

Il processo di integrazione dei mercati finanziari in Europa

Questo articolo fornisce una visione d'insieme del processo di integrazione in atto nei mercati finanziari all'ingrosso in Europa e spiega altresì i motivi di interesse che la BCE ha in tale processo. L'integrazione finanziaria è definibile come una situazione in cui non sussistono elementi di attrito che possano costituire una discriminante per la capacità degli agenti economici di reperire e investire capitali, in particolare a causa della loro ubicazione geografica. Il perseguimento dell'integrazione finanziaria implica la rimozione degli ostacoli che si frappongono a uno sfruttamento ottimale delle esternalità di rete e delle economie di scala e di scopo disponibili in un mercato di vaste dimensioni, nonché la definizione di regole, procedure e standard comuni a tutti gli operatori e ai fornitori dei servizi. Al fine di promuovere il processo di integrazione occorrono un'efficace interazione fra le forze di mercato, l'azione collettiva della comunità degli operatori, atta a sormontare i problemi di coordinamento, e l'intervento delle autorità pubbliche. La valutazione dello stato attuale dell'integrazione dei mercati dell'area dell'euro, basata in particolare su misure quantitative, mette in luce un quadro composito, rivelando che il processo di integrazione è stato completato solo in taluni comparti. Questi ultimi sono caratterizzati da prodotti standardizzati, da regole e prassi armonizzate e dalla presenza di un'infrastruttura comune. Una maggiore integrazione dei mercati necessita un fermo impegno da parte sia delle autorità dell'Unione europea (UE) che di quelle nazionali. La BCE ritiene inoltre che le autorità pubbliche debbano favorire l'azione collettiva del settore privato dei paesi dell'UE tesa a risolvere i problemi di coordinamento che ostacolano l'integrazione finanziaria. La BCE sostiene diverse di queste iniziative e, nei limiti delle proprie capacità e competenze, intende apportare il proprio contributo anche a eventuali progetti futuri.

I Introduzione

La creazione di un mercato interno dei beni, dei servizi, del lavoro e dei capitali è un obiettivo fondamentale dell'UE nonché una delle sue ragioni d'essere. Dalla dichiarazione iniziale enunciata dal Trattato di Roma nel 1957, il perseguimento di questo obiettivo ha visto l'adozione del programma per la realizzazione del Mercato unico nel 1985 e, con riferimento alla componente finanziaria, la successiva completa liberalizzazione dei movimenti di capitali. L'introduzione dell'euro ha impresso una spinta decisiva alla creazione di un mercato finanziario integrato, facendo cadere il principale ostacolo alla fornitura di servizi finanziari su base transfrontaliera. Allo stesso tempo, essa ha fatto maturare una maggiore consapevolezza circa l'esistenza di altri impedimenti alla nascita di un mercato finanziario realmente integrato e la necessità di rimuoverli. In risposta a ciò, la Commissione europea ha adottato nella primavera del 1999 il Piano di azione per i servizi finanziari (PASF); quest'ultimo elenca una serie di interventi legislativi e di altra natura finalizzati al conseguimento di un mercato unico dei servizi finanziari all'ingrosso, di mercati al dettaglio aperti e sicuri, nonché di una normativa avanzata in materia prudenziale e di vigilanza. L'alta priorità attribuita dalle autorità politiche dell'UE all'integrazione del mercato finanziario è stata posta in

rilievo dai Capi di Stato o di Governo in occasione dei Consigli europei di Lisbona (marzo 2000) e di Stoccolma (marzo 2001). Il Consiglio europeo, che ha invitato a dare piena attuazione al PASF entro il 2005, ha altresì sollecitato tutte le parti interessate a fare ogni sforzo possibile per pervenire a un mercato integrato dei valori mobiliari entro la fine del 2003 dando priorità alle misure legislative previste in proposito dal piano. Parallelamente sono state avviate numerose altre iniziative, sotto l'impulso del settore pubblico e di quello privato, la cui finalità comune è il completamento del processo di integrazione dei mercati finanziari.

Questo articolo fornisce un quadro d'insieme del processo di integrazione in atto nei mercati finanziari all'ingrosso in Europa. La sezione 2 definisce la nozione di integrazione finanziaria nel contesto dell'UE e dell'area dell'euro. La sezione 3 descrive i tre principali motori dell'integrazione finanziaria, mettendo in evidenza i ruoli delle parti coinvolte e soprattutto la complementarità fra i contributi forniti dal settore pubblico e da quello privato. Nella sezione 4 sono illustrati più specificatamente l'interesse portato dalla Banca centrale europea a una completa integrazione dei mercati finanziari europei e il ruolo che essa svolge su questo piano. La sezione 5 fa il punto

sullo stato attuale dell'integrazione del mercato e delinea alcune delle iniziative in corso e delle

sfide più rappresentative dell'intero processo di integrazione.

2 Definizione di integrazione finanziaria nel contesto europeo

L'integrazione finanziaria è definibile come la situazione in cui non sussistono elementi di attrito che possano costituire una discriminante per la capacità degli agenti economici di reperire e investire capitali, in particolare a causa della loro ubicazione geografica.

L'obiettivo di fondo dell'azione volta a promuovere l'integrazione dei mercati finanziari, nonché dell'intera politica del mercato unico, è favorire una più efficiente allocazione, e quindi utilizzo, delle risorse a disposizione dell'economia europea. In ultima analisi pertanto, l'integrazione finanziaria deve essere intesa, e misurata, sulla base di questo termine di riferimento. Più specificatamente, l'integrazione finanziaria ha importanti implicazioni con riguardo alle funzioni svolte dai mercati finanziari, quali l'allocazione delle risorse sotto il profilo temporale e geografico, la produzione di informazioni, la definizione degli incentivi, la gestione dei rischi, la raccolta delle risorse e l'attività di compensazione e regolamento delle operazioni di pagamento e in titoli. Nell'espletamento di queste funzioni i mercati sono caratterizzati da significative esternalità di rete nonché da potenziali, rilevanti, economie di scala e di scopo. Il fine di promuovere l'integrazione è lo sfruttamento di questi benefici. L'integrazione dovrebbe in particolare andare a vantaggio delle imprese e stimolare la concorrenza e l'innovazione, in linea con le conclusioni del Consiglio europeo di Lisbona.

Il livello ottimale di integrazione si raggiunge allorché i vantaggi di un ulteriore consolidamento o concentrazione del mercato sono inferiori rispetto alla corrispondente perdita di opportunità, soprattutto in termini di diversificazione del rischio, ovvero alla perdita di contendibilità dei mercati.

Come affermato da Alexandre Lamfalussy nel primo rapporto del Comitato dei saggi sulla disciplina dei mercati mobiliari europei (novembre

2000), la costruzione di un mercato europeo aperto dei capitali e dei servizi finanziari è il complemento logico e necessario all'euro. Per cogliere i benefici attesi dal processo di integrazione finanziaria nell'UE, occorre eliminare le barriere e gli ostacoli creati da disparità normative non necessarie fra i paesi dell'UE, le quali sono una perdurante causa della frammentazione del mercato; tali disparità riflettono la molteplicità degli ordinamenti giuridici, nonché il mosaico di legislazioni applicabili, di regimi fiscali e di specificità culturali propri a ciascun Stato membro.

Un altro aspetto rilevante per la definizione del processo di integrazione finanziaria in ambito UE attiene ai confini applicabili. Poiché l'obiettivo perseguito è la creazione di un mercato unico dei servizi finanziari, la portata del processo di integrazione finanziaria sul piano geografico dovrebbe coincidere in ultima analisi con l'insieme dell'UE. Ciò assume una specifica valenza nel contesto dell'allargamento dell'UE a dieci nuovi Stati membri nel 2004. Usufruento di una deroga, questi ultimi non introdurranno l'euro immediatamente dopo l'adesione e manterranno perciò la propria sovranità in materia di politica monetaria. Nondimeno, l'estensione geografica del mercato finanziario unico accrescerà i suoi benefici economici e, come sottolineato dalla Commissione nell'ultimo rapporto sui progressi del PASF (giugno 2003), "è nel nostro interesse far sì che questi nuovi mercati vengano assorbiti ordinatamente nel sistema regolamentare dell'UE".

Al tempo stesso va riconosciuto che la caratteristica distintiva forse più importante di un qualsiasi sistema finanziario è la moneta su cui si fonda, la quale rappresenta di fatto l'elemento di interconnessione che giustifica l'uso della parola "sistema" in riferimento al settore finanziario nel suo complesso. A seconda dei casi si configurano situazioni in cui il confine naturale per l'integrazione del sistema finanziario può

essere costituito sia dall'area dell'euro (quando rilevi l'ubicazione geografica, vale a dire nei mercati al dettaglio), sia dai mercati finanziari denominati in euro (nel caso dei mercati all'ingrosso). Finché tutti gli Stati membri dell'UE

non avranno adottato l'euro, la valutazione del livello appropriato sul quale perseguire l'integrazione in ciascun segmento di mercato dovrebbe essere fatta su base individuale, nel rispetto degli obiettivi e dei principi sanciti dal Trattato.

3 I tre motori dell'integrazione

Le analisi del processo di integrazione che sta interessando i mercati finanziari europei pongono spesso l'accento sull'azione svolta dalle autorità pubbliche, in particolare tramite gli interventi di natura legislativa e regolamentare. Tale attenzione è giustificata dall'esigenza di costruire un quadro legislativo organico per il settore finanziario europeo che incorpori, in una serie di regole di principio, misure efficaci per un libero mercato unico e obiettivi regolamentari comuni. Ciò tuttavia non dovrebbe mettere in ombra il fatto che, se da un lato l'assetto legislativo e regolamentare del sistema finanziario crea le condizioni necessarie all'integrazione e allo sviluppo del mercato unico, dall'altro anche gli operatori contribuiscono a tale processo traendo vantaggio, sia individualmente che collettivamente, dalle opportunità che esso dischiude. La complementarità del ruolo svolto dal settore pubblico e da quello privato può essere più chiaramente esplicitata distinguendo i tre gruppi di beneficiari del processo di integrazione del mercato e il contributo dato da ciascuno di essi in vista di tale traguardo. In primo luogo, gli operatori di mercato beneficiano individualmente del processo di integrazione, in particolare dell'opportunità di acquisire quote di mercato o di offrire, ovvero di disporre di, una gamma più ampia di prodotti finanziari senza dover operare in mercati esteri; di conseguenza l'integrazione può risultare dall'azione delle forze di mercato. In secondo luogo, l'integrazione offre vantaggi all'intera comunità di operatori, ad esempio accrescendo lo spessore e la liquidità del mercato; essa dovrebbe perciò essere promossa dall'azione collettiva dell'intero settore finanziario. Infine, l'integrazione ha effetti positivi per l'economia nel suo insieme, in particolare attraverso le esternalità che dal settore finanziario si trasmettono al resto del sistema; in questa prospettiva essa può essere rafforzata dagli interventi delle autorità pubbliche. In pratica il conseguimento di un livello ottimale di

integrazione presuppone l'efficace interazione fra forze di mercato, azione collettiva e intervento pubblico, e quindi anche un'interazione fra le parti interessate.

Le forze di mercato

Coerentemente con i principi di un'economia di mercato aperta e di libera concorrenza, l'azione delle forze di mercato è, giustamente, il motore principale dell'integrazione finanziaria. Come già richiamato, gli utenti del mercato sono i primi beneficiari dell'integrazione finanziaria; essi beneficiano direttamente dei minori costi di intermediazione risultanti dall'accresciuta concorrenza, dell'accesso a una gamma più ampia di strumenti finanziari, nonché di maggiori opportunità di diversificazione del portafoglio. I fornitori di servizi finanziari possono a loro volta sfruttare le potenziali economie di scala e di scopo offerte da un mercato più ampio.

Dato che i principali beneficiari dell'integrazione finanziaria sono i singoli operatori, e assumendo che i loro incentivi siano opportunamente allineati, l'azione delle forze di mercato dovrebbe condurre all'eliminazione delle inefficienze, ossia della frammentazione del mercato. Un esempio di parziale integrazione risultante dalle forze di mercato è dato dalla convergenza delle procedure di collocamento dei titoli degli emittenti sovrani verso la prassi considerata "migliore", in un contesto in cui tali emittenti si sono trovati a competere sul medesimo mercato per attrarre fondi.

Un altro tipo di integrazione risultante dall'azione delle forze di mercato concerne i numerosi casi di operazioni di concentrazione, in particolare sotto forma di fusioni, che hanno interessato le infrastrutture di mercato, fra cui le borse, le stanze di compensazione e i sistemi di regolamento

delle operazioni in titoli. Questo processo di consolidamento è in gran parte il risultato degli sforzi tesi a sfruttare le potenziali economie di scala e di scopo create da un mercato di più vaste dimensioni. In proposito occorre sottolineare che le forze di mercato possono efficacemente promuovere l'integrazione solo se non sussistono ostacoli di natura legislativa o regolamentare al processo di consolidamento dei fornitori di servizi finanziari a livello transfrontaliero, alla creazione di un mercato per il controllo delle imprese o a una generale disponibilità di prodotti finanziari analoghi in tutta l'area. Ciò costituisce la condizione necessaria affinché intermediari operanti su base europea possano essere attivi in tutti i comparti del mercato.

L'azione collettiva

Sussistono tuttavia delle situazioni in cui l'azione delle singole forze di mercato non è sufficiente a eliminare le inefficienze. Problemi di coordinamento emergono quando gli incentivi degli operatori non sono opportunamente allineati. In questi casi le forze di mercato potrebbero non essere in grado di far avanzare il processo di integrazione finanziaria o di produrre un risultato ottimale. Per il raggiungimento di un risultato ottimale nell'ottica comune dell'intera comunità finanziaria è pertanto necessaria un'azione collettiva.

Il diffuso bisogno di un'azione collettiva che integri e rafforzi la libera azione del mercato deriva probabilmente dall'importanza delle esternalità di rete nel sistema finanziario. Quanto più ampio è il numero di intermediari in un determinato mercato, maggiori saranno i benefici di cui essi potranno usufruire. Questi benefici includono uno spessore e una liquidità del mercato più ampi, minori costi di transazione, e strumenti di gestione del rischio più accessibili e efficaci. In questa prospettiva, il coordinamento fra gli operatori può apportare vantaggi rilevanti, ad esempio tramite la standardizzazione delle caratteristiche tecniche degli strumenti finanziari, la definizione di convenzioni e di procedure comuni o la fissazione di indici di riferimento.

D'altro canto, la presenza di forti esternalità di rete può, paradossalmente, avere l'effetto di rallentare il processo di integrazione del sistema finanziario

europeo nella misura in cui esse sono spesso associate a elevati costi di transizione, ossia ai costi implicati dal passaggio da un complesso organizzato di prassi, convenzioni, regole e infrastrutture, a un altro. Nel contesto europeo, i mercati nazionali si sono sviluppati nel corso dei decenni, ciascuno con i propri accordi di coordinamento e le proprie esternalità di rete interne. Per gli intermediari operanti nei mercati nazionali, la transizione a un mercato paneuropeo implica dei costi, almeno nel breve periodo; questi potrebbero rallentare la trasformazione del sistema attuale, formato dalla giustapposizione di più strutture nazionali, in un sistema veramente integrato, a meno che i benefici a lungo termine di tale passaggio non siano compresi a fondo.

L'efficacia del processo di integrazione guidato dalle forze di mercato dipende dunque dalla messa a punto di nuovi accordi di coordinamento che permettano di ridurre i costi di transizione e di massimizzare al contempo le esternalità di rete prodotte dal nuovo, più ampio mercato. A sua volta ciò richiede la presenza, in ciascun comparto del sistema finanziario, di consessi, in particolare di associazioni di settore a carattere europeo, che possano assumere tale funzione di coordinamento.

In pratica, ove l'azione collettiva sia stata intrapresa a livello dell'intero mercato, i benefici conseguiti sono stati significativi. Le convenzioni di mercato contribuiscono all'armonizzazione delle procedure operative in ambito UE. Nel 1998 una serie di convenzioni concluse su iniziativa di diverse organizzazioni di settore hanno preparato il terreno per un'integrazione di base dei mercati all'ingrosso in vista dell'introduzione della moneta unica. Queste includevano le regole di calcolo applicabili al principale tasso d'interesse di riferimento per il mercato, l'Euribor (*euro interbank offered rate*, ossia il tasso praticato fra banche primarie sui depositi interbancari a breve termine in euro, calcolato quotidianamente alle 11, ora dell'Europa centrale). Una simile iniziativa ha permesso di definire un altro dei principali tassi d'interesse di riferimento, l'Eonia (*euro overnight index average*), applicato ai depositi interbancari *overnight* non garantiti. Di recente, un'altra convenzione di mercato ha portato alla definizione di un nuovo indice di riferimento, l'Eurepo, ossia il tasso praticato fra banche primarie su finanziamenti garantiti da attività idonee.

L'intervento pubblico

Sebbene la comunità degli operatori rappresenti il principale beneficiario dell'integrazione finanziaria, gli effetti di quest'ultima si estendono ben oltre i confini di tale settore. In particolare, essa può generare un maggiore grado di sviluppo finanziario nell'area interessata nonché, tramite questo canale, un più elevato livello di crescita sostenibile e non inflazionistica. L'esistenza di una relazione di causalità fra sviluppo finanziario e crescita economica è infatti ampiamente comprovata sia dalla ricerca teorica sia da quella empirica. Uno dei modi in cui il processo di integrazione può accrescere il grado di sviluppo finanziario è facilitando l'innovazione, poiché le economie di scala prodotte da un mercato più ampio consentono di recuperare più facilmente i costi connessi a quest'ultima attività. Più in generale, l'integrazione apre nuove opportunità di diversificazione dei rischi fra regioni; recenti risultanze empiriche mostrano che tale diversificazione può accrescere la specializzazione produttiva, la quale a sua volta contribuisce ad aumentare il potenziale di crescita.

L'integrazione finanziaria può inoltre modificare la natura dei rischi cui sono confrontati il sistema finanziario e il resto dell'economia. Con il procedere dell'integrazione finanziaria, dovrebbero delinearsi cambiamenti strutturali che potrebbero comportare una ridistribuzione dei rischi (specie di quelli sistemici) e una diversa configurazione dei canali di contagio. Ciò significa che le autorità pubbliche, in particolare le banche centrali e le autorità di vigilanza dell'UE, devono predisporre dei meccanismi che consentano il monitoraggio e l'analisi di tali sviluppi, ai fini di una migliore comprensione del cambiamento del rischio sistemico. A tale riguardo il Comitato per la Vigilanza bancaria del Sistema europeo di banche centrali (SEBC) ha definito un quadro di riferimento per l'analisi macroprudenziale incentrato più specificatamente sulla stabilità del sistema bancario. Il Comitato presenta due volte l'anno un rapporto interno in materia macroprudenziale e produce analisi su tematiche di rilevanza specifica (come l'evoluzione del profilo della liquidità delle banche e il modo in cui questa viene gestita), diverse delle quali sono state pubblicate.

Gli effetti pervasivi dell'integrazione finanziaria sul sistema economico nel suo complesso giustificano

il potenziale coinvolgimento delle autorità pubbliche affinché si possa pervenire a un risultato ottimale; tale intervento potrebbe ad esempio prospettarsi quando un bene pubblico non può essere fornito da privati, oppure in situazioni di fallimento del mercato o di mancanza di coordinamento. In entrambi i casi, né le sole forze di mercato, né un'azione collettiva del settore privato sono sufficienti ad assicurare il livello di integrazione auspicato.

In tale contesto, l'intervento delle autorità pubbliche può assumere forme diverse. Esse possono svolgere un ruolo di catalizzatore o di facilitatore dell'azione collettiva, così che possano essere sormontati i problemi di coordinamento (è il caso, ad esempio, del ruolo neutrale assunto dalla BCE nella fissazione del tasso Eonia come servizio al settore bancario). L'azione pubblica può peraltro estendersi a forme più dirette di intervento, come nel caso della creazione del sistema Target (il sistema di regolamento per i pagamenti di importo rilevante all'interno dell'UE gestito dal SEBC), il quale è stato fra l'altro uno strumento fondamentale per la completa integrazione del mercato delle riserve bancarie all'inizio della Terza fase dell'Unione economica e monetaria (UEM).

Nondimeno, la sfera di intervento di competenza esclusiva delle autorità pubbliche resta la definizione di un quadro legislativo e regolamentare appropriato, atto a garantire efficacemente la libertà del mercato unico e la stabilità del sistema. Questa funzione non va sottovalutata, in primo luogo perché i mercati e i servizi finanziari sono attività fortemente regolate; in secondo luogo perché l'operato delle singole forze di mercato e dell'intera collettività possono condurre a esiti positivi unicamente dove l'intervento normativo e regolamentare abbia preparato il terreno, non solo rimuovendo gli ostacoli ma anche stabilendo regole di base comuni. Il PASF della Commissione europea, descritto nell'introduzione, rappresenta ad oggi l'elemento principale di tale quadro, la cui finalità è creare un mercato all'ingrosso unico e un mercato al dettaglio aperto e sicuro. Dato che la maggior parte delle misure previste dal PASF sono state adottate o sono in via di adozione, l'enfasi si sta ora gradatamente spostando, da un lato, su una loro piena e coerente attuazione e osservanza, e dall'altro sul monitoraggio dei loro effetti.

4 L'interesse della BCE a un sistema finanziario europeo pienamente integrato

Le ragioni dell'interesse della BCE

L'integrazione dei mercati finanziari è un obiettivo prioritario del programma politico europeo, come ha ribadito il Consiglio europeo in diverse occasioni. L'interesse e il sostegno che la BCE porta a tale processo e alle iniziative volte al suo avanzamento possono pertanto essere interpretati alla luce del disposto dell'articolo 105 del Trattato, il quale sancisce che, fatto salvo l'obiettivo della stabilità dei prezzi, il SEBC sostiene le politiche economiche generali nella Comunità.

La BCE ha anche un interesse più specifico nell'ulteriore integrazione del sistema finanziario europeo. Tale interesse nasce dal fatto che un sistema finanziario efficiente e ben integrato è indispensabile per la regolare ed efficace trasmissione della politica monetaria nell'intera area dell'euro. Se tale presupposto vale per tutti i comparti del sistema finanziario, esso assume una rilevanza particolare con riguardo alle componenti del mercato più direttamente connesse con l'*attuazione* della politica monetaria, e in special modo con il mercato dei depositi interbancari (mercato monetario interbancario di operazioni non garantite).

Sotto il profilo operativo, la maggiore integrazione dei mercati finanziari può facilitare la conduzione della politica monetaria della BCE anche in un'altra maniera. L'Eurosistema concede crediti alle proprie controparti a fronte di garanzie finanziarie adeguate. Nell'attuale sistema di garanzie, le attività stanziabili sono suddivise in due livelli, nel secondo dei quali sono ricomprese diverse tipologie di strumenti rispondenti a criteri di idoneità nazionali. Nell'intento di assicurare una politica delle garanzie trasparente e condizioni di parità concorrenziale fra le controparti, l'Eurosistema sta studiando se, e in che modo, sia possibile ridurre tale eterogeneità, nonché gli eventuali criteri per poter fondere i due livelli in un'unica lista. La riuscita di un tale progetto dipende fortemente dall'ulteriore armonizzazione delle normative e/o delle prassi nazionali in materia di titoli e di garanzie.

Un altro dei motivi di interesse della BCE per l'integrazione del mercato finanziario è legato alla promozione della regolare operatività dei sistemi di pagamento. L'integrazione finanziaria, in particolare sul piano infrastrutturale, può notevolmente facilitare l'assolvimento di questo compito.

Un ultimo aspetto dell'interesse portato dalla BCE all'integrazione finanziaria sta nella relazione fra questa e la stabilità finanziaria. Quest'ultima rappresenta un connaturale elemento di attenzione per le banche centrali, come emerge altresì dal ruolo attribuito loro dall'articolo 105(5) del Trattato, il quale dispone fra l'altro che il SEBC contribuisce a una buona conduzione delle politiche perseguite dalle competenti autorità per quanto riguarda la stabilità del sistema finanziario. Un grado elevato di integrazione ha un impatto sulla stabilità finanziaria, nella misura in cui un sistema finanziario più ampio e diversificato è maggiormente in grado di assorbire gli shock economici rispetto ai singoli sistemi nazionali. D'altra parte, una forte integrazione può altresì accrescere il rischio di contagio transfrontaliero.

La natura del contributo della BCE al processo di integrazione finanziaria

Il sostegno fornito dalla BCE al processo di integrazione finanziaria in funzione delle proprie aree di interesse non è solo *passivo*, ma ha anche un carattere *attivo*. Esso assume tre forme: l'intervento diretto, la funzione di catalizzatore dell'azione collettiva e il contributo fornito per accrescere il livello di consapevolezza sulla necessità dell'integrazione e sui mezzi per conseguirla. Il sostegno dato dalla BCE si riflette in un'ampia serie di iniziative, di cui vengono dati di seguito alcuni esempi. L'intervento diretto si esplica nelle aree di immediata competenza della BCE e nel contesto dell'assolvimento dei suoi compiti basilari. Rientra in questa categoria la messa in opera del sistema Target che, come detto, è stato un fattore centrale nel processo di integrazione del mercato monetario di operazioni non garantite.

Nel suo duplice ruolo di autorità pubblica di livello paneuropeo e di operatore di mercato, la

BCE occupa una posizione istituzionale molto particolare che le consente di integrare e sostenere l'azione svolta da altri soggetti a favore dell'integrazione finanziaria. In tale prospettiva, assumono particolare rilievo le funzioni consultive attribuite alla BCE dal Trattato, poiché il suo avviso può contribuire all'integrazione dei mercati finanziari, soprattutto dal punto di vista regolamentare e normativo. Conformemente all'articolo 105(4) del Trattato, la BCE viene consultata in merito a qualsiasi proposta di atto comunitario e sui progetti di disposizioni legislative nazionali che rientrino nel suo ambito di competenza. Sempre in quest'ambito la BCE può trasmettere dei pareri ai competenti organi e autorità sia comunitari che nazionali. Nel campo della vigilanza prudenziale (articolo 25 dello Statuto del SEBC), la BCE può fornire pareri ed essere consultata dal Consiglio, dalla Commissione e dalle autorità competenti degli Stati membri sul campo di applicazione e sull'attuazione della legislazione comunitaria relativa alla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e concernente la stabilità del sistema finanziario. In alcuni casi, il Trattato o lo Statuto attribuiscono esplicitamente alla BCE funzioni di armonizzazione e/o di integrazione: l'articolo 5.3 dello Statuto, ad esempio, dispone che la BCE contribuisce all'armonizzazione, ove necessario, delle norme e delle modalità relative alla raccolta, compilazione e distribuzione delle statistiche nelle aree di sua competenza.

L'azione della BCE si esplica altresì attraverso la partecipazione a diversi comitati dell'UE che, in virtù della loro missione, contribuiscono al processo di integrazione finanziaria. Fra questi figurano il Comitato economico e finanziario (CEF) e il suo gruppo di lavoro sulle obbligazioni e i buoni del Tesoro (il "Brouhns Group"). La BCE partecipa in qualità di osservatore al *Financial Services Committee* (FSC) che, istituito di recente, è succeduto al gruppo per la politica dei servizi finanziari (*Financial Services Policy Group*). Nella sua nuova forma, all'FSC spetta una funzione di consulenza nei confronti del Consiglio UE e della Commissione su una serie di questioni inerenti i mercati finanziari sia interne (come il Mercato unico, compresa l'attuazione del PASF), sia esterne (ad esempio nel quadro dell'Organizzazione mondiale del commercio). La BCE collabora strettamente con il comitato delle autorità europee

di regolamentazione dei valori mobiliari (*Committee of European Securities Regulators* – CESR), insieme al quale ha costituito un gruppo di lavoro congiunto per le questioni di interesse comune relative ai sistemi di compensazione e di regolamento delle transazioni in titoli¹⁾. Ad eccezione del settore assicurativo, la BCE parteciperà altresì ai nuovi comitati europei di regolamentazione e di vigilanza che saranno istituiti nel prossimo futuro per i diversi settori finanziari (cfr. sezione 5).

Un esempio di iniziativa pubblica in cui la BCE è coinvolta è rappresentato dai lavori avviati di recente dal SEBC e dal CESR allo scopo di definire degli standard per i sistemi di compensazione e di regolamento delle transazioni in titoli. Uno degli obiettivi perseguiti è di "promuovere e sostenere l'integrazione dei mercati europei mediante l'adozione di un unico insieme di standard che fornisca un quadro regolamentare chiaro e razionale senza comportare costi indebiti per gli operatori". Più specificatamente, taluni standard, in particolare quelli relativi ai cicli di regolamento, ai criteri di accesso e all'efficienza, richiedono espressamente un certo grado di armonizzazione a livello di UE. Come evidenziato nel secondo rapporto del Giovannini Group sui modelli organizzativi dei sistemi di compensazione e regolamento all'interno dell'UE (il *Giovannini Report*, aprile 2003), l'armonizzazione dei cicli di regolamento è un elemento fondamentale per una migliore integrazione dei mercati dei pronti contro termine. Questo processo di armonizzazione comporterà costi elevati poiché potrebbe richiedere una sostanziale revisione delle attuali prassi di mercato. L'attività congiunta del SEBC e del CESR dovrà accompagnarsi ad analisi più approfondite per individuare il livello di armonizzazione adeguato.

Oltre a mantenere rapporti di cooperazione con altre autorità pubbliche, la BCE collabora altresì con il settore privato per promuovere un'azione collettiva. Come menzionato in precedenza, la BCE ha agito in veste di facilitatore nell'elaborazione del tasso Eonia. Essa inoltre raccoglie, su richiesta e per conto delle associazioni

1) Cfr. http://www.ecb.int/pub/cons/cesr2003/ecbcesr_announce.pdf

di settore, i dati in base ai quali l'indice è derivato e calcola quotidianamente il tasso di riferimento. Un altro esempio del coinvolgimento della BCE in un'iniziativa del settore privato è rappresentato dai lavori intrapresi da un gruppo di operatori sotto l'egida dell'ACI (*Financial Market Association*) nell'intento di conseguire un'effettiva integrazione dei diversi mercati europei di titoli a breve termine. Scopo di tale iniziativa, cui hanno contribuito le indicazioni fornite da emittenti, investitori, intermediari e gestori di infrastrutture di tutta l'UE, è definire un insieme comune di convenzioni e di pratiche di mercato applicabili nell'insieme dell'area al comparto dei titoli a breve termine, creando de facto un mercato unico per questi strumenti. Come nel caso dell'Eonia, in questa iniziativa la BCE svolge un ruolo di facilitatore. In particolare, su richiesta e per conto di operatori del settore privato, essa ha condotto una procedura di consultazione a livello settoriale sulle possibili modalità per rafforzare l'integrazione nel comparto²⁾. Alla BCE possono inoltre essere demandati compiti, come la compilazione di statistiche, diretti a garantire l'ordinato funzionamento di tale mercato.

Un'altra iniziativa del settore privato di cui la BCE si è fatta promotrice è l'istituzione dello *European Financial Markets Lawyers Group* (EFMLG), che dal 1999 si riunisce presso la sede della BCE a Francoforte³⁾. I membri dell'EFMLG sono selezionati fra gli avvocati con maggiore anzianità ed esperienza delle istituzioni creditizie con sede nell'UE maggiormente attive nei mercati finanziari europei. Riconoscendo che, nonostante l'introduzione dell'euro, l'integrazione dei mercati finanziari europei è ancora ostacolata dall'assenza di un complesso unitario di norme giuridiche e di procedure contrattuali armonizzate, l'EFMLG intende promuovere iniziative che stimolino l'armonizzazione delle legislazioni e delle procedure che sottendono l'attività del mercato finanziario. Fra le questioni finora discusse vi sono le barriere giuridiche alla costituzione di garanzie su base transnazionale (contratti di pegno e di trasferimento di titoli con funzione di garanzia), regolata in ambito UE dalla direttiva sui contratti di garanzia finanziaria, gli ostacoli di natura giuridica all'integrazione dei mercati dei titoli a breve termine (in cooperazione

con l'ACI, si veda sopra) e l'armonizzazione in ambito UE del quadro normativo relativo ai diritti derivanti dalle registrazioni contabili su determinati strumenti finanziari.

Un'importante iniziativa di settore volta ad armonizzare la documentazione contrattuale è il Contratto quadro per le operazioni finanziarie introdotto dalla Federazione bancaria europea nel gennaio 200⁴⁾. Redatto in inglese, francese, tedesco, italiano, spagnolo e portoghese e soggetto al diritto applicabile scelto dalle parti, questo contratto quadro, che copre più lingue, regimi giuridici e prodotti, intende consolidare in un unico documento i diversi contratti quadro utilizzati nell'area dell'euro per le operazioni di vendita pronti contro termine e di prestito di titoli; in un prossimo futuro esso potrebbe essere utilizzato anche per le operazioni in valuta e in strumenti derivati standard. Anche la BCE ha adottato questo contratto quadro per le operazioni pronti contro termine che essa conduce con tutte le controparti nell'UE e in Svizzera.

I consessi in seno ai quali la BCE collabora con parti terze al fine di sensibilizzare gli operatori su questioni attinenti l'integrazione finanziaria, e in particolare i suoi effetti, si estendono anche al mondo accademico. In cooperazione con gli esponenti di questo settore la BCE ha istituito una rete di ricerca sull'integrazione finanziaria e sui mercati dei capitali in Europa (*Capital Markets and Financial Integration in Europe*). Scopo di tale iniziativa è stimolare una ricerca pertinente ai fini della politica economica e mirata alla comprensione della struttura e del profilo di integrazione attuali e futuri dei sistemi finanziari in Europa⁵⁾. Con la costituzione di questa rete e la pubblicazione dei risultati delle sue ricerche, la BCE intende fornire un solido fondamento teorico ed empirico alle iniziative che potrebbero successivamente essere adottate dal settore privato o da quello pubblico per rafforzare ulteriormente l'integrazione del mercato.

2) Cfr. <http://www.ecb.int/pub/cons/acil/>

3) Cfr. <http://www.efmlg.org/>

4) Cfr. http://www.fbe.be/downloads/EMA_3.pdf

5) Cfr. <http://www.eu-financial-system.org>

5 Lo stato attuale del processo di integrazione e le sfide presenti

Gli indicatori dell'integrazione finanziaria

Al fine di valutare lo stato attuale dell'integrazione, e a condizione che si possa garantire un certo grado di confrontabilità fra prodotti e servizi degli Stati membri, è necessario, in linea di principio, determinare in che misura le considerazioni di carattere geografico influiscano sui prezzi degli strumenti finanziari e sul comportamento degli operatori. Uno dei possibili metodi per fare ciò è quello di verificare la validità della cosiddetta legge del prezzo unico, vale a dire comprovare se strumenti finanziari analoghi, che offrono lo stesso profilo rischio/rendimento, siano scambiati allo stesso prezzo, indipendentemente dal luogo di emissione, di transazione, di regolamento e di custodia. Anche gli indicatori del livello di attività tra paesi diversi degli operatori forniscono una misura del grado di integrazione del mercato. Teoricamente, in assenza di vincoli d'ordine geografico le scelte, in particolare quelle degli investitori, non dovrebbero essere influenzate da una preferenza per gli strumenti emessi a livello locale piuttosto che in altre regioni.

Questi indicatori, tuttavia, devono essere integrati da una valutazione complessiva del grado di integrazione del sistema finanziario, che rilevi se l'eterogeneità dei mercati sia da ricondurre ai diversi bisogni finanziari che essi devono soddisfare, e se essi siano in grado di assicurare la maggiore efficacia possibile in termini di allocazione e di impiego dei capitali.

Ai fini di un'osservazione dinamica dell'evoluzione del processo di integrazione finanziaria in Europa, la Commissione europea sta elaborando un insieme completo di indicatori relativi alla convergenza dei tassi di interesse, al livello di attività transfrontaliera, all'efficienza in termini di costi e al potere di mercato. Questo esercizio dovrebbe permettere, in particolare, di individuare gli ostacoli di natura tecnica, giuridica e regolamentare al processo e di fornire le basi su cui decidere le azioni prioritarie in ambito UE. Si veda il riquadro I per una descrizione di alcune misure quantitative dell'integrazione finanziaria sviluppate dalla BCE e applicate ai mercati monetario, obbligazionario e azionario dell'area dell'euro.

Riquadro I

La misurazione dell'integrazione finanziaria nell'area dell'euro

La maggiore implicazione risultante dall'integrazione finanziaria di una specifica area geografica sta nella validità della legge del prezzo unico nei mercati finanziari che la compongono. In virtù di tale legge le attività finanziarie con caratteristiche di rischio analoghe dovrebbero avere lo stesso rendimento atteso, indipendentemente dall'ubicazione o dall'identità sia degli emittenti che dei detentori. La completa integrazione finanziaria nell'area dell'euro implicherebbe, pertanto, che le attività con caratteristiche comparabili e flussi di cassa identici, disponibili nei diversi sistemi nazionali, dovrebbero essere scambiate allo stesso prezzo in tutti i paesi dell'area. In taluni mercati, come quello monetario e quello dei titoli di Stato, le attività evidenziano spesso una comparabilità sufficiente a permettere di usare direttamente il differenziale di prezzo come indicatore del grado di integrazione. In altri casi, come nel comparto azionario, è molto difficile in pratica reperire nei diversi mercati titoli che presentino flussi di cassa e profili di rischio sufficientemente comparabili da consentire l'uso dei semplici differenziali di prezzo come misura dell'integrazione. In questi casi occorre valutare, nell'ambito del processo di formazione dei prezzi delle attività, l'importanza relativa sia dei fattori comuni all'intera area ("rischio sistemico"), sia di quelli idiosincratici (segnatamente i fattori connessi al paese). Questo riquadro descrive alcune delle metodologie di misurazione dell'integrazione finanziaria basate sulla legge del prezzo unico, applicandole ai mercati monetario, obbligazionario e azionario dell'area dell'euro¹⁾.

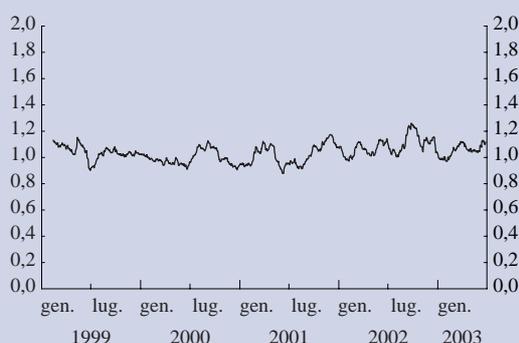
1) Informazioni più dettagliate su queste misure, insieme a risultati aggiuntivi basati su metodologie alternative e su altri segmenti di mercato, saranno presentate in *Measuring financial integration in the euro area*, Baele et al., di prossima pubblicazione nella serie degli Occasional Paper della BCE.

La prima misura consiste nel rilevare direttamente i differenziali di prezzo all'interno di un paese e di rapportarli a quelli osservati in altre aree geografiche. La figura A illustra tale misura utilizzando come mercato di riferimento quello monetario, e più specificatamente il segmento *overnight* delle attività non garantite in euro. Questo mercato riveste un interesse particolare per la BCE in virtù della sua peculiare importanza nell'attuazione della politica monetaria e, inoltre, presenta il vantaggio di disporre di dati molto dettagliati sui tassi applicati nell'area, poiché il calcolo dell'Eonia è basato sui tassi di interesse giornalieri comunicati da un gruppo selezionato di banche, ponderati per i volumi di credito. La curva raffigura il rapporto fra i differenziali medi dei tassi *overnight* applicati dalle banche segnalanti situate in *differenti* paesi dell'area e quelli relativi alle banche segnalanti ubicate in *uno stesso* paese dell'area. Nell'ipotesi, plausibile, di piena integrazione dei mercati monetari nazionali, un rapporto prossimo a 1 indica che anche il mercato *overnight* in euro è pienamente integrato: quanto più il valore è superiore a 1, tanto più debole è il grado di integrazione del mercato. Dato che la curva ha oscillato in una fascia relativamente ristretta intorno a 1 dagli inizi del 1999, la figura mostra chiaramente che il mercato *overnight* delle operazioni non garantite in euro ha mostrato una forte integrazione sin dagli inizi della Terza fase dell'UEM.

Le altre due misure presentate in questo riquadro sono di natura più indiretta poiché assumono come indicatori dell'integrazione l'importanza relativa di fattori comuni all'intera area. Il fondamento su cui poggiano tali misure è che, in assenza di barriere agli investimenti internazionali, gli investitori possono tutelarsi da shock di natura locale diversificando le proprie attività fra i vari paesi. Tali shock, quindi, non dovrebbero costituire una fonte di rischio sistemico. Nei mercati finanziari pienamente integrati i rendimenti delle attività tra loro simili dovrebbero essere uguali in tutti i paesi ed essere influenzati unicamente da fattori comuni a tutti questi.

La figura B mostra una di queste misure applicata al mercato dei titoli di Stato dell'area dell'euro. La curva è derivata sulla base di regressioni che stimano in che misura i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro reagiscono a un fattore comune all'intera area, individuato nel tasso di rendimento di riferimento per questa scadenza. L'ipotesi fatta è che tale tasso incorpora tutti i fattori comuni rilevanti per il prezzo dell'attività nella corrispondente area. Se il coefficiente della stima relativa a un dato paese dell'area dell'euro è prossimo a 1, i titoli di Stato di questo

Figura A: Integrazione del mercato *overnight* dell'area dell'euro: rapporto tra le deviazioni tra i tassi osservati in paesi diversi e le deviazioni tra i tassi osservati all'interno di uno stesso paese
(media mobile a trenta giorni)



Fonti: Federazione Bancaria Europea (FBE) e BCE.
Nota: le deviazioni sono calcolate come valori assoluti delle differenze tra tutte le possibili combinazioni dei tassi di interesse praticati da banche ubicate in paesi diversi o in uno stesso paese.

Figura B: Integrazione del mercato dei titoli di Stato dell'area dell'euro: media degli scostamenti dal valore 1 del coefficiente di reazione del tasso di interesse a 10 anni di ogni paese alle variazioni del tasso benchmark dell'area dell'euro
(stime effettuate su una finestra mobile di 18 mesi)



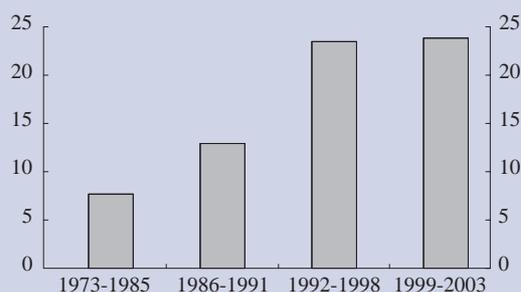
Fonte: BCE.
Nota: la figura mostra la distanza media da 1 di un coefficiente di regressione che, per ciascun paese, misura la reazione dei tassi di interesse dei titoli obbligazionari a variazioni dei rendimenti delle obbligazioni dell'area dell'euro (utilizzando il titolo di Stato tedesco a 10 anni come benchmark).

paese risultano fortemente integrati all'interno del mercato dell'area. Quanto più il coefficiente è inferiore a 1, tanto minore risulta il grado di integrazione. Nella figura la curva è calcolata sulla base degli scostamenti medi dei coefficienti dal valore 1 in tutti i paesi dell'area, così che un valore più vicino a 0 indica una maggiore integrazione, mentre un valore prossimo a 1 indica una minore integrazione. Il profilo della curva fa ritenere che l'introduzione dell'euro nel 1999 è stata accompagnata da un notevole rafforzamento dell'integrazione del mercato dei titoli di Stato a dieci anni nell'area (l'indicatore dell'integrazione diminuisce da circa 0,7 nel 1998 a quasi 0,1 nel 2000, attestandosi in seguito su questo livello). L'attuale livello di integrazione tuttavia risulta inferiore a quello del mercato monetario, poiché l'indicatore non è ancora sceso in misura consistente al di sotto di 0,1. Sembrano pertanto permanere ostacoli alla completa integrazione del mercato dei titoli di Stato. Inoltre, a metà degli anni novanta si era già registrato un periodo durante il quale la dinamica dei rendimenti dei titoli a dieci anni è risultata strettamente in linea con quella del valore di riferimento per l'intera area dell'euro, anche se in misura lievemente minore rispetto al periodo successivo all'introduzione della moneta unica.

La figura C mostra i risultati di un'altra delle misure indirette, applicata in questo caso ai mercati azionari dell'area dell'euro. Gli istogrammi si riferiscono alle quote medie di varianza fra i paesi dell'area dell'euro che possono essere attribuite a shock collegati esclusivamente all'area dell'euro. I rapporti, calcolati usando un approccio che consente alle varianze di variare nel tempo, isolano gli shock comuni all'area dell'euro da quelli originati nel resto del mondo, rappresentati dagli shock sui mercati azionari statunitensi. Quanto maggiore è il rapporto di varianza relativo agli shock dell'area dell'euro, tanto maggiore è il livello di integrazione dei mercati azionari (con un limite massimo del 100 per cento). Nel complesso, i risultati mostrati nella figura fanno ritenere che l'integrazione del mercato azionario nell'area dell'euro sia migliorata significativamente a partire dagli anni settanta. Il rapporto di varianza medio nell'area dell'euro è salito da circa l'8 per cento nel periodo 1973-86 a quasi il 25 per cento nel periodo che ha seguito l'introduzione dell'euro, anche se fra il 1999 e il 2003 l'incremento medio è stato marginale. Nonostante l'aumento complessivo evidenziato negli ultimi decenni, attualmente tale rapporto non supera il 25 per cento, il che può essere considerato indicativo del fatto che il livello di integrazione finora conseguito nel mercato azionario non sia particolarmente elevato. In effetti, benché le tre misure presentate non siano direttamente confrontabili, i mercati azionari parrebbero, fra i tre esempi forniti, quelli meno integrati.

Figura C: Integrazione dei mercati azionari dell'area dell'euro: quota media della volatilità dei corsi azionari spiegata da shock occorsi nell'area dell'euro

(punti percentuali)



Fonti: Datastream e BCE.

Nota: la figura mostra la media tra paesi, per quattro diversi periodi, dell'importanza relativa di fattori comuni all'intera area dell'euro (escludendo gli effetti derivanti dalle fluttuazioni del mercato azionario statunitense) nello spiegare la volatilità degli indici azionari dei singoli paesi ("rapporto tra varianze"). Le varianze dei singoli paesi, così come quelle comuni all'area dell'euro e agli Stati Uniti, sono state stimate usando un modello GARCH.

Il processo di integrazione non è uniforme tra i comparti del mercato dei capitali all'ingrosso

Il giudizio che si ricava da queste misure quantitative è che, quasi cinque anni dopo l'introduzione dell'euro, il livello di integrazione raggiunto nei diversi comparti del mercato europeo dei capitali all'ingrosso non è uniforme. Il processo di integrazione sembra essere progredito in modo

più rapido e approfondito nei segmenti di mercato in cui le specifiche dei prodotti sono state definite a livello di settore, le regole applicabili alle transazioni e le metodologie operative sono state armonizzate per l'intera area ed è stata approntata una infrastruttura comune. Oltre al mercato monetario interbancario non garantito, di cui si è già fatto menzione, un altro esempio di comparto perfettamente integrato è il mercato degli *swap* su tassi di interesse *overnight*, dove la

definizione del prodotto (basata sul tasso Eonia) è pienamente standardizzata. Anche i mercati degli strumenti derivati, comprendenti sia i contratti *futures* del mercato monetario sia quelli sui titoli di Stato, possono considerarsi perfettamente integrati dato che tutti gli operatori si avvalgono di una stessa infrastruttura e di prodotti standardizzati, applicando altresì le stesse regole.

Nei mercati caratterizzati da una perdurante frammentazione delle infrastrutture, specie di quelle di compensazione e di regolamento, il livello di integrazione raggiunto risulta inferiore. Ciò vale, ad esempio, per il mercato monetario delle operazioni garantite (mercato dei pronti contro termine) in cui, nonostante l'azione collettiva degli operatori tesa ad armonizzare le specifiche dei prodotti, permangono ostacoli a una piena integrazione.

Una valutazione sostanzialmente analoga può essere fatta dei comparti in cui le specifiche del mercato non sono interamente armonizzate. Ne sono un esempio il mercato obbligazionario in generale e il segmento dei titoli di Stato in particolare. Nondimeno, la convergenza mostrata dalle caratteristiche tecniche delle obbligazioni indicizzate ai prezzi al consumo denominate in euro emesse dal governo francese e da quello greco fa ritenere che in questo segmento l'integrazione stia avvenendo attraverso l'armonizzazione delle specifiche dei prodotti.

I mercati degli strumenti di debito a elevato rendimento e dei titoli garantiti da attività, i quali possono svolgere un ruolo importante nella distribuzione dei rischi nell'area, restano frammentati e relativamente sottosviluppati. Ciò è in parte imputabile alla mancanza di armonizzazione delle specifiche dei prodotti, che risulta fra l'altro dalle diverse normative nazionali in materia fallimentare.

Un altro esempio di integrazione imperfetta è dato dal mercato dei titoli a breve termine, dove la mancanza di armonizzazione delle specifiche dei prodotti a livello europeo è causa della frammentazione del comparto. In proposito, tuttavia, va dato merito agli sforzi compiuti dalla comunità degli operatori finalizzati a conseguire una migliore standardizzazione dei prodotti e di agevolare l'integrazione mediante l'iniziativa descritta nella sezione 4.

Le sfide presenti

Il 15 luglio 2003 il Consiglio Ecofin ha invitato l'FSC a effettuare una valutazione complessiva dei progressi compiuti in materia di integrazione finanziaria e dei suoi benefici economici, segnatamente nel contesto del PASF e delle iniziative che ne sono scaturite, a esaminare le aree strategiche in cui una maggiore integrazione finanziaria potrebbe apportare significativi benefici economici all'UE, e a fornire una consulenza riguardo alle aree in cui i progressi devono essere compiuti in via prioritaria affinché si possa realizzare un mercato UE dei servizi finanziari realmente integrato. L'FSC riferirà sui lavori svolti nel corso della primavera del 2004, al fine di preparare il dibattito politico nel Consiglio sulle aree prioritarie di intervento. Nei limiti della propria sfera di competenza, la BCE intende contribuire pienamente alla formulazione della strategia "post-PASF". Fra le sfide immediate e crescenti connesse all'integrazione finanziaria, hanno valenza particolare le questioni relative al consolidamento dell'infrastruttura finanziaria e degli assetti istituzionali dell'UE in materia di regolamentazione e di vigilanza del settore finanziario. Anche le distorsioni originate dalle differenze di tassazione restano fonte di preoccupazione.

Considerato il ruolo chiave che la creazione di un'infrastruttura comune sembra rivestire nel processo di integrazione del mercato dei capitali, va sottolineato che i lavori svolti attualmente dal Giovannini Group potrebbero facilitare notevolmente un'ulteriore integrazione del comparto mobiliare. Il Giovannini Group è un consesso di esperti del settore finanziario cui partecipano attivamente anche alcuni rappresentanti della BCE; presieduto da Alberto Giovannini, esso assiste la Commissione europea su tematiche specifiche. Il gruppo ha esaminato sia la natura degli ostacoli restanti per la completa integrazione dei sistemi di compensazione e di regolamento nell'UE, sia i modi per rimuoverli. Sono state identificate quindici barriere alla realizzazione di strutture efficienti e integrate nei sistemi di compensazione e di regolamento. Due di queste barriere sono connesse ai regimi di tassazione e tre a questioni di certezza giuridica. Tuttavia è significativo notare che non meno di dieci barriere attengono ai requisiti tecnici e/o alle prassi di mercato, vale a dire a questioni che potenzialmente

possono essere risolte dagli operatori stessi attraverso un'azione coordinata, eventualmente con il sostegno o la responsabilità condivisa del settore pubblico. Inoltre, per ciascuna di queste barriere il gruppo ha individuato azioni specifiche utili alla loro eliminazione e, ove sia necessario un intervento di coordinamento, esso ha indicato l'istituzione che potrebbe essere preposta a tale funzione.

È attualmente in corso una revisione organica degli assetti istituzionali dell'UE in materia di regolamentazione, vigilanza e stabilità finanziaria. Tale valutazione, che dovrebbe contribuire a un'ulteriore integrazione dell'architettura istituzionale dell'UE in ambito finanziario, ha preso le mosse dal rapporto (2001) del Comitato Lamfalussy sulla regolamentazione dei mercati mobiliari europei. Il Comitato dei saggi aveva formulato una serie di raccomandazioni tese ad accelerare e a rendere più efficiente il quadro di riferimento europeo per la regolamentazione e la vigilanza del settore mobiliare. Una riorganizzazione della struttura esistente è stata ritenuta necessaria al fine di rispondere alle sfide poste dai moderni mercati finanziari. Inoltre, sulla scorta delle raccomandazioni contenute nei due rapporti del CEF sull'argomento e dei risultati di una consultazione pubblica, alla fine del 2002 l'Ecofin ha deciso di estendere all'intero settore finanziario gli elementi del processo normativo proposto dal Comitato dei saggi per la

regolamentazione del mercato mobiliare. Una delle principali sfide future consisterà nell'assicurare che questa nuova architettura (comprendente una rete di autorità di regolamentazione e di vigilanza finanziaria) funzioni in modo spedito, efficace e flessibile. Come rilevato dal gruppo interistituzionale di monitoraggio (*Inter-Institutional Monitoring Group*) nel rapporto provvisorio del maggio 2003, il successo dell'approccio Lamfalussy dipenderà dalla capacità di produrre una legislazione di primo livello⁶⁾ che non sia troppo dettagliata. Inoltre, la legislazione di secondo livello non dovrebbe diventare una amalgama di preesistenti, dettagliate, misure applicative. I primi esempi di legislazione di primo livello paiono andare oltre i cosiddetti "principi generali" previsti dall'approccio Lamfalussy. Al tempo stesso, negli ultimi anni gli Stati membri hanno emanato legislazioni nazionali in materia finanziaria senza rifarsi all'ancora recente approccio Lamfalussy, dando così luogo a un quadro legislativo per i servizi finanziari maggiormente composito.

Un'altra area in cui si rendono necessari progressi al fine di promuovere ulteriormente l'integrazione del mercato finanziario è quella della tassazione, che tuttora genera considerevoli distorsioni all'interno dell'UE. Il nodo più critico della questione, ossia la tassazione dei redditi da risparmio, è stato regolato da una direttiva adottata nel giugno del 2003.

6 Conclusioni

In considerazione dei notevoli benefici che l'integrazione finanziaria europea può comportare all'economia nel suo complesso e alla luce della situazione attuale, in cui diversi segmenti di mercato presentano ancora un grado di integrazione insufficiente, tutte le parti interessate sono chiamate a intensificare gli sforzi tesi a perseguire tale processo fino al suo completamento. Anche la BCE intende contribuire attivamente a promuovere l'integrazione finanziaria europea, nei limiti delle sue capacità e delle sue competenze. Occorre inoltre che le altre autorità pubbliche dell'UE sostengano con risolutezza l'avanzamento del processo di integrazione. In particolare ciò presuppone un fermo impegno da parte delle autorità nazionali a predisporre un quadro

legislativo e regolamentare atto ad assicurare efficacemente la libertà del mercato unico e la stabilità finanziaria, con il pieno riconoscimento del

6) L'approccio Lamfalussy è un processo articolato su quattro livelli per l'approvazione della legislazione in materia di valori mobiliari. Il primo livello riguarda la formulazione dei principi generali, iscritti nelle direttive o nei regolamenti adottati secondo la normale prassi legislativa comunitaria. Il secondo livello consiste nella predisposizione di dettagliate misure di attuazione delle disposizioni di primo livello. Il terzo livello prevede una cooperazione rafforzata e lo scambio di informazioni fra le autorità di regolamentazione del settore mobiliare della UE al fine di garantire la coerenza e l'equivalenza nel recepimento della legislazione di primo e di secondo livello. L'attività di quarto livello è volta a rafforzare l'osservanza della normativa comunitaria, in particolare attraverso l'azione condotta dalla Commissione europea in questo campo, nonché tramite una più stretta cooperazione fra Stati membri, autorità di regolamentazione nazionali e settore privato.

fatto che sia il libero accesso al mercato sia la sua stabilità sono fattori di pubblico interesse a livello europeo.

In aggiunta all'intervento delle autorità pubbliche, l'azione degli operatori di mercato, quando svolta in modo efficace, può apportare benefici unici non solo in termini di integrazione, ma anche di convergenza verso i migliori standard di mercato. Un'analisi più sistematica delle situazioni in cui l'azione collettiva è suscettibile

di contribuire allo sviluppo di un mercato integrato dei servizi finanziari può comportare ulteriori benefici per la comunità finanziaria nel suo insieme. In più occasioni, alcune delle quali ricordate in questo articolo, la BCE ha agito da promotore dell'azione avviata dal settore privato per sormontare i problemi di coordinamento che hanno ostacolato l'integrazione finanziaria. È pertanto prevedibile che altre iniziative future possano sollecitare e ricevere il suo sostegno.