variabili di obiettivo.

Un secondo argomento riguarda le metodologie e gli aspetti organizzativi dell'esecuzione delle operazioni di politica monetaria. Si tratta essenzialmente di stabilire la ripartizione delle responsabilità tra la BCE e le banche centrali nazionali. Lo Statuto stabilisce che la BCE farà ricorso alle banche centrali nazionali per eseguire operazioni "nella misura ritenuta possibile e adeguata". Le implicazioni pratiche di tale disposizione devono essere studiate alla luce degli altri obiettivi del SEBC.

TAVOLA 8: FINANZIAMENTO DELLA BANCA CENTRALE AL SETTORE PUBBLICO (a)

VOCI	BELGIO	DANIMARCA	GERMANIA	GRECIA	SPAGNA	FRANCIA
SCOPERTO DI CONTO CORRENTE O ALTRE FORME DI FINANZIAMENTO DA PARTE DELLA BANCA CENTRALE A ENTI PUBBLICI						
• Legalmente possibile	Si (b)	Si (c)	Si	Si	Si	Si (d)
• Accesso automatico o su richiesta	automatico	automatico	su richiesta	automatico	automatico	automatico
• Limite di finanziamento	Si	Nessuno	Si	Si	Nessuno nel corso dell'anno	Nessuno
(in miliardi di moneta nazionale o come % delle spese/entrate dello Stato)	(Bef. 20)		(ca DEM 10)	(5%) (g)	(Esp. 1.200 a fine anno)	
• Utilizzo attuale (in % del PIL): • Flusso nel 1991	-1.6	0.0	0.0	1.0	0.4	-0.2
• Consistenza a fine 1991	0.0	0.0	0.0	8.4	2.1	0.4
ACQUISTI SUL MERCATO PRIMARIO DI TITOLI DEL DEBITO PUBBLICO DA PARTE DELLA BANCA CENTRALE						
• Legalmente possibile	Si	Si	No	Si	Si	Si
• Acquisti diretti lordi nel 1991 (in % del PIL)	0.0	0.0		2.0	2.8 (h)	0.0

VOCI	IRLANDA	ITALIA	LUSSEMBURGO	PAESI BASSI	PORTOGALLO	REGNO UNITO
SCOPERTO DI CONTO CORRENTE O ALTRE FORME DI FINANZIAMENTO DA PARTE DELLA BANCA CENTRALE A ENTI PUBBLICI						
• Legalmente possibile	Si	Si	Si (e)	Si	Si (f)	Si
• Accesso automatico o su richiesta	automatico	automatico	automatico	su richiesta	automatico	automatico
• Limite di finanziamento	Si	Si	Si	Si	Si	Nessuno
(in miliardi di moneta nazionale o come % delle spese/entrate dello Stato)	(Iep.0.25)	(14%)	(Bef.0.5)(e1)	(Nlg.0.15 + 3%)	(10%)	
• Utilizzo attuale (in % del PIL): • Flusso nel 1991	0.0	0.1	0.0 (e2)	0.0	0.3 (f)	-0.1
• Consistenza a fine 1991	0.0	4.8	1.0 (e2)	0.0	2.3	1.3
ACQUISTI SUL MERCATO PRIMARIO DI TITOLI DEL DEBITO PUBBLICO DA PARTE DELLA BANCA CENTRALE						
• Legalmente possibile	Si	Si	Si	Si	Si	Si
• Acquisti diretti lordi nel 1991 (in % del PIL)	0.0	0.7	0.0	0.0	7.5 (i)	1.3

- (a) In conformità al Trattato di Maastricht, articolo 104.
(b) Le agevolazioni verranno soppresse per legge entro giugno 1993, al più tardi.
(c) Variazioni del conto corrente di Tesoreria dovute a variazioni dell'indebitamento pubblico netto estero.
(d) Le variazioni del conto corrente di Tesoreria sono dovute esclusivamente alle variazioni delle riserve valutarie della banca centrale dovute alle fluttuazioni dei tassi di cambio.
(e) 1) Il Governo del Lussemburgo dispone di uno scoperto di conto corrente presso la Banca Centrale del Belgio soggetto a limite.
2) Inoltre, l'emissione di banconote e monete da parte dell'Istituto Monetario Lussemburghese (IML) fornisce al Governo direttamente fondi liquidi (limitati) a fronte dell'emissione da parte del Governo di un titolo irredimibile a favore dell'IML.
(f) Lo scoperto di conto corrente, eliminato a fine 1992, è stato sostituito da un prestito decennale della Banca Centrale al Tesoro. I dati di flusso riflettono l'aumento del limite superiore dello scoperto di conto corrente.
(g) A partire dall'inizio del 1993 il limite è stato ridotto dal 10% al 5%.
(h) Gli acquisti sono stati ridotti drasticamente allo 0,1% del PIL nel 1992.
(i) Questo dato riflette transazioni eccezionali di ammontare molto elevato connesse con la ristrutturazione delle procedure e degli strumenti di politica monetaria. Il finanziamento netto al settore pubblico è di fatto diminuito durante il 1991.

In terzo luogo, l'attuazione di una politica monetaria unica richiederà un attento esame degli strumenti di politica monetaria. E' importante che scelte miranti a promuovere il necessario grado di armonizzazione degli strumenti vengano compiute con sufficiente anticipo rispetto all'inizio della Fase Tre, al fine di garantire che i mercati abbiano acquisito una certa familiarità con la prassi e le nuove procedure nel momento in cui il SEBC assumerà in pieno le proprie funzioni.

Sinora, il Comitato dei Governatori ha dato priorità al terzo argomento e ha intrapreso un'indagine di ampio respiro sulle analogie e sulle differenze degli strumenti di politica monetaria attualmente utilizzati nei paesi della Comunità. L'indagine concerne sia la gamma di strumenti disponibili (quali le operazioni discrezionali di mercato aperto, le facilitazioni offerte dalle banche centrali a tassi preannunciati e utilizzate su iniziativa delle banche commerciali, i coefficienti della riserva obbligatoria) sia le procedure di utilizzo. A quest'ultimo riguardo, il Comitato sta studiando la frequenza di tali operazioni, i termini e le condizioni ai quali sono effettuate, nonché la gamma di operatori con i quali esse sono concluse. Nel Capitolo II è brevemente illustrato questo lavoro preliminare.

Stampa ed emissione di una banconota europea

Il Trattato conferisce alla BCE e alle banche centrali nazionali il diritto esclusivo di emettere banconote aventi corso legale all'interno della Comunità. Nella fase preparatoria dell'esercizio di tale funzione, l'IME è incaricato di sovrintendere alla programmazione tecnica per l'introduzione di banconote denominate in ECU.

Dall'esperienza nazionale si rileva che la messa a punto e l'introduzione di una nuova serie di banconote richiede normalmente alcuni anni. A livello comunitario, le cose saranno probabilmente ancora più complesse. Tra gli elementi di maggiore complessità emergono la quantità molto più ampia di banconote che dovranno essere sostituite dalle nuove banconote denominate in ECU e le differenze tra i paesi comunitari nelle prassi di pagamento e nei sistemi di produzione, emissione e successiva gestione delle banconote. Per tali ragioni si è ritenuto opportuno avviare per tempo un esercizio di rilevazione di dati al fine di valutare la natura e la probabile entità dei problemi potenziali. Di conseguenza, è attualmente in corso un'indagine sulle modalità di stampa, circolazione, emissione, gestione, selezione e distruzione delle banconote nell'ambito della Comunità. Si stanno anche esaminando gli aspetti legali dell'emissione di banconote.

Si è inoltre avviato un lavoro di approfondimento concettuale su numerose tematiche. In primo luogo, si stanno esaminando le varie possibilità relative all'aspetto delle nuove banconote. In sintesi, si possono individuare tre alternative: banconote identiche per tutti gli Stati membri, banconote comuni con caratterizzazioni nazionali o banconote nazionali con caratterizzazioni

europee. Tali possibilità sono attualmente analizzate sotto più punti di vista, comprese l'accettabilità e la riconoscibilità da parte del pubblico, nonché le implicazioni in materia di automazione dell'emissione e della successiva gestione delle banconote. Altro criterio di scelta sarà il perseguimento di economie di scala nei costi di progettazione, produzione e distribuzione.

In secondo luogo, il Comitato dei Governatori sta considerando talune questioni relative alle caratteristiche generali delle nuove banconote, quali il valore facciale, il *design* e le dimensioni. Questi aspetti vengono esaminati tenendo presenti il patrimonio di tecnologie in materia di sicurezza, al fine di prevenire le contraffazioni, e le caratteristiche richieste per l'automazione del processo di gestione nelle fasi successive all'emissione.

Una terza importante area di studio è quella degli aspetti legali, istituzionali e organizzativi dell'emissione e della successiva gestione delle banconote e, in particolare, la ripartizione delle relative responsabilità tra la BCE e le banche centrali nazionali. Al riguardo, sono emerse numerose alternative, i cui rispettivi pregi saranno analizzati sulla base di criteri di efficienza e di costo.

Sono stati, infine, avviati studi preliminari su questioni attinenti al periodo di transizione. E' possibile ipotizzare due alternative per il lancio delle nuove banconote. In un primo caso si avrebbe un *big bang*, ossia le nuove banconote sarebbero introdotte a una certa data e sostituirebbero le banconote denominate nelle valute nazionali entro breve tempo. La seconda possibilità consisterebbe in una introduzione più graduale delle nuove banconote che circolerebbero parallelamente alle banconote denominate nelle valute nazionali per un periodo transitorio. Queste due alternative richiederanno ulteriori approfondimenti da vari punti di vista: il loro contributo all'introduzione della moneta unica entro un orizzonte temporale ritenuto adeguato dalle autorità politiche, il sostegno alla credibilità e all'effettiva accettazione della futura moneta unica, i costi che ne deriveranno per gli operatori economici e gli aspetti di concreta fattibilità. L'introduzione delle nuove banconote deve inoltre essere considerata anche nel contesto del passaggio all'ECU come moneta unica dell'area monetaria comune. Il Comitato dei Governatori, quindi, svolgerà il suo lavoro (così come farà l'IME) in stretta collaborazione con gli altri organi competenti della Comunità. In particolare, al Consiglio è stato attribuito il potere di prendere le misure legali necessarie alla rapida introduzione dell'ECU come moneta unica dopo la determinazione irrevocabile dei tassi di cambio fissi all'inizio della Fase Tre.

Sistemi di pagamento

Il Comitato dei Governatori sta concentrando l'attenzione sulle implicazioni per i sistemi di pagamento del completamento del Mercato unico e della realizzazione di un'area monetaria comune all'inizio della Fase Tre. L'integrazione finanziaria dovrebbe aumentare il volume dei

flussi internazionali nel Mercato unico. Inoltre, ai sensi della Seconda Direttiva di coordinamento bancario, qualsiasi banca autorizzata in uno Stato membro può fornire “servizi di trasmissione monetaria” in tutta la Comunità e può quindi avere accesso ai sistemi interbancari di trasferimento fondi in altri paesi comunitari alla pari delle rispettive banche nazionali. Con l’unificazione monetaria sarà necessario collegare tra loro i sistemi di pagamento esistenti per assicurare condizioni monetarie uguali in tutta l’area. L’importanza dei sistemi di pagamento per la conduzione della politica monetaria è riconosciuta dal Trattato, che assegna al SEBC il compito di promuovere “l’efficace funzionamento del sistema dei pagamenti”. A questo riguardo, alla BCE è stato attribuito un potere normativo al fine di assicurare efficienti e stabili sistemi di pagamento e di compensazione all’interno della Comunità e verso gli altri paesi.

Il lavoro del Comitato dei Governatori si basa sugli studi di un gruppo *ad hoc* di esperti creato nel 1991 per compiere un esame ad ampio raggio dei sistemi di pagamento nella Comunità. I risultati dell’indagine sono stati presentati nel documento “I sistemi di pagamento negli Stati membri CE” (detto anche “Libro blu”), pubblicato dal Comitato dei Governatori nel settembre 1992 per far fronte alla crescente richiesta di terzi interessati a una guida di riferimento sui sistemi di pagamento nella Comunità.

Il Comitato dei Governatori ha identificato numerose questioni di interesse comune per le banche centrali. Esse concernono in larga misura i sistemi di trasferimento di fondi di elevato ammontare, attualmente oggetto di nuovo studio.

In primo luogo, si stanno sviluppando di comune accordo principi relativi alla cooperazione nella sorveglianza dei sistemi di pagamento, che coprirà i sistemi di pagamento e di *netting* tra paesi, e la partecipazione delle banche autorizzate in ambito CE ai sistemi di pagamento nazionali di paesi in cui esse non hanno né sedi né filiali. Ai sensi della Seconda Direttiva di coordinamento bancario, le autorità di vigilanza del paese di origine saranno le sole responsabili dell’integrità finanziaria delle banche da esse autorizzate e delle loro filiali in altri paesi CE. Pertanto, le autorità del paese ospitante non riceveranno più automaticamente tutte le informazioni necessarie a valutare le condizioni finanziarie di alcuni partecipanti al proprio sistema dei pagamenti; le autorità di vigilanza del paese di origine potrebbero, dal canto loro, mancare delle adeguate informazioni sui rischi assunti dagli istituti di credito tramite la loro partecipazione in altri sistemi di pagamento nazionali della Comunità. Da ciò deriva che le banche centrali e le altre autorità di vigilanza dovranno coordinare il controllo dei partecipanti.

In secondo luogo, è oggetto di esame la possibilità di fissare e praticare parametri minimi comuni per i sistemi di pagamento nazionali. Si tratta di stabilire condizioni minime coerenti per l’accesso ai sistemi interbancari di trasferimento fondi, di considerare misure di riduzione dei rischi da applicare nei confronti dei maggiori sistemi interbancari, e di studiare misure di riduzione, relativamente ai pagamenti internazionali, dei rischi scaturenti dalle differenze tra i sistemi

legali nazionali. L'obiettivo è di rendere più agevoli i pagamenti infranazionali nella Comunità, evitando al tempo stesso il rischio di pressioni competitive tali da intaccare l'integrità e la sicurezza dei principali sistemi interbancari di trasferimento fondi.

In terzo luogo, è in fase di studio il progetto di un sistema, destinato a coprire l'intera Comunità, di trasferimento di fondi di elevato ammontare. Un tale sistema è indispensabile per l'efficiente conduzione della politica monetaria comune nella Fase Tre. Il tempo e le risorse richieste per delineare e attuare un sistema pienamente integrato sono tali che la questione deve essere affrontata molto per tempo. La conoscenza precoce dei piani infrastrutturali gioverà inoltre ai progetti della comunità bancaria CE per il futuro.

Inoltre, i sistemi di pagamento non sono gestiti esclusivamente dalle banche centrali ma sono in parte organizzati dall'industria bancaria stessa. Un efficace confronto con la comunità bancaria CE è dunque essenziale. Tale confronto è stato avviato nel novembre scorso quando il Gruppo di lavoro del Comitato sui sistemi di pagamento nella CE ha incontrato i rappresentanti delle Federazioni bancarie europee e delle principali banche commerciali. Il Comitato sta anche fungendo da collegamento con il Comitato europeo per gli standards bancari creato recentemente sotto l'egida delle Federazioni bancarie europee.

Da ultimo, il sistema di compensazione in ECU continuerà ad essere sorvegliato da vicino (v. Cap. IV.1).

Statistiche

Statistiche affidabili e tempestive costituiscono un prerequisito essenziale per la conduzione della politica monetaria. Lo Statuto del SEBC autorizza la BCE, con l'assistenza delle banche centrali nazionali, a raccogliere le statistiche necessarie. Inoltre, la BCE contribuirà ad armonizzare, ove necessario, le norme e le procedure regolanti la raccolta, la compilazione e la diffusione di statistiche nelle aree rientranti nel proprio campo di competenza. L'IME darà impulso a questa armonizzazione nel contesto del proprio lavoro preparatorio.

Il Comitato dei Governatori ha avviato il processo di miglioramento delle informazioni statistiche necessarie per il coordinamento delle politiche monetarie e ha cominciato a definire le basi statistiche necessarie per la conduzione della politica monetaria comune. Come primo passo, dovranno essere chiarite le necessità informative dell'IME e della BCE; una volta identificate, esse saranno messe a confronto con i dati nazionali disponibili. Questo confronto fornirà poi una base per il lavoro analitico necessario a sorreggere la costruzione di statistiche affidabili per l'area monetaria comune e faciliterà la valutazione della necessità di aggiustamenti dei sistemi di raccolta dei dati correnti.

Questi principi hanno un ruolo importante nella stima delle future necessità di ordine statistico: la netta riduzione degli obblighi informativi gravanti sulle istituzioni finanziarie, l'uso

ottimale delle infrastrutture delle banche centrali nazionali e la compatibilità con i parametri statistici comunitari e internazionali. In questa prima fase è importante anche mantenere un certo grado di flessibilità. Dovrà essere lasciato un margine per eventuali adattamenti alla luce del concetto, ancora da definire, della politica monetaria unica, dell'armonizzazione degli strumenti della politica monetaria e dei prevedibili cambiamenti nella struttura e nel funzionamento dei mercati finanziari.

Il Comitato dei Governatori coopera strettamente con le istituzioni comunitarie e gli organismi internazionali competenti in campo statistico. Questa cooperazione ha luogo tramite la struttura del Comitato per le statistiche monetarie, finanziarie e di bilancia dei pagamenti.

Principi di contabilità delle banche centrali nazionali

L'armonizzazione delle norme e delle pratiche di contabilità delle banche centrali nazionali è un prerequisito indispensabile non solo alla conduzione di una politica monetaria unica, ma anche all'applicazione delle disposizioni dello Statuto del SEBC sul reddito monetario e sui trasferimenti di valuta. Lo Statuto autorizza il Consiglio Direttivo a "stabilire le disposizioni necessarie per uniformare le procedure contabili e di rendiconto riguardanti le operazioni effettuate dalle banche centrali nazionali", compito che si prevede molto complesso, dato che metodi e pratiche riflettono tradizioni nazionali e disposizioni legali diverse.

Il lavoro preliminare intrapreso dal Comitato dei Governatori è consistito finora in un'indagine fattuale. E' stato predisposto un elenco delle metodologie contabili attualmente in uso presso le banche centrali. E' stata rivolta particolare attenzione a tre aspetti: il contesto istituzionale e giuridico in cui sono prodotti i conti delle banche centrali; il confronto e la classificazione delle voci del bilancio e del conto profitti e perdite delle banche centrali; l'identificazione delle analogie e delle differenze nel trattamento contabile di tali voci, in particolare di quelle considerate rilevanti per l'IME e il SEBC. Sulla base di tale elenco, il Comitato dei Governatori svolgerà il lavoro preparatorio per l'armonizzazione delle norme e degli standard contabili. Ove necessario, terrà altresì in considerazione la legislazione comunitaria in materia.

Sistemi informativi

L'IME e la BCE necessiteranno di sistemi informativi affidabili e in grado di comunicare in modo efficiente con i corrispondenti ubicati nelle banche centrali nazionali. Nella Fase Due, lo scambio di informazioni concernerà principalmente dati statistici; nella Fase Tre, si estenderà alle funzioni operative.

In tale contesto, si è ravvisata la necessità di iniziare a definire una strategia tecnica per i sistemi informativi e di comunicazione dell'IME e del SEBC. Al momento, sono stati fatti due passi preliminari.

In primo luogo, sono in atto indagini tecniche per un censimento delle attuali infrastrutture di sistemi informativi nelle banche centrali della Comunità. In secondo luogo, si sta procedendo a una valutazione dei requisiti dei sistemi informativi e di comunicazione dell'IME e del SEBC, alla luce dei vari compiti delle nuove istituzioni.

I risultati delle indagini, nonché dell'analisi dei requisiti, costituiranno la base sia per la preparazione dell'infrastruttura dei sistemi informativi di IME e SEBC sia per il collegamento dei sistemi delle banche centrali.

ALLEGATI

ALLEGATO I: Modifiche degli strumenti e delle procedure di politica monetaria dall'inizio della Fase Uno

ALLEGATO II: Assetto istituzionale delle banche centrali dei paesi comunitari

ALLEGATO I

MODIFICHE DEGLI STRUMENTI E DELLE PROCEDURE DI POLITICA MONETARIA DALL'INIZIO DELLA FASE UNO

Dall'inizio della Fase Uno dell'UEM, avviata nel luglio 1990, in Belgio, Danimarca, Germania, Grecia e Portogallo sono state introdotte importanti innovazioni tecniche nella conduzione delle operazioni di politica monetaria. Il presente allegato le descrive brevemente.

Belgio

Fino al gennaio 1991, la politica monetaria belga faceva leva quasi esclusivamente sulla fissazione del tasso di interesse dei titoli del Tesoro, che la banca centrale determinava discrezionalmente, previa consultazione con il Ministero delle Finanze. Il volume del mercato dei titoli del Tesoro e la possibilità di loro emissione "a rubinetto" (i titoli erano regolarmente disponibili per le banche su diretta richiesta) permetteva alla banca centrale di esercitare uno stretto controllo sui tassi di interesse di mercato a breve termine. Il sistema, tuttavia, comportava alcuni svantaggi. In particolare, la politica monetaria doveva fare affidamento su un unico strumento, per di più di vistoso impatto sul bilancio, e ciò poteva restringere i margini di flessibilità negli aggiustamenti dei tassi di interesse. Infine, riducendo il proprio portafoglio in titoli del Tesoro, le banche potevano trasferire carenze di liquidità al Tesoro, il quale, a sua volta, doveva correggere la propria posizione facendo ricorso al canale creditizio della banca centrale.

La riforma monetaria introdotta nel gennaio 1991 consta di due importanti componenti. Da un lato, sono state assunte misure volte a migliorare la concorrenza nel mercato primario dei titoli pubblici a breve. In particolare, le emissioni "a rubinetto" sono state sostituite da un sistema di aste periodiche, aperte a una vasta gamma di investitori. Ulteriori misure sono state prese per sviluppare un efficiente mercato secondario.

Dall'altro lato, la banca centrale non fissa più amministrativamente il tasso guida del mercato monetario, ma attua invece la politica dei tassi attraverso interventi sul mercato monetario. Effettua allocazioni periodiche di credito attraverso offerte di acquisto, che forniscono su base ordinaria liquidità al mercato. Il tasso di interesse applicato segnala l'orientamento della politica monetaria. La banca compie inoltre operazioni di mercato aperto su base giornaliera a fini di gestione della liquidità. Sono disponibili conti di deposito e agevolazioni sotto forma di scoperto di conto allo scopo di fronteggiare, rispettivamente, gli eccessi e le carenze di liquidità di fine giornata. I tassi di interesse applicati forniscono anche un limite minimo e massimo ai tassi di mercato a brevissimo termine. Infine, la banca centrale utilizza due tassi ufficiali: il tasso di sconto, applicato alla mobilitazione di una modesta quantità di effetti commerciali e il tasso sulle

anticipazioni superiori a un ammontare prefissato. Questi tassi hanno essenzialmente valore segnalatico e sono generalmente utilizzati per annunciare un cambiamento nella politica, ad esempio quando altre banche centrali modificano i propri tassi ufficiali.

Danimarca

Prima dell'aprile 1992, la Danmarks Nationalbank offriva due strumenti: una facoltà illimitata di deposito per assorbire la liquidità in eccesso sul mercato monetario, e un limitato scoperto di conto per immettere liquidità. I tassi di interesse applicati a questi strumenti erano legati al tasso ufficiale di sconto. In pratica, questo approccio limitava la flessibilità dell'azione politica.

Per accrescere la flessibilità operativa, la Danmarks Nationalbank ha quindi introdotto, il 1° aprile 1992, un nuovo sistema. In base alla nuova procedura la banca centrale emette, con regolare cadenza settimanale, certificati di deposito quindicinali. Al fine di assicurare che le banche abbiano avanzi di liquidità sufficienti all'acquisto di tali certificati, la Danmarks Nationalbank, se necessario, immette liquidità attraverso operazioni pronti contro termine in titoli di Stato. Il tasso di interesse sui certificati orienta i tassi di mercato a breve. Quando si presentasse il bisogno di fornire liquidità al sistema, la banca può riacquistare i certificati.

Nel contempo, lo scoperto di conto è stato soppresso ed è stata ristretta la possibilità di deposito. L'ammontare dei depositi fruttiferi che le banche possono detenere presso la banca centrale è stato limitato ad una media mensile del 5 per cento dei propri fondi. Gli importi depositati in eccedenza a questa percentuale non sono remunerati. Il riferimento alla media mensile per la parte remunerata aiuta a limitare parzialmente la variabilità dei tassi di mercato a breve.

Germania

Il 1° marzo 1993, la Deutsche Bundesbank ha emesso per la prima volta certificati di liquidità a tre, sei e nove mesi. L'emissione è stata effettuata in conformità alla nuova sezione 42 della legge sulla Deutsche Bundesbank, secondo la quale quest'ultima può per proprio conto emettere titoli a sconto del Tesoro della Repubblica federale tedesca fino ad un ammontare massimo di 50 miliardi di marchi. Emissioni di questo tipo costituiscono uno strumento di politica monetaria e non implicano il finanziamento del bilancio pubblico. L'emissione di certificati di liquidità è direttamente connessa con un sostanziale allentamento degli attuali obblighi di riserva minima. Essa implica un ampliamento del numero degli strumenti di politica monetaria e dovrebbe rafforzare la competitività delle banche commerciali tedesche. Questo strumento accresce la flessibilità operativa della politica monetaria nella misura in cui, ad esempio, consente una migliore reazione agli effetti sulla liquidità di turbolenze sui mercati dei cambi e permette alla banca centrale di influenzare direttamente la liquidità degli istituti non bancari. In seguito all'introduzione

di questo strumento, la banca ha ora a propria disposizione una più ampia gamma di opzioni per la sua politica di mercato aperto.

Grecia

Nel dicembre 1992 la Banca di Grecia ha annunciato l'introduzione di due nuovi strumenti volti a fornire liquidità al sistema bancario: uno strumento assimilabile al Lombard, assistito da una garanzia in titoli di Stato, e il risconto di effetti commerciali. Entrambi questi strumenti sono soggetti a contingenti globali che vengono ripartiti tra gli istituti di credito secondo criteri che fanno riferimento al volume di alcune voci di bilancio. I relativi tassi di interesse dovrebbero costituire un corridoio all'interno del quale possono fluttuare i tassi di mercato. Lo scoperto di conto è mantenuto come risorsa di ultima istanza a tasso penalizzante.

Inoltre, al fine di migliorare la flessibilità della gestione della liquidità, nel novembre 1992 sono state introdotte aste per *swaps* valutari. Tali recenti misure tendono a consolidare l'uso di meccanismi orientati al mercato nella conduzione della politica monetaria, incrementandone in tal modo l'efficacia.

Portogallo

Al fine di accrescere l'efficacia della politica monetaria, dal gennaio 1991 le operazioni di mercato aperto sono divenute in Portogallo lo strumento principale di regolazione del mercato monetario. Nel nuovo sistema, l'intervento della banca centrale è incentrato sugli accantonamenti effettuati dalle banche per la riserva obbligatoria. Gli accantonamenti devono essere mantenuti in media per un periodo di circa una settimana. Le operazioni periodiche di mercato aperto costituiscono un canale per immettere e drenare liquidità su base regolare e i tassi fissati dal Banco de Portugal indicano gli orientamenti della politica monetaria. Queste operazioni hanno luogo il primo giorno lavorativo di ogni periodo di vincolo. Allo scopo di stabilizzare i tassi di interesse a brevissimo termine, la banca può anche effettuare occasionalmente operazioni di mercato aperto durante il periodo di riserva. Entrambi i tipi di operazioni sono condotti con scadenze a breve (fino a una settimana). Inizialmente, avevano principalmente forma di pronti contro termine in titoli del Tesoro nazionali; dalla metà del 1991 i drenaggi di liquidità vengono invece realizzati per la maggior parte con l'emissione di certificati della banca centrale. Questa offre inoltre un canale di rifinanziamento nell'ultimo giorno lavorativo del periodo settimanale di mantenimento, per permettere alle banche con fondi insufficienti di rispettare gli obblighi di riserva. Questa possibilità vale per i fondi overnight ed è concessa a un tasso penalizzante.

Il Banco de Portugal effettua inoltre operazioni di drenaggio di liquidità su scadenze più lunghe, data l'esistenza di un avanzo strutturale di liquidità sul mercato monetario.

Alla fine del marzo 1991, il sistema di remunerazione della riserva obbligatoria è stato modificato. Le riserve obbligatorie su nuove passività (nel senso di incrementi di queste rispetto allo *stock* di fine 1990) sono adesso remunerate a tassi vicini a quelli di mercato, in modo da eliminare la tassa implicita nella detenzione di riserve infruttifere.

ALLEGATO II

ASSETTO ISTITUZIONALE DELLE BANCHE CENTRALI DEI PAESI COMUNITARI

1. BANQUE NATIONALE DE BELGIQUE

1.1. Obiettivi e compiti

Non sono previsti espliciti obiettivi statuari.

I compiti principali riguardano la politica monetaria e del cambio, la gestione delle riserve ufficiali, la cooperazione monetaria europea e internazionale, la salvaguardia del buon funzionamento del sistema dei pagamenti. Altri compiti le sono attribuiti da specifiche norme di legge. La banca non ha responsabilità di vigilanza bancaria.

1.2. Organi direttivi

La banca è diretta dal Governatore e amministrata dal Consiglio di amministrazione, assistito dal Consiglio di reggenza. Su di essa vigila il Consiglio dei censori. Vi è inoltre il Consiglio generale.

Il Governatore è nominato dalla Corona (su designazione del Governo) con un mandato di cinque anni rinnovabile. La Corona può sospendere il Governatore dall'incarico o rimuoverlo, ma ciò non è mai accaduto.

Il Consiglio di amministrazione è composto, oltre che dal Governatore, da tre a sei membri nominati dalla Corona su proposta del Consiglio di reggenza e dura in carica sei anni. Il Consiglio amministra la banca ed è responsabile dell'orientamento della politica monetaria, sotto la supervisione del Consiglio di reggenza.

Il Consiglio di reggenza è composto dal Governatore, dai membri del Consiglio di amministrazione e dai Reggenti. Questi ultimi sono nominati per tre anni dall'assemblea generale degli azionisti (il 50% delle azioni è posseduto dallo Stato belga). Cinque membri sono nominati su proposta del Ministro delle Finanze e cinque su proposta delle principali associazioni di categoria dell'industria, del commercio, dell'agricoltura e da quelle dei lavoratori. Al Consiglio di reggenza competono i poteri generali per la fissazione del tasso e delle modalità dello sconto, delle anticipazioni e dei prestiti; redige, inoltre, il bilancio.

Il Consiglio dei censori comprende da otto a dieci membri eletti per tre anni dall'assemblea generale degli azionisti. Oltre a controllare le operazioni della banca, il Consiglio vota il bilancio presentato dal Consiglio di reggenza e approva i risultati di esercizio.

Il Consiglio generale include il Governatore, i membri dei Consigli di amministrazione, di reggenza e dei censori. Ha importanti funzioni amministrative.

Sebbene all'autorità politica non sia attribuito il diritto di impartire direttive, è tuttavia presente nella banca un Commissario governativo. Il Commissario governativo e il Ministro delle Finanze possono esercitare, rispettivamente, un potere di sospensione e un diritto di opposizione contro qualsiasi delibera della banca contraria alla legge, agli statuti della banca centrale o all'interesse dello Stato; la riforma del marzo 1993 ha però comportato la soppressione di tali poteri nei confronti delle decisioni della banca concernenti le sue funzioni fondamentali.

1.3. Autonomia nella formulazione e nell'attuazione delle politiche monetaria e del cambio

La banca è responsabile della formulazione e dell'attuazione della politica monetaria. Quest'ultima è condotta nel contesto del regime di cambio deciso dal Governo. In particolare, le disposizioni relative al tasso di cambio sono adottate dalla Corona (cioè dal Governo) previa consultazione con la banca.

La riforma della politica monetaria del gennaio 1991 ha comportato modifiche sostanziali nelle procedure operative (vedi Allegato I). Da allora, la banca può utilizzare una vasta gamma di strumenti di politica monetaria: tuttavia, per l'introduzione di obblighi di riserva è necessaria l'approvazione del Governo. La riforma del 1991 ha inoltre stabilito una sostanziale limitazione del finanziamento del Governo da parte della banca centrale. In virtù della nuova legge approvata nel marzo 1993, il "finanziamento monetario" verrà del tutto abolito al più tardi entro il prossimo giugno.

1.4. Responsabilità e trasparenza

Non sussistono rapporti istituzionalizzati tra la banca e il Parlamento davanti al quale, difatti, il Governatore è raramente apparso. Per quanto riguarda i rapporti con il Governo, il Governatore ha partecipato solo rare volte a riunioni del Consiglio dei Ministri. Oltre al ruolo del Governo nella procedura di nomina in precedenza descritta, il Ministro delle Finanze deve approvare la presentazione dei rapporti finanziari settimanali della banca. Infine, la banca pubblica una Relazione annuale.

1.5. Riforme istituzionali previste

In seguito all'adozione, nel marzo 1993, della nuova legislazione che ha rafforzato l'autonomia della banca centrale e introdotto il divieto del "finanziamento monetario", non sono attualmente programmate ulteriori riforme.

2. DANMARKS NATIONALBANK

2.1. Obiettivi e compiti

L'obiettivo statutario è mantenere saldo e affidabile il sistema monetario e agevolare e regolare i flussi di pagamento e l'offerta di credito.

I compiti principali riguardano la conduzione della politica monetaria e la gestione del cambio. La banca gestisce inoltre le riserve ufficiali e opera come tesoriere del governo centrale; non le compete la vigilanza bancaria.

2.2. Organi direttivi

Gli organi direttivi sono costituiti dal Consiglio dei Governatori, dal Consiglio di amministrazione e dal Comitato dei direttori.

Il Consiglio dei Governatori è costituito da tre membri. Il Presidente è nominato dalla Corona, gli altri due membri sono eletti dal Consiglio di amministrazione. La normativa non definisce la durata dei mandati. In pratica, le nomine sono a vita; l'età pensionabile è comunque fissata a 70 anni. Il Consiglio è pienamente responsabile delle decisioni di politica monetaria della banca.

Il Consiglio di amministrazione consta di 25 membri dei quali due sono nominati dal Commissario Regio per la Banca, ossia dal Ministro per gli Affari economici, otto dal Parlamento tra i propri membri, mentre i rimanenti quindici sono nominati dal Consiglio in modo da assicurare un'ampia rappresentanza della vita economica. Il mandato è di cinque anni ed è rinnovabile. Il Consiglio ha competenze in campo amministrativo e organizzativo.

Il Comitato dei direttori consta di due membri del Consiglio di amministrazione nominati dal Commissario regio e cinque membri eletti dal Consiglio di amministrazione fra i propri componenti. Il mandato è annuale e rinnovabile. Anche il Comitato ha responsabilità in campo amministrativo e organizzativo.

Al Commissario regio spetta il controllo dell'osservanza da parte della banca dei propri obblighi di legge; egli rappresenta il legame formale tra la banca e il governo.

I membri degli organi direttivi non sono soggetti a direttive politiche.

2.3. Autonomia nella formulazione e nell'attuazione delle politiche monetaria e del cambio

La responsabilità della politica monetaria compete al Consiglio dei Governatori, che ne determina le linee guida, inclusi i tassi di interesse. Per tradizione, la politica monetaria è formulata sulla base della concertazione tra la banca e il governo. Il Comitato dei Governatori è pienamente indipendente nell'attuazione della politica monetaria e nella scelta degli strumenti. Inoltre, la Danimarca rispetta in pieno il divieto di "finanziamento monetario" fissato nel Trattato di Maastricht. Il governo centrale finanzia i deficit di bilancio collocando titoli di Stato sul mercato.

La politica del cambio è fissata dal governo di concerto con la banca. La gestione dell'andamento del cambio compete alla banca.

2.4. Responsabilità e trasparenza

La responsabilità è assicurata dalla composizione del Consiglio di amministrazione e del Comitato dei direttori e tramite una norma speciale in base alla quale il Commissario regio e il Ministro delle Finanze possono prendere parte alle delibere sulle modifiche del tasso ufficiale di sconto, ma senza diritto di voto. Inoltre, la banca è statutariamente tenuta a pubblicare, insieme al Rapporto annuale, i propri risultati di esercizio, una volta approvati dal Consiglio di amministrazione e dal Commissario regio.

2.5. Riforme istituzionali previste

Non sono programmate modifiche istituzionali.

3. DEUTSCHE BUNDESBANK

3.1. Obiettivi e compiti

La Deutsche Bundesbank è la banca di emissione della Repubblica federale tedesca. Il suo obiettivo principale è la salvaguardia della moneta. La banca è obbligata a sostenere la politica economica del governo, ma senza pregiudizio per il suo obiettivo principale. La banca fornisce alle banche servizi relativi al sistema dei pagamenti e gestisce le riserve ufficiali. Non le compete la responsabilità per la vigilanza bancaria.

3.2. Organi direttivi

Gli organi direttivi sono il Consiglio centrale, il Direttorio e i Consigli di amministrazione delle Banche centrali regionali (sedi principali competenti per i rispettivi Länder).

Il Consiglio centrale (che non può eccedere i 17 membri) consta del Presidente e del Vice Presidente della Bundesbank, degli altri membri del Direttorio e dei Presidenti delle Banche centrali regionali. Il Consiglio centrale decide la politica monetaria e creditizia della banca e ne è il supremo organo interno.

Il Direttorio comprende il Presidente, il Vice Presidente e fino a sei (attualmente cinque) ulteriori membri. Tutti i membri del Direttorio sono nominati dal Presidente della Repubblica su proposta del Governo federale previa consultazione con il Consiglio centrale della Banca. Il Direttorio è responsabile dell'attuazione delle decisioni di politica monetaria e creditizia prese dal Consiglio centrale. Inoltre, esso dirige e amministra la banca, eccezion fatta per le aree che ricadono nella competenza dei Consigli di amministrazione delle Banche centrali regionali. All'interno di questa struttura, il Direttorio è responsabile delle operazioni di tesoreria per conto del governo federale e per quanto riguarda le anticipazioni concesse a quest'ultimo e i suoi fondi speciali, per le transazioni con alcuni istituti di credito, per quelle relative al cambio e con l'estero, per le operazioni di mercato aperto e per i compiti di coordinamento all'interno della Bundesbank nel suo insieme.

I Consigli di amministrazione delle nove Banche centrali regionali constano del Presidente, del Vice Presidente e in alcuni casi di un ulteriore membro. I Presidenti delle Banche centrali regionali sono nominati dal Presidente della Repubblica, previa consultazione con il Consiglio centrale della Banca, su proposta del Bundesrat (Camera alta del Parlamento federale), in seguito alla designazione avanzata dai competenti governi regionali. Le Banche centrali regionali effettuano transazioni con le istituzioni pubbliche e con gli istituti di credito insediati nel territorio di loro competenza.

I membri degli organi direttivi della banca sono nominati per un periodo di otto anni. In casi eccezionali i mandati possono essere più brevi, ma mai inferiori ai due anni. In linea generale, il mandato è rinnovabile. La banca e i membri dei suoi organi direttivi sono indipendenti rispetto alle direttive del governo federale nell'esecuzione dei compiti loro assegnati ai sensi della legge sulla Bundesbank.

3.3. Autonomia nella formulazione e nell'attuazione delle politiche monetaria e del cambio

La politica monetaria e creditizia è decisa autonomamente dal Consiglio centrale. Una disposizione stabilisce che l'adozione delle decisioni di politica monetaria da parte del Consiglio centrale può essere rinviata per un massimo di due settimane su richiesta del governo federale. Fino a oggi, il governo federale non ha esercitato questo potere. In ogni caso, la decisione finale spetta al Consiglio centrale.

Gli strumenti della politica monetaria sono definiti dalla legge sulla Bundesbank. All'interno di questo contesto normativo, la banca può discrezionalmente impiegare, sviluppare e affinare tali strumenti. Non esiste alcun obbligo vincolante di concessione di credito al settore pubblico. Alla banca è "permesso" concedere crediti al governo federale e a quelli regionali e ad alcune altre autorità pubbliche, ma solo a breve termine e nel rispetto di "tetti" fissati normativamente. Vi si applica attualmente un interesse pari al tasso Lombard, che è prossimo ai rendimenti di mercato.

La banca opera sul mercato dei cambi in piena indipendenza. Spetta tuttavia al governo federale determinare i tassi centrali, anche se in consultazione con la banca.

3.4. Responsabilità e trasparenza

Sancita dalla legge, l'indipendenza della Bundesbank poggia sul consenso sociale a favore di una politica volta ad assicurare la stabilità dei prezzi. La banca non è tenuta a riferire al Parlamento e al governo federale, ma provvede a informare regolarmente il pubblico attraverso pubblicazioni e interventi. I risultati di esercizio sono controllati dai revisori e dall'Ufficio federale preposto.

3.5. Riforme istituzionali previste

Non sono attualmente previste modifiche istituzionali.

4. BANCA DI GRECIA

4.1. Obiettivi e compiti

L'obiettivo statutario è il controllo della moneta in circolazione e del credito. Si ritiene che questo implichi che l'obiettivo ultimo della banca è la stabilità monetaria.

I compiti principali comprendono l'attuazione della politica monetaria e del cambio in armonia con le linee direttive generali fissate dal governo. La banca gode del privilegio di emissione e gestisce le riserve ufficiali; inoltre, è l'autorità di vigilanza bancaria e ha un ruolo chiave nel sistema dei pagamenti del paese.

4.2. Organi direttivi

Il Consiglio generale è composto dal Governatore, dai Vice Governatori e da nove Consiglieri senza funzione direttiva. Il Governatore e i Vice Governatori sono nominati dal governo

su proposta del Consiglio generale con un mandato rinnovabile di quattro anni, mentre i nove Consiglieri sono eletti dall'Assemblea generale degli azionisti con un mandato rinnovabile di tre anni. Al Consiglio è affidata la conduzione generale degli affari della banca.

Il Governatore è al vertice dell'istituto. Egli (oppure, in sua assenza, un Vice Governatore) presiede il Consiglio generale, è il rappresentante legale della banca e, per conto del Consiglio, decide su tutte le questioni non specificamente affidate al Consiglio generale.

Il Ministro delle Finanze può nominare un Commissario governativo privo del diritto di voto. Questi partecipa all'Assemblea generale degli azionisti e alle riunioni del Consiglio generale e può opporre il proprio veto se ritiene le decisioni prese contrarie agli statuti della banca o alle leggi dello Stato.

4.3. Autonomia nella formulazione e nell'attuazione delle politiche monetaria e del cambio

La banca formula la politica monetaria sulla base degli obiettivi macroeconomici del governo. Essa dispone di considerevole libertà nella fissazione degli obiettivi monetari e nell'attuazione della relativa politica. Tuttavia, l'autonomia nella determinazione degli strumenti di politica monetaria è limitata dal fatto che il tasso di interesse sui titoli pubblici è fissato in via amministrativa dal governo, anche se di concerto con la banca. Infine, anche se la banca è attualmente tenuta a concedere al governo agevolazioni creditizie, sotto forma di scoperto di conto, nella pratica il relativo ammontare è limitato.

La politica del cambio è formulata dal governo di concerto con la banca, che a sua volta è responsabile della sua attuazione.

4.4. Responsabilità e trasparenza

Esiste una commissione parlamentare competente cui spetta di esprimere il parere sull'idoneità dei candidati proposti per la nomina a Governatore. La trasparenza è assicurata dalla pubblicazione di una Relazione annuale e di alcuni rapporti sulla situazione finanziaria.

4.5. Riforme istituzionali previste

La Banca di Grecia ha proposto al governo modifiche legislative relative ai propri obiettivi e compiti principali, alla propria autonomia, alla struttura organizzativa e alle operazioni e funzioni monetarie. La proposta di legge mira ad aumentare in un prossimo futuro il grado di autonomia della banca e a rendere il suo statuto compatibile con il Trattato di Maastricht.

5. BANCO DE ESPAÑA

5.1. Obiettivi e compiti

Alla banca compete l'attuazione della politica monetaria il cui obiettivo è, in particolare, quello di salvaguardare il valore della moneta.

I compiti principali della banca sono l'attuazione della politica monetaria a livello nazionale e internazionale, l'emissione di banconote e la disciplina della loro circolazione, la tenuta e la gestione delle riserve ufficiali, la vigilanza bancaria e su alcuni mercati finanziari. La banca agisce inoltre come tesoriere del governo e come suo consulente su questioni finanziarie ed economiche.

5.2. Organi direttivi

Gli organi direttivi sono il Governatore, il Vice Governatore, il Consiglio generale e il Consiglio esecutivo.

Il Governatore è nominato dalla Corona su proposta del Presidente del governo con un mandato di quattro anni rinnovabile. Il Governatore rappresenta la banca all'esterno, presiede sia il Consiglio generale sia il Consiglio esecutivo con voto decisivo e agisce in qualità di suprema autorità nella gestione della banca.

Il Vice Governatore è nominato dal governo su proposta del Ministro dell'Economia e delle Finanze con un mandato di quattro anni rinnovabile. Il Vice Governatore sostituisce il Governatore in caso di vacanza della carica, assenza o malattia e può esercitare tutti i poteri delegatigli dal Governatore.

I componenti del Consiglio generale sono il Governatore, il Vice Governatore, sei membri nominati dal Governo, due membri *ex-officio* (il Direttore generale al Bilancio e il Direttore generale al Tesoro e alla Politica finanziaria), i Direttori generali della banca (fino a quattro) e un rappresentante del personale della banca. I sei membri nominati dal governo hanno un mandato di tre anni rinnovabile; i Direttori generali della banca sono nominati, a tempo indeterminato, dal Ministro dell'Economia e delle Finanze su proposta del Consiglio esecutivo della banca. Il Consiglio generale prende le decisioni e adotta le linee guida necessarie ad assicurare l'espletamento dei compiti affidati alla banca. Svolge inoltre la funzione di consulente del governo e approva i regolamenti e i rapporti della banca, sottoponendo questi ultimi al governo.

Il Consiglio esecutivo si compone del Governatore, del Vice Governatore, di tre membri eletti dal Consiglio generale tra i sei nominati dal governo, e di uno dei Direttori generali della

banca. Il Consiglio esecutivo attua le linee guida di politica deliberate dal Consiglio generale. Esso redige e presenta i rapporti della banca, che vengono sottoposti all'approvazione del Consiglio generale, e ha poteri decisionali su ogni autorizzazione richiesta ai sensi della legislazione bancaria e finanziaria così come sulle sanzioni dalla stessa previste.

Nella legislazione spagnola non vi è alcuna norma che preveda l'emissione di direttive del governo nei confronti degli organi direttivi della banca. Secondo la legge bancaria, "il Banco de España opera autonomamente rispetto al governo, entro i limiti stabiliti da questa legge": questi limiti, tuttavia, non consistono in precise direttive, ma si riferiscono piuttosto alla ripartizione generale delle competenze di politica monetaria, come indicato qui di seguito.

5.3. Autonomia nella formulazione e nell'attuazione delle politiche monetaria e del cambio

L'attuale legge sul Banco de España afferma che "la banca conduce la politica monetaria sia all'interno sia verso l'estero nel rispetto degli obiettivi generali fissati dal governo, attuandoli nel modo ritenuto più appropriato per il raggiungimento dei fini prefissati". Conseguentemente, gli obiettivi generali della politica monetaria sono formulati dal governo, mentre l'attuazione di questa, sia sui mercati interni sia su quelli internazionali, è responsabilità del Banco de España. In questa funzione, la Banca può scegliere liberamente quali strumenti utilizzare.

In pratica, gli obiettivi generali della politica monetaria interna sono fissati in termini di *targets* annuali degli aggregati monetari, stabiliti dalla banca e adottati dal governo.

La politica del cambio è condotta nell'ambito dello SME. In tal modo, i tassi centrali sono determinati dal governo in stretta consultazione con la banca; all'interno di questo quadro di riferimento la banca attua la politica del cambio. A questo riguardo è da notare che la banca gode di piena libertà per quel che concerne gli interventi sul mercato valutario.

5.4. Responsabilità e trasparenza

Il Parlamento può richiedere al Governatore di riferire sulla politica monetaria e su altre aree vicine ai compiti e alle funzioni della banca. Inoltre, la banca pubblica una Relazione annuale e Bollettini economici mensili che esaminano gli andamenti economici e finanziari e che danno conto della politica monetaria.

La banca pubblica i risultati di esercizio. La gestione e le operazioni della banca sono controllate dalla Corte dei conti.

5.5. Riforme istituzionali previste

Il governo ha recentemente approvato e sottoposto al Parlamento un progetto di legge sull'autonomia della banca. Il progetto accoglie tutte le disposizioni del Trattato sull'Unione europea relative alle banche centrali ed entrerà in vigore il 1° gennaio 1994. I compiti e le funzioni della banca sono modificati al fine di includervi sia la definizione sia l'attuazione della politica monetaria. L'obiettivo principale assegnato alla politica monetaria è la stabilità dei prezzi. Il "finanziamento monetario" del settore pubblico è vietato. La durata del mandato del Governatore e del Vice Governatore è fissata in sei anni e non è rinnovabile.

6. BANQUE DE FRANCE

6.1. Obiettivi e compiti

L'obiettivo della banca è il controllo della moneta e del credito; in funzione di questo, essa sovrintende al regolare funzionamento del sistema bancario.

I suoi compiti principali sono l'emissione di banconote, la partecipazione alla formulazione e all'attuazione della politica monetaria, l'attuazione della politica valutaria e la gestione delle riserve ufficiali, la gestione del conto di tesoreria, la partecipazione alla gestione del sistema dei pagamenti, la partecipazione alla regolamentazione dell'attività bancaria e finanziaria e la vigilanza sulle istituzioni creditizie, per conto della Commissione Bancaria.

6.2. Organi direttivi

Gli organi direttivi della banca sono il Governatore, i due Vice Governatori e il Consiglio Generale.

Il Governatore e i Vice Governatori sono nominati dal governo e restano in carica a tempo indeterminato. Il Governatore dirige e amministra la banca ed esercita tutti i poteri non conferiti al Consiglio Generale, di cui è il Presidente.

Il Consiglio Generale comprende il Governatore, i Vice Governatori e i Consiglieri. Nove di questi ultimi sono nominati dal Governo su proposta del Ministro per gli Affari economici e finanziari mentre uno è eletto dal personale della banca. Tutti i Consiglieri restano in carica sei anni. Il Consiglio tratta questioni operative, amministrative e finanziarie.

Un Censore nominato dal Ministro per gli Affari economici e finanziari partecipa alle riunioni del Consiglio Generale e può muovere obiezioni alle decisioni del Consiglio. In questo caso, il Governatore chiede al Consiglio Generale di riesaminare la questione.

6.3. Autonomia nella formulazione e nell'attuazione delle politiche monetaria e del cambio

La banca contribuisce alla definizione della politica monetaria adottata dal governo. L'attuazione della politica monetaria è oggetto di decisioni congiunte del Ministro per gli Affari economici e finanziari e del Governatore, e riguarda la scelta degli strumenti e le loro variazioni.

Il disavanzo pubblico non è finanziato dalla banca centrale. Dall'accordo del 1973 sulla gestione del Fondo di stabilizzazione valutaria, l'assistenza della banca centrale al governo concerne esclusivamente la neutralizzazione dell'impatto dei risultati d'esercizio del Fondo sulla situazione di liquidità del Tesoro. Non vi è quindi alcun finanziamento al settore pubblico da parte della banca centrale attraverso questo canale. Inoltre, la banca non acquista titoli, né pubblici né privati, sul mercato primario.

Le operazioni sul mercato dei cambi sono condotte dalla banca in stretto coordinamento con il Ministro per gli Affari economici e finanziari, il quale può, in questo campo, impartire alla banca direttive generali.

6.4. Responsabilità e trasparenza

Il Governatore presta giuramento di fronte al Presidente della Repubblica e s'impegna a dirigere la banca con competenza e fedeltà, nel rispetto delle leggi e dei regolamenti. Egli, inoltre, presenta al Presidente della Repubblica, a nome del Consiglio Generale, il rapporto sulle operazioni della banca tutte le volte che lo ritiene necessario e, comunque, almeno una volta l'anno. Vengono pubblicati con regolarità rapporti che illustrano gli andamenti monetari ed economici e l'operato della banca.

6.5. Riforme istituzionali previste

La legislazione sulla banca dovrà essere emendata per adeguarla alle disposizioni del Trattato di Maastricht. Recentemente il governo ha, in diverse occasioni, confermato il suo impegno ad attuare tale riforma ma fino ad oggi non ha ufficialmente presentato alcun progetto di emendamento. Un gruppo parlamentare ha recentemente annunciato la prossima presentazione di un progetto di legge sull'indipendenza della banca.

7. CENTRAL BANK OF IRELAND

7.1. Obiettivi e compiti

L'obiettivo statutario è la salvaguardia dell'integrità del valore della moneta.

Le funzioni principali comprendono l'attività di emissione, la formulazione e l'attuazione della politica monetaria, la gestione delle riserve ufficiali, la supervisione dei mercati finanziari e lo svolgimento del ruolo di tesoriere del governo e di "conservatore" del registro dei titoli pubblici. La banca è anche responsabile della regolamentazione dei settori bancario e finanziario.

7.2. Organi direttivi

La banca è governata dal Consiglio di amministrazione composto dal Governatore e da un massimo di nove membri. Il Governatore è nominato dal Presidente della Repubblica su proposta del governo; l'incarico, rinnovabile, è di sette anni. Gli altri membri del Consiglio sono nominati dal Ministro delle Finanze con un mandato di cinque anni.

7.3. Autonomia nella formulazione e nell'attuazione delle politiche monetaria e del cambio

La banca è responsabile della formulazione e dell'attuazione della politica monetaria. Le decisioni di politica monetaria sono prese nel contesto della politica del cambio stabilita dal governo, ma senza obbligo di riferirne con regolarità al Ministero delle Finanze. L'apporto del governo alla politica monetaria si esplica attraverso il Segretario del Ministero delle Finanze nella sua qualità di membro del Consiglio di amministrazione della banca. Il Ministro può richiedere al Governatore (e/o al Consiglio) di essere consultato per ciò che concerne, in generale, l'esecuzione delle funzioni e l'adempimento dei compiti della banca. Tale facoltà non è mai stata utilizzata.

La banca gode di piena autonomia nella scelta e nell'uso degli strumenti. Essa non ha alcun obbligo di finanziare il governo o il settore pubblico; nella pratica, tale finanziamento è sempre stato estremamente limitato.

Riguardo alla politica del tasso di cambio, anche se le decisioni spettano in ultima analisi al governo, il Ministro delle Finanze è tenuto per legge a consultare la banca.

7.4. Responsabilità e trasparenza

E' richiesto alla banca di preparare una Relazione Annuale e di inviarla al Ministro delle Finanze, il quale ha il dovere di presentarla ai due rami del Parlamento. Analogamente, la situazione annuale dei conti della banca è inoltrata al Comptroller and Auditor General (organo di vertice della contabilità pubblica) il quale, a sua volta, dopo aver eseguito la revisione e certificazione, la invia al Ministro che la distribuisce ai membri del Parlamento.

7.5. Riforme istituzionali previste

Un progetto di modifica della legislazione relativa alla banca, con l'obiettivo di renderla coerente col Trattato sull'Unione Europea, dovrebbe essere presentato al Parlamento entro il corrente anno. Le innovazioni proposte prevedono la modifica dell'attuale facoltà del Ministro delle Finanze di richiedere consultazioni da parte del Governatore, chiariscono il ruolo della banca nel sistema dei pagamenti, permettono la trasmissione di informazioni alla BCE, e mettono la banca in grado di conformarsi ai requisiti richiesti del Trattato in materia di raccolta di dati statistici e di introduzione di obblighi a costituire riserve e depositi speciali per conto della BCE.

8. BANCA D'ITALIA

8.1. Obiettivi e compiti

Benché la legislazione non fissi obiettivi specifici, la Costituzione italiana statuisce che la Repubblica ha il dovere di tutelare il risparmio, il che implica che la Banca debba perseguire l'obiettivo della stabilità monetaria.

I compiti principali sono l'emissione di banconote, l'attuazione della politica monetaria, la vigilanza sulle banche e su altre istituzioni finanziarie, l'espletamento del servizio di tesoreria per conto dello Stato e la gestione delle riserve ufficiali congiuntamente all'Ufficio italiano dei cambi.

8.2. Organi direttivi

Gli organi direttivi sono il Governatore, il Direttore Generale e due Vice Direttori Generali, che costituiscono il Direttorio, e il Consiglio Superiore.

Il Direttorio non è un organo collegiale poiché il Governatore gode di una posizione di preminenza. I suoi membri restano in carica a vita e sono nominati dal Consiglio Superiore con l'approvazione del governo; l'eventuale revoca segue la stessa procedura. Il Direttorio ha la responsabilità dell'espletamento dei compiti della Banca d'Italia e non è sottoposto alle direttive delle autorità politiche in campo monetario.

Il Consiglio Superiore si compone del Governatore, che lo presiede, e di tredici membri eletti con mandato triennale dalle Assemblee dei Partecipanti presso le Sedi della Banca. I Consiglieri non possono rivestire cariche politiche. Al Consiglio Superiore compete l'amministrazione della Banca, ma esso non ha poteri in materia di politica monetaria o del cambio né in materia di vigilanza bancaria.

8.3. Autonomia nella formulazione e nell'attuazione delle politiche monetaria e del cambio

Gli obiettivi annuali di politica monetaria sono stabiliti dal Governatore e vengono formalmente approvati dal governo. Gli obiettivi formulati dal Governatore non sono mai stati respinti.

La Banca gode di piena libertà nella scelta degli strumenti di attuazione della politica monetaria. Un importante passo avanti in questa direzione è stata l'acquisizione, nel febbraio 1992, del diritto di fissare autonomamente il livello del tasso di sconto.

La principale linea di credito alla quale il Tesoro può ricorrere automaticamente è uno scoperto sul conto corrente di tesoreria, fino al limite massimo del 14 per cento della spesa approvata nella Legge finanziaria. Oltre questo limite, in caso di fabbisogno finanziario in conflitto con gli obiettivi di politica monetaria, il Tesoro può soltanto ottenere un' "anticipazione straordinaria" su autorizzazione data dal Parlamento con una specifica legge (ciò è avvenuto solo una volta, nel gennaio 1983).

La Banca opera nell'ambito del regime di tasso di cambio stabilito dal governo, ma ha piena autonomia nella conduzione delle operazioni sul mercato valutario.

8.4. Responsabilità e trasparenza

Il Tesoro ha poteri di controllo sull'emissione di banconote, sull'amministrazione e sulla contabilità della Banca d'Italia. Un rappresentante del Ministero partecipa alle riunioni del Consiglio Superiore, le cui decisioni acquistano efficacia se il Tesoro non vi si oppone entro cinque giorni. Il Governatore può essere invitato a comparire avanti a Commissioni Parlamentari per riferire sulla conduzione della politica monetaria. La Banca pubblica una Relazione Annuale e vari altri documenti.

8.5. Riforme istituzionali previste

Nel 1993, il Governo ha presentato al Parlamento un disegno di legge di riforma del conto corrente di tesoreria che prevede l'abolizione di ogni tipo di anticipazione al Tesoro, la conversione dell'attuale scoperto a debito del Tesoro in titoli di Stato con scadenza prefissata, l'accensione presso la Banca di un conto fruttifero che deve presentare sempre un saldo attivo. Il disegno prevede anche il trasferimento alla Banca d'Italia del potere di modificare il coefficiente della riserva obbligatoria. Inoltre, è stata attuata una prima modifica del regime della riserva obbligatoria, riducendone il coefficiente. Infine, sono attualmente all'esame congiunto della Banca d'Italia e del Ministero del Tesoro alcune riforme istituzionali necessarie a garantire il rispetto dei criteri stabiliti dal Trattato di Maastricht.

9. INSTITUT MONÉTAIRE LUXEMBOURGEOIS

9.1. Obiettivi e compiti

Dal 1922, il Lussemburgo è legato al Belgio da un'unione economica, che comprende un'associazione monetaria. L'Institut Monétaire Luxembourgeois (IML), creato nel 1983, non esercita in questa fase tutte le attribuzioni di una banca centrale vera e propria, poiché è la Banque Nationale de Belgique che attualmente espleta una serie di compiti per entrambi gli Stati.

I compiti dell'IML sono l'emissione di banconote e di monete metalliche, la promozione della stabilità della moneta e, a questa funzionale, la supervisione del regolare funzionamento dei mercati finanziari, l'adempimento degli obblighi e l'esercizio dei diritti derivanti da accordi internazionali nel campo monetario e finanziario, la vigilanza prudenziale sul settore finanziario.

9.2. Organi direttivi

Gli organi direttivi dell'IML sono la Direzione e il Consiglio.

La Direzione è un organo collegiale composto dal Direttore Generale e da due Direttori, nominati dal Gran Duca su proposta del Consiglio dei Ministri con mandato di sei anni rinnovabile. La Direzione è l'organo esecutivo, responsabile della realizzazione degli obiettivi dell'IML. Nel caso in cui vi sia un contrasto tra il governo e la Direzione dell'Istituto sulla politica dell'IML e sull'espletamento dei suoi compiti, il governo con il consenso del Consiglio dell'IML può proporre al Gran Duca la destituzione collettiva, e soltanto collettiva, della Direzione. Fatta salva questa disposizione, i membri della Direzione non sono soggetti a direttive delle autorità politiche.

Il Consiglio è formato da sette membri nominati dal Consiglio dei Ministri con mandato quadriennale rinnovabile. Il Consiglio elabora le linee guida e dà pareri su determinati settori di attività dell'IML, e approva i risultati d'esercizio e il bilancio annuale dell'Istituto; non ha competenza nel campo della vigilanza prudenziale. Anche i membri del Consiglio non sono soggetti a direttive delle autorità politiche.

9.3. Autonomia nella formulazione e nell'attuazione delle politiche monetaria e del cambio

L'"ultima parola" nelle decisioni relative alle politiche monetaria e del cambio spetta al governo e l'IML si avvale soltanto di un numero limitato di strumenti di politica monetaria. Benché l'Istituto abbia il potere di regolare l'utilizzo delle passività bancarie denominate in franchi, tale strumento non è mai stato utilizzato.

9.4. Responsabilità e trasparenza

La Direzione dell'IML è per legge obbligata a sottoporre la relazione annuale, i rendiconti e il bilancio di previsione all'approvazione del governo. Tali documenti sono poi sottoposti al Parlamento. Il Revisore dei conti dell'IML, di nomina governativa, stila, a sua volta, una relazione annuale che viene trasmessa al Consiglio dell'IML, al governo e al Parlamento. Inoltre, tradizionalmente il Direttore generale dell'IML incontra due volte l'anno la Commissione parlamentare per le questioni di bilancio e finanziarie per uno scambio di opinioni.

9.5. Riforme istituzionali previste

Il passaggio alla fase finale dell'UEM comporterà, per il Lussemburgo, modifiche sostanziali all'associazione monetaria con il Belgio e l'IML assumerà pienamente le funzioni di banca centrale. A tale fine, è in preparazione presso l'IML una bozza di progetto di legge.

10. DE NEDERLANDSCHE BANK

10.1. Obiettivi e compiti

L'obiettivo statutario della banca è la salvaguardia del valore della moneta. Di conseguenza, la stabilità dei prezzi è l'obiettivo della sua politica.

I principali compiti della banca comprendono l'emissione di banconote, l'agevolazione dei trasferimenti di moneta all'interno e all'estero, la gestione delle riserve ufficiali e la vigilanza sugli enti creditizi e gli altri istituti finanziari.

10.2. Organi direttivi

Il Consiglio di amministrazione e il Collegio degli Ispettori sono gli organi direttivi della banca mentre il Consiglio di Banca è un organo consultivo.

Il Consiglio di amministrazione si compone del Presidente, del Segretario e di un numero di Direttori esecutivi compreso fra tre (come è attualmente) e cinque. Questi vengono designati in una riunione congiunta del Consiglio di Amministrazione e del Collegio degli Ispettori e nominati dalla Corona su proposta del governo con mandato settennale, rinnovabile. Tutte le decisioni di politica monetaria sono prese dal Consiglio di amministrazione, che è anche pienamente responsabile della direzione della banca. Nella conduzione della politica monetaria, ad eccezione dei casi di profonda divergenza tra la banca e il governo sulle scelte da effettuare, il Consiglio di amministrazione non è tenuto a seguire le istruzioni del governo.

Il Collegio degli Ispettori è composto da dodici membri, nominati dal Ministro delle Finanze con incarico quadriennale rinnovabile. Tale organo controlla gli affari aziendali della banca e approva il bilancio annuale e il conto economico. Un Commissario Regio vigila sugli affari della banca per conto del governo.

Il Consiglio di Banca si compone di sedici membri e del Commissario Regio. Il suo ruolo è quello di fornire pareri alla banca e al Ministro delle Finanze su questioni relative alla politica della banca. Quattro dei suoi membri sono eletti dal Collegio degli Ispettori tra i propri componenti. Gli altri dodici sono nominati dalla Corona. Tra questi si trovano esperti finanziari e rappresentanti del mondo dell'industria e del lavoro.

10.3. Autonomia nella formulazione e nell'attuazione delle politiche monetaria e del cambio

La banca gode di piena autonomia nella formulazione e nell'attuazione della politica monetaria interna. Poiché è il Ministro delle Finanze che risponde al Parlamento della conduzione della politica monetaria, è necessario che avvengano regolari consultazioni tra la banca e il Ministro.

In caso di grave disaccordo, il Ministro delle Finanze ha l'autorità di impartire al Consiglio di amministrazione le direttive che ritiene necessarie affinché la politica della Banca sia adeguatamente coordinata con le politiche monetarie e finanziarie del governo. Il Consiglio di amministrazione può tuttavia muovere obiezioni a tali direttive e appellarsi alla Corona. La decisione della Corona può essere presa soltanto dal Consiglio dei Ministri in seduta plenaria. Qualora venisse deciso che il Consiglio di amministrazione debba conformarsi alle direttive, la decisione, motivata, della Corona e le obiezioni della banca dovrebbero essere pubblicate nella gazzetta ufficiale; in questo caso, la disputa molto probabilmente causerebbe una grave crisi politico-istituzionale. Sinora, tuttavia, il Ministro delle Finanze non ha mai utilizzato il suo diritto di impartire direttive; tale facoltà era nelle intenzioni del legislatore, ed è tuttora considerata dai *policy makers*, soltanto un atto estremo. In pratica, quindi, la banca gode di un alto grado di autonomia ed ha piena libertà di emanare provvedimenti di controllo monetario, come la riserva obbligatoria, previa consultazione del sistema bancario.

La banca ha l'obbligo di erogare al Tesoro, su richiesta del Ministro delle Finanze, crediti garantiti e senza interessi ma soltanto entro il limite massimo di 150 milioni di fiorini. Viene inoltre concordata annualmente una linea di credito limitata e garantita sulla quale il Ministro delle Finanze può prelevare per finanziare temporanee esigenze di cassa.

La partecipazione ad accordi di cambio così come le variazioni delle parità centrali sono determinate dal governo, sentita la banca. Nell'ambito dei vincoli posti dall'accordo sullo SME,

la banca gode di piena autonomia nella formulazione della strategia da adottare nella politica del cambio e nell'utilizzo dei relativi strumenti (tassi di interesse, interventi, margine di oscillazione).

10.4. Responsabilità e trasparenza

Il Ministro delle Finanze è responsabile di fronte al Parlamento della conduzione della politica monetaria. Come richiesto dalla legge sulla banca centrale, il Consiglio di amministrazione pubblica settimanalmente un bilancio sintetico della banca. Inoltre, l'istituto pubblica una Relazione Annuale (comprendente i conti annuali) sulle sue attività.

10.5. Riforme istituzionali previste

Si prevede che alla legge sulla banca centrale sarà aggiunta una clausola esplicita secondo la quale tutte le operazioni della banca, entro l'inizio della Fase Due, dovranno essere conformi all'Articolo 104 del Trattato sul divieto di "finanziamento monetario". I necessari emendamenti saranno probabilmente presentati al Parlamento prima dell'estate del 1993. Conformemente al Trattato, il potere del Ministro delle Finanze di impartire direttive alla banca sarà abolito prima dell'istituzione del SEBC. Le procedure di nomina, la composizione e la struttura degli organi direttivi della banca saranno riconsiderate. Inoltre, il governo ritiene auspicabile dare al Parlamento l'opportunità di ascoltare il Presidente della Nederlandsche Bank sulle attività del SEBC, con modalità simili alle disposizioni del Trattato.

11. BANCO DE PORTUGAL

11.1. Obiettivi e compiti

Gli obiettivi della banca sono il mantenimento, all'interno, della stabilità monetaria e, all'estero, della solvibilità della moneta.

I compiti principali sono la formulazione, congiuntamente al governo, e l'attuazione delle politiche monetaria e del cambio, la detenzione e la gestione delle riserve ufficiali, l'intermediazione nelle relazioni monetarie internazionali dello Stato e la supervisione sulla stabilità del sistema finanziario. In quest'ultimo settore, la banca è responsabile della vigilanza bancaria.

11.2. Organi direttivi

Gli organi direttivi del Banco de Portugal sono il Governatore e il Consiglio di amministrazione. Il Governatore e i membri del Consiglio sono nominati, con mandato quinquennale rin-

novabile, dal Consiglio dei Ministri su proposta del Ministro delle Finanze. I membri del Consiglio di amministrazione non sono vincolati al rispetto di direttive esterne; sono tuttavia frequenti le consultazioni con il Ministro delle Finanze. La legge comunque statuisce esplicitamente che la banca deve tener conto degli orientamenti del Governo. Vi sono, inoltre, un Collegio sindacale e un Comitato consultivo.

11.3. Autonomia nella formulazione e nell'attuazione delle politiche monetaria e del cambio

La formulazione della politica monetaria e di quella del cambio è decisa di concerto con il governo. La banca è responsabile dell'attuazione della politica monetaria e gode di piena autonomia nel manovrare gli strumenti. Una peculiarità importante riguarda, tuttavia, i provvedimenti che, per legge, devono essere pubblicati sotto forma di Avvisi (Avisos) del Banco de Portugal prima di entrare in vigore. Gli Avisos devono essere firmati dal Ministro delle Finanze.

Nel quadro del meccanismo di cambio la fissazione della parità centrale è responsabilità del governo, previa consultazione della banca. Quest'ultima è incaricata dell'attuazione della politica valutaria e della gestione del tasso di cambio nell'ambito delle bande di oscillazione.

Non sono previste disposizioni particolari per risolvere i casi di disaccordo. I principali compiti da cui potrebbero sorgere contrasti con la politica monetaria sono la funzione di vigilanza prudenziale e quella di prestatore di ultima istanza. Lo statuto della banca centrale non vieta la sottoscrizione di titoli di Stato, alle condizioni concordate tra il Ministero delle Finanze e la banca stessa.

11.4. Responsabilità e trasparenza

Il Collegio sindacale e il Comitato consultivo svolgono importanti funzioni di garanzia di trasparenza. Inoltre, la Relazione annuale e i risultati di esercizio devono essere approvati dal Ministro delle Finanze tenendo conto del parere del Collegio sindacale. Infine, il Governatore può essere invitato a comparire davanti alle competenti Commissioni parlamentari.

11.5. Riforme istituzionali previste

La sola modifica immediata prevista della normativa sulla banca centrale è un emendamento che sancirà il divieto di sottoscrizione di titoli di Stato. L'autonomia sarà ulteriormente rafforzata nei tempi previsti dal Trattato, in linea con la recente revisione della Costituzione portoghese.

12. BANK OF ENGLAND

12.1. Obiettivi e compiti

Anche se non esistono obiettivi statuari espliciti nel campo della politica monetaria, la legge bancaria del 1987 attribuisce alla banca, nel suo ruolo di ente che esercita la vigilanza sul sistema bancario, l'obiettivo di tutelare i depositanti. In pratica, i principali obiettivi sono il mantenimento dell'integrità del valore della moneta, la stabilità del sistema finanziario, compresi i sistemi di pagamento e regolamento e la promozione dell'efficienza e dell'efficacia del settore finanziario.

Il 22 gennaio 1993, annunciando la nomina del nuovo Governatore, E.A.J. George, il Cancelliere dello Scacchiere ha definito con le seguenti parole il compito fondamentale del nuovo Governatore: "Sostenere il Governo nella sua politica volta a generare una riduzione duratura del tasso di inflazione, la sola base solida sulla quale sia possibile costruire una crescita sostenibile del livello di attività e dei posti di lavoro".

I compiti principali della banca sono l'attuazione della politica monetaria, la funzione di emissione, la gestione delle riserve ufficiali e la vigilanza sugli enti creditizi.

12.2. Organi direttivi

L'organo direttivo è il Consiglio di Amministrazione, che comprende il Governatore, il Vice Governatore e sedici consiglieri. Alcuni di questi ultimi, quattro al massimo, possono avere responsabilità esecutive nella banca. I Governatori e i consiglieri sono nominati dalla Corona su proposta del Primo Ministro. Il Governatore e il Vice Governatore restano in carica per cinque anni, salvo rinnovo, i consiglieri per quattro anni, salvo rinnovo. Il Consiglio è responsabile della gestione della banca.

I membri del Consiglio non sono vincolati da direttive provenienti dalle autorità politiche. Tuttavia, il Tesoro ha la facoltà di emanare "direttive" rivolte alla banca "nel pubblico interesse", previa consultazione con il Governatore. Questa facoltà non è mai stata formalmente invocata.

12.3. Autonomia nella formulazione e nell'attuazione delle politiche monetaria e del cambio

La banca ha il compito di formulare pareri in materia di politica monetaria e attuare la politica concordata con il governo. Le decisioni finali su questioni relative alla politica monetaria spettano al governo. Nei casi di disaccordo tra la banca e il governo, prevale la posizione di quest'ultimo. La banca ha la facoltà di rendere pubblico il proprio punto di vista.

Il principale strumento della politica monetaria è il tasso di interesse a breve termine, sul quale la banca agisce per mezzo di operazioni nei vari segmenti del mercato monetario. La banca gode di notevole discrezionalità nella conduzione di tali operazioni, benché l'obiettivo di tasso sia fissato dal governo.

La banca agisce come tesoriere del governo concedendogli talvolta, quando i conti di questo non siano in attivo, anticipazioni a breve termine chiamate "Ways and Means Advances". Nessuna di queste attività, né il ruolo della banca come organo di vigilanza sugli enti creditizi e su altri operatori del mercato, sono in alcun modo in contrasto con le sue funzioni nel campo della politica monetaria.

Sul mercato valutario la banca opera in qualità di agente del governo, il quale ha la titolarità delle riserve valutarie. In tale veste, la banca agisce nell'ambito delle direttive emanate dal Tesoro.

12.4. Responsabilità e trasparenza

La banca presenta al Parlamento una Relazione Annuale sulla situazione dei conti e una relativa all'attività di vigilanza. Pubblica inoltre con regolarità rapporti di commento sugli andamenti economici e finanziari; il Governatore è invitato frequentemente a comparire davanti a Commissioni parlamentari. Formalmente, tuttavia, è il Cancelliere dello Scacchiere o un altro esponente del Tesoro, con grado di Ministro, che risponde per la banca al Parlamento.

Il Cancelliere ha recentemente annunciato nuove misure volte a incrementare la trasparenza dei processi decisionali della politica monetaria. Tali provvedimenti comprendono l'annuncio da parte del governo di un obiettivo per l'inflazione, la pubblicazione, ad opera del Tesoro, di rapporti concernenti dati sulla politica monetaria e la pubblicazione, da parte della banca, di un rapporto trimestrale sui progressi nel raggiungimento dell'obiettivo di inflazione stabilito dal governo.

12.5. Riforme istituzionali previste

Non sono previste riforme istituzionali, ad eccezione dei provvedimenti sopra descritti, miranti ad accrescere la trasparenza della politica monetaria. Qualora il Regno Unito dovesse partecipare alla Fase Tre dell'UEM, si renderebbero necessarie modifiche di carattere istituzionale.

ABBREVIAZIONI E SIMBOLI

PAESI (6)

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

VALUTE

ECU	Unità di conto europea
BEF	Franco belga-lussemburghese
DKK	Corona danese
DEM	Marco tedesco
GRD	Dracma greca
ESP	Peseta spagnola
FRF	Franco francese
IEP	Sterlina irlandese
ITL	Lira italiana
NLG	Fiorino olandese
PTE	Escudo portoghese
GBP	Sterlina inglese
USD	Dollaro USA
JPY	Yen giapponese

(6) Come di consueto per la Comunità, nel Rapporto i paesi sono riportati elencandoli nell'ordine alfabetico delle lingue nazionali.

ALTRE ABBREVIAZIONI

AEC	Accordi europei di cambio
AEC banda stretta dal 1979	Stati membri CEE nella banda stretta degli AEC sin dal 1979 (BE, DK, DE, FR, IE, LU e NL)
BCE	Banca centrale europea
BRI	Banca dei Regolamenti Internazionali
CBH	Cross-Border Holdings (Attività internazionali)
CEE	Comunità economica europea
EFTA	European Free Trade Association (Associazione europea di libero scambio)
FECOM	Fondo europeo di cooperazione monetaria
IME	Istituto monetario europeo
IML	Institut Monétaire Luxembourgeois
OCSE	Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico
PIL	Prodotto interno lordo
PNL	Prodotto nazionale lordo
PPA	Parità di potere d'acquisto
SEBC	Sistema europeo di banche centrali
SEE	Spazio economico europeo
SME	Sistema monetario europeo
UEM	Unione economica e monetaria

